

**佛慈制药 ( 002644 )**
**强烈推荐**
**行业：中药**

## 未来增长将提速，大健康产业值得期待

4月23日晚，公司公告了15年一季报，营业收入7551.65万元，同比上年减少26.83%；归母净利润624.56万元，同比增长15.62%；基本符合我们预期。

### 投资要点：

- ✧ **一季度是全年增速低点，未来业绩增速将提升。**一季度母公司实现收入7355万元，同比增长27.62%；合并口径营业收入下滑主要是由于子公司中药材贸易业务减少导致。随着传统OTC渠道的恢复、医院市场开始供货、阿胶继续放量，未来公司的业绩增速将提升。
- ✧ **大健康产业值得期待。**近期公司完成定增，募资2.5亿元用于大健康产业。公司拥有百年品牌，拥有许多可以向大健康产品转型的中成药配方，背靠甘肃省得天独厚的“道地”中药材资源，未来向大健康转型值得期待。当归近期有望列入新资源食品目录，而公司的浓缩当归丸正申请欧盟药品注册，有质量、品牌优势；未来公司有望结合当归原产地优势，推出当归类食品，借助强势渠道实现快速放量。
- ✧ **甘肃省申请国家中医药产业发展综合试验区，佛慈有望受益。**4月21日，甘肃省建设国家中医药产业发展综合试验区总体方案研讨论证会在北京举行。甘肃省若能获批国家中医药产业实验区，将有望获得有利产业政策支持。佛慈作为甘肃中药龙头企业，是最可能受