



丰原药业 (000153)

投资评级：增持

报告日期：2015-03-31

当前价格(元) 13.91
目标价格(元) 16.00
目标期限(月) 6

主要数据

总股本(百万股) 312.14
A股股本(百万股) 312.14
B/H股股本(百万股) 0/0
总市值(亿元) 43.42
A股流通比例(%) 95.00
第一大股东 安徽无为制药厂
第一大股东持股比例 11.48%
12个月最高/最低(元) 16.50/6.40

分析师：

刘洋

021-60956118

Ly_hazq@163.com

S0010515020001

医药工业和商业齐头并进

主要观点：

医药工业有望逐步走出低点

公司 2014 年医药工业下滑，主要受药品招标降价影响，其中化学药和中成药受药品降价影响加大，而生物药保持快速增长。公司继续加大研发投入，开展了包括丁酸氯维地平原料及脂肪乳剂在内的多个品种的研发工作，抗癌植入剂临床试验工作仍在进行中。同时积极寻求国内外科科研机构合作研发新药项目，为公司后续发展提供新动力。未来公司以药品招标工作为主线，积极调整经营思路，扩展销售渠道。

受益于行业集中度提升以及安徽省的地缘优势，未来有望成为安徽省医药商业地方龙头

公司 2014 年商业保持快速增长，商业保持快速增长一是公司积极开拓蚌埠医学院第二附属医院等亿元配送，二是药品零售门店收入进入稳定增长阶段。2014 投资收益大幅增长，主要由于年收到徽商银行 2013 年度利润分红 572 万元。医药零售业务方面，丰原大药房近年来收入呈上升趋势，未来随着新开门店周边商服成熟，收入增长空间广阔。医药批发业务方面，公司后续有望发挥安徽的地缘优势，拓展省内其他医院资源。未来公司有望成为安徽省医药商业龙头。

盈利预测与估值

公司 14 年收购普什制药未获证监会通过，主要由于普什制药刚通过 GMP 认证，之前一直处于亏损，积极关注普什制药业绩好转公司重启收购进程，同时关注未来公司激励机制完善带来的经营效率的提升。我们预计公司 2015-2017 年净利润分别为 0.48/0.57/0.72 亿元，EPS 分别为 0.15/0.18/0.23 元，当前股价对应 15 PE 91，考虑到未来有并购预期，给予“增持”评级，目标价 16 元。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1699	1954	2305	2767
收入同比(%)	11%	15%	18%	20%
归属母公司净利润	41	48	57	72
净利润同比(%)	50%	17%	18%	27%
毛利率(%)	26.5%	26.2%	25.5%	25.1%
ROE(%)	3.6%	4.7%	5.5%	6.6%
每股收益(元)	0.13	0.15	0.18	0.23
P/E	105.92	90.90	76.77	60.47
P/B	3.90	4.45	4.32	4.12
EV/EBITDA	28	39	33	30

资料来源：WIND、华安证券研究所

目 录

1 公司简介.....	3
1.1 公司股权.....	3
1.2 公司主营业务.....	4
1.3 公司经营业绩.....	4
2 医药工业和医药商业齐头并进.....	5
2.1 医药工业业务.....	5
2.2 医药商业业务.....	6
4 公司竞争优势.....	7
4.1 产品质量达到国际领先，市场占有率高.....	7
4.2 关注外延式扩张.....	8
5 风险提示.....	8
附录：财务报表预测.....	9

图表目录

图表 1：公司组织结构.....	3
图表 2 公司销售收入占比.....	4
图表 3 公司毛利润占比.....	4
图表 4 公司收入及增速.....	5
图表 5 公司净利润及增速.....	5
图表 6 公司毛利率和净利率.....	5
图表 7 公司费用率.....	5
图表 8 公司药品批发收入及毛利率.....	6
图表 9 公司药品零售收入及毛利率.....	6
图表 10 公司募投项目.....	6
图表 11 公司药品批发收入及毛利率.....	7
图表 12 公司药品零售收入及毛利率.....	7

单位：万元

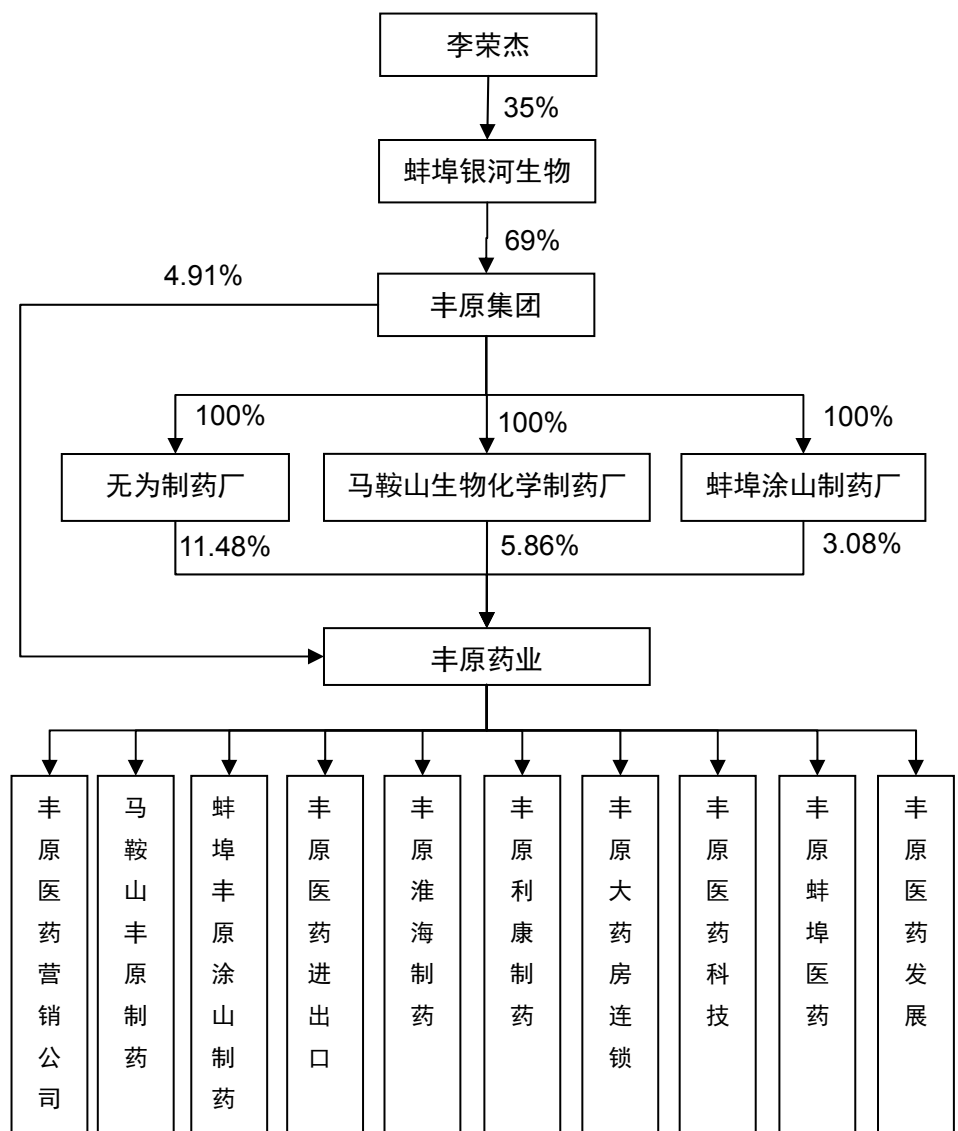
1 公司简介

1.1 公司股权

公司最早为国有企业，2000 年上市后，股权几经更迭，2011 年，公司高管所有的公司银河生物受让第三大股东新华信托股份有限公司持有的 24% 的股权而跃升成为丰原集团第一大股东，持股 49%，从而间接控股上市公司，公司 MBO 顺利完成，实现高管利益与公司发展高度绑定。

目前公司的股权结构为：丰原集团控股上市公司，银河生物持有丰原集团 69% 的股权，为上市公司实际控制人。其中银河生物股东共 142 人，全是公司高管，李荣杰持有银河生物 35% 的股权，为公司实际控制人。

图表 1：公司组织结构

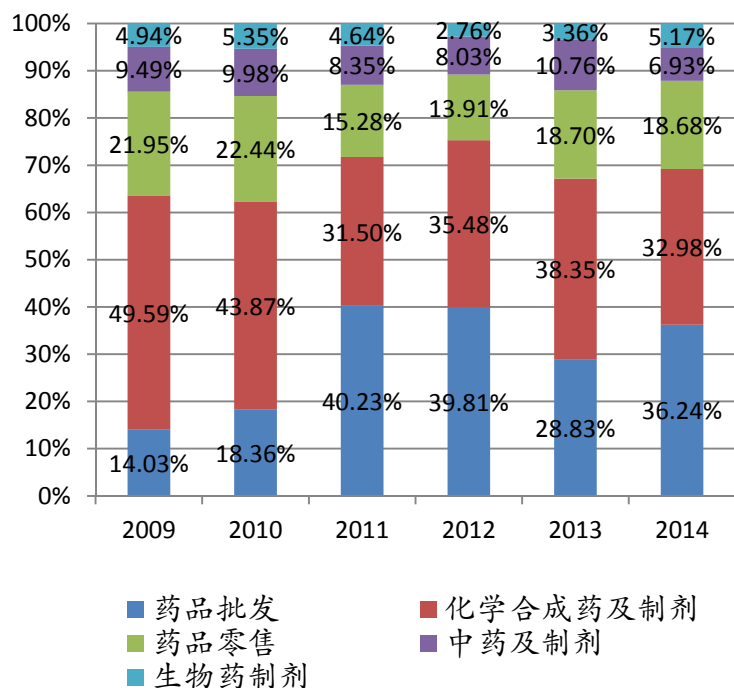


资料来源：公司资料、华安证券研究所

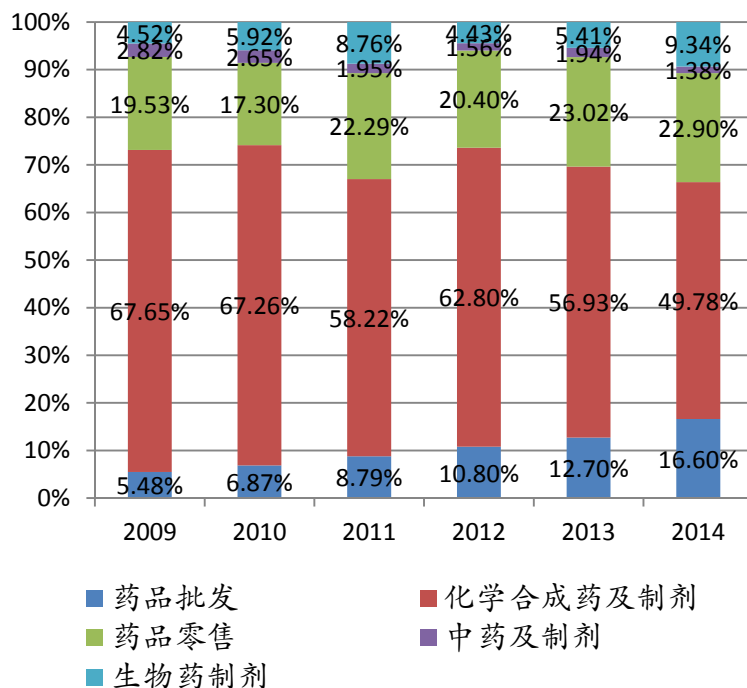
1.2 公司主营业务

在公司的毛利结构中，化学药居首，占比达 59.78%；医药零售次之，占比 23%；医药批发居第三位，占比 16.6%；其他业务占比较小。

图表 2 公司销售收入占比



图表 3 公司毛利润占比



资料来源：公司资料、华安证券研究所

资料来源：公司资料、华安证券研究所

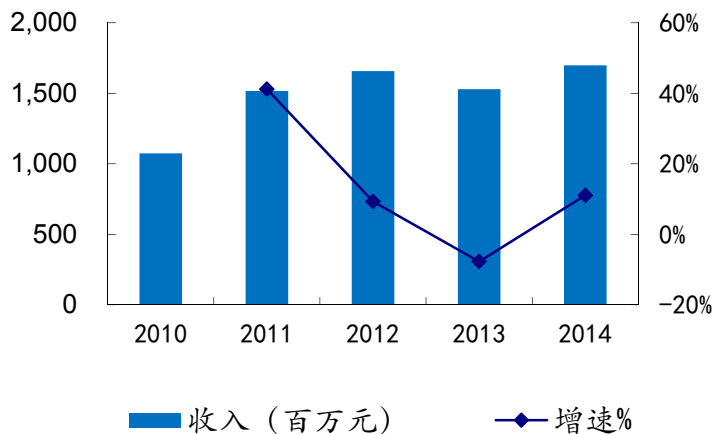
1.3 公司经营业绩

公司发布 2014 年财报，收入 16.99 亿元，增长 11.05%，归母净利润 0.41 亿元，增长 49.89%，扣非归母净利润 0.33 亿元，增长 89.45%。

公司医药工业实现销售收入 7.53 亿元，同比下滑 4.55%，主要受药品招标降价影响，其中化学药收入 5.51 亿元，同比下滑 4.47%，中成药 1.16 亿元，同比下滑 28.4%，生物药及制剂收入 0.86 亿元，同比增长 70.9%，生物药保持快速增长。公司继续加大研发投入，开展了包括丁酸氯维地平原料及脂肪乳剂在内的多个品种的研发工作，抗癌植入剂临床试验工作仍在进行中。同时积极寻求国内外科科研机构合作研发新药项目，为公司后续发展提供新动力。未来公司以药品招标工作为主线，积极调整经营思路，扩展销售渠道。

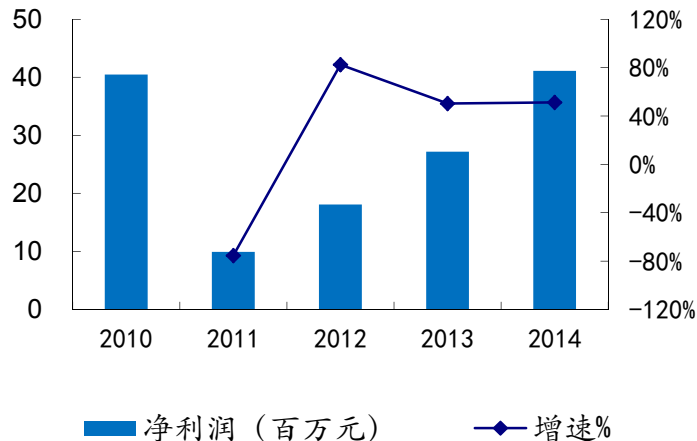
公司 2014 年商业保持快速增长，其中药品零售销售收入 3.12 亿元，同比增长 10.97%，药品批发业务收入 6.06 亿元，同比增长 39.63%。商业保持快速增长一是公司积极开拓蚌埠医学院第二附属医院等亿元配送，二是药品零售门店收入进入稳定增长阶段。2014 投资收益大幅增长，主要由于年收到徽商银行 2013 年度利润分红 572 万元。

图表 4 公司收入及增速



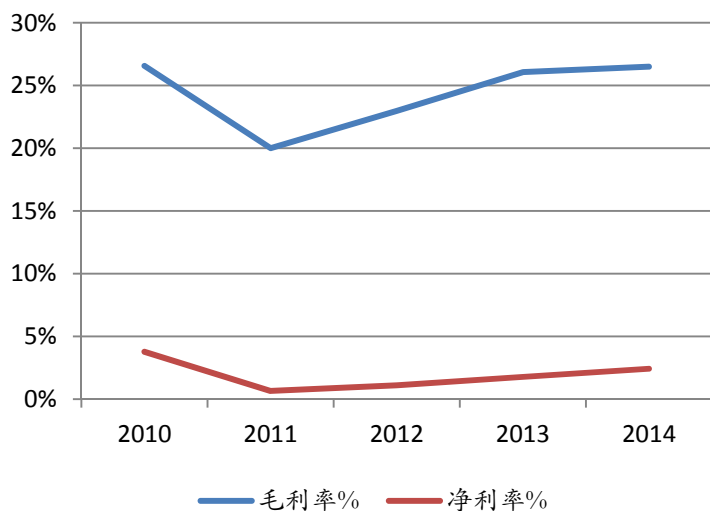
资料来源：公司资料、华安证券研究所

图表 5 公司净利润及增速



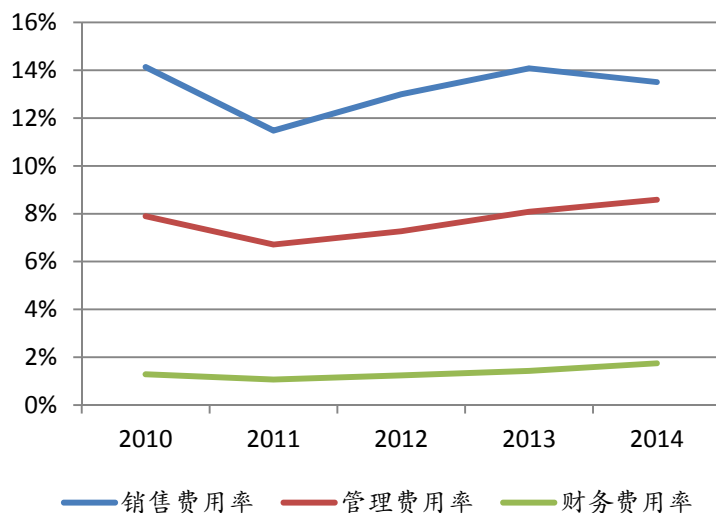
资料来源：公司资料、华安证券研究所

图表 6 公司毛利率和净利率



资料来源：公司资料、华安证券研究所

图表 7 公司费用率



资料来源：公司资料、华安证券研究所

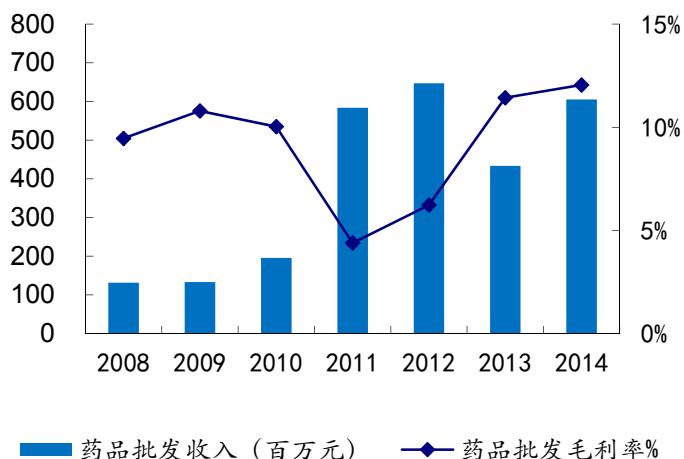
2 医药工业和医药商业齐头并进

2.1 医药工业业务

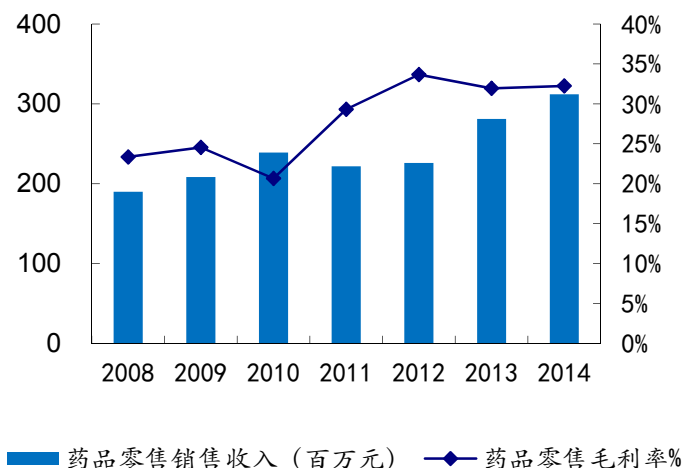
果糖注射液主要用于注射剂的稀释剂或者用于烧伤、术后及感染等胰岛素抵抗状态下或不适宜使用葡萄糖时需补充水分或能源的患者的补液治疗，具有不依赖于胰岛素的调节、代谢速度快、热源利用率高等优点，在临床应用上远比葡萄糖、木糖醇等传统营养类输液品种范围广阔，为继葡萄糖输液之后的第二大糖类输液。据 PDB 样本医院数据，果糖注射液的用药金额连年递增，2012 年已达到 3 亿

元，竞争格局较好，国内目前仅正大丰海、丰原药业、科伦药业和华润双鹤在产，其中丰原药业市场份额居第二位，占比 26%。公司 2013 年完成定增业务，产能不断扩张，其中聚丙烯共混输液袋输液 1.2 亿袋/年的能力，激素类冻干粉针将新增 2800 万瓶，非激素类冻干粉针 8400 万瓶，非灭菌小容量注射剂 1 亿瓶。

图表 8 公司药品批发收入及毛利率



图表 9 公司药品零售收入及毛利率



资料来源：公司资料、华安证券研究所

资料来源：公司资料、华安证券研究所

图表 10 公司募投项目

单位：万元

	投资总额	14 年底项目投资进度	14 年实现的效益
年产 1.2 亿袋聚丙烯共混输液袋生产线项目	11,643	34.16%	0
非最终灭菌制剂（小容量注射剂、冻干粉针）生产线项目	8,119	98.67%	3,265.08
年产 200 吨头孢原料药项目	8,743	47.80%	0

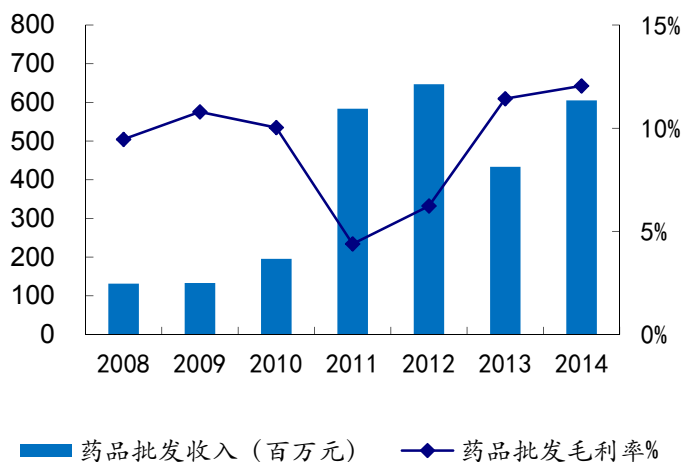
资料来源：公司资料、华安证券研究所

2.2 医药商业业务

公司的医药批发业务中过去包含较多的调拨业务，因为利润较低而逐渐放弃。2011 年以来，公司主要集中于代理和药房托管等高毛利率业务，目前医药批发业务的毛利率已由 2011 年的 4.39% 大幅回升至 11.43%。

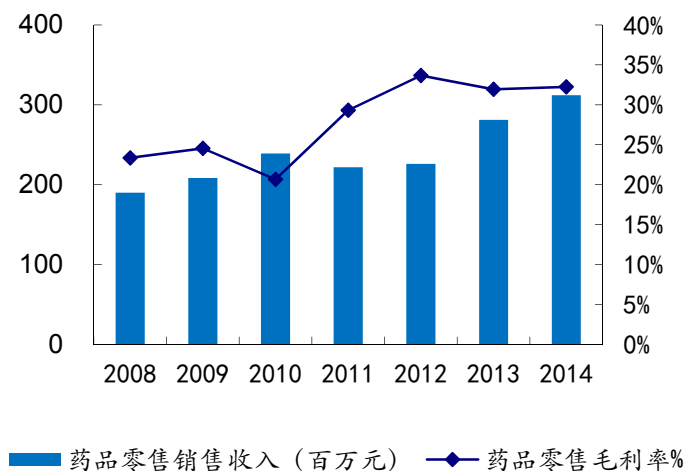
2013 年 12 月，公司与蚌埠医学院二附院签订药房供货合同，配送药品涵盖化学药制剂（麻醉药品、一类精神药品、疫苗、大输液除外）、化学原料药、中成药及部分消毒灭菌制剂，供货期限为 8 年，供货总金额不低于 15 亿元。蚌埠医学院二附院目前有 800 余张床位，新建院区有 1500 张床位，预计将于 2015 年投入运营。我们预计，公司后续有望发挥安徽的地缘优势，拓展省内其他医院资源。

图表 11 公司药品批发收入及毛利率



资料来源：公司资料、华安证券研究所

图表 12 公司药品零售收入及毛利率



资料来源：公司资料、华安证券研究所

2013 年 12 月公司收购蚌埠涂山投资发展有限公司持有的安徽丰原大药房连锁有限公司 15% 股东权益，丰原大药房成为公司的全资子公司。销售模式主要是平价大药房的销售模式，采用柜台+货架、全柜台的经营模式。由经济运行部负责直营门店的开办及加盟店的开发工作。丰原大药房是安徽省食品药品监督管理局首批批准的跨地域药品零售连锁企业，连续九年位列中国连锁药店百强榜前 50 位，其中，2010-2012 年连续 3 年荣登中国连锁药店百强榜前 30 名，是安徽省跨区域最广、销售额最大、门店数量最多的药品零售连锁企业。丰原大药房在全省 30 个地区设 262 家门店，其中 2011 年新开门店 30 家、2012 年新开门店 38 家，2013 年上半年新开门店 2 家，以后年度除新购入合肥及芜湖门店不考虑新增门店，新增门店收入具有滞后性，随着周边小区、商服的发展成熟，收入将在几年内逐步增长并趋于稳定。丰原大药房近年来收入呈上升趋势，未来随着新开门店周边商服成熟，收入增长空间广阔。

4 公司竞争优势

4.1 产品质量达到国际领先，市场占有率高

公司继续加大研发投入，开展了包括丁酸氯维地平原料及脂肪乳剂在内的多个品种的研发工作，抗癌植入剂临床试验工作仍在进行中。同时积极寻求国内外科研机构合作研发新药项目，为公司后续发展提供新动力。未来公司以药品招标工作为主线，积极调整经营思路，扩展销售渠道。

4.2 关注外延式扩张

公司 14 年收购普什制药未获证监会通过，主要由于普什制药刚通过 GMP 认证，之前一直处于亏损，积极关注普什制药业绩好转公司重启收购进程，同时关注未来公司激励机制完善带来的经营效率的提升。

5 风险提示

5.1 药品招标降价

5.2 外延扩张不及预期

附录：财务报表预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E					
流动资产	948	1,157	1,521	1,882	营业收入	1,699	1,954	2,305	2,767
现金	168	391	570	728	营业成本	1,249	1,442	1,718	2,072
应收账款	437	425	534	651	营业税金及附加	9	11	12	14
其他应收款	28	32	37	45	销售费用	229	254	288	335
预付账款	35	37	37	35	管理费用	146	174	201	241
存货	254	265	330	400	财务费用	30	26	32	30
其他流动资产	26	8	13	23	资产减值损失	1	3	(0)	(1)
非流动资产	1,290	1,116	917	753	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	17	14	10	投资净收益	11	11	11	11
固定资产	611	572	534	495	营业利润	46	55	67	87
无形资产	160	150	140	130	营业外收入	11	10	10	10
其他非流动资	518	378	230	118	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2,238	2,274	2,439	2,635	利润总额	56	64	76	96
流动负债	939	1,121	1,260	1,409	所得税	15	16	19	24
短期借款	265	582	581	579	净利润	41	48	57	72
应付账款	280	258	332	412	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	393	281	347	417	归属母公司净利润	41	48	57	72
非流动负债	152	142	140	137	EBITDA	144	130	148	165
长期借款	68	68	68	68	EPS（元）	0.13	0.15	0.18	0.23
其他非流动负	84	74	72	69					
负债合计	1,091	1,263	1,400	1,545	主要财务比率				
少数股东权益	34	35	35	35	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
股本	312	312	312	312	成长能力				
资本公积	491	390	390	390	营业收入	11.05%	15.00%	18.00%	20.00%
留存收益	245	274	302	353	营业利润	60.93%	19.53%	21.42%	30.60%
归属母公司股东权	1,112	976	1,004	1,055	归属于母公司净利润	49.89%	16.52%	18.40%	26.96%
负债和股东权益	2,238	2,274	2,439	2,635	获利能力				
					毛利率(%)	26.50%	26.20%	25.50%	25.10%
现金流量表					净利率(%)	2.41%	2.44%	2.45%	2.60%
单位:百万元					ROE(%)	3.58%	4.74%	5.46%	6.61%
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	ROIC(%)	6.47%	5.25%	4.81%	6.12%
经营活动现金流	11	192	205	168	偿债能力				
净利润	41	48	57	72	资产负债率(%)	48.74%	55.53%	57.39%	58.65%
折旧摊销	72	49	49	48	净负债比率(%)	24.96%	16.70%	-2.55%	-6.36%
财务费用	32	26	32	30	流动比率	1.01	1.03	1.21	1.34
投资损失	(11)	(11)	(11)	(11)	速动比率	0.74	0.80	0.95	1.05
营运资金变动	(126)	76	78	30	营运能力				
其他经营现金	3	4	(0)	(1)	总资产周转率	0.81	0.87	0.98	1.09
投资活动现金流	(165)	95	14	15	应收账款周转率	4.70	4.88	5.18	5.02
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	7.08	7.26	7.82	7.44
长期投资	25	(17)	3	4	每股指标（元）				
其他投资现金	(190)	112	11	11	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.15	0.18	0.23
筹资活动现金流	13	43	(39)	(25)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.62	0.66	0.54
短期借款	(1)	317	(1)	(2)	每股净资产(最新摊薄)	3.56	3.13	3.22	3.38
长期借款	(129)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	105.9	90.9	76.8	60.5
资本公积增加	(7)	(101)	0	0	P/B	3.9	4.4	4.3	4.1
其他筹资资金	151	(173)	(38)	(23)	EV/EBITDA	27.90	38.78	33.04	29.78
现金净增加额	(141)	330	179	158					

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。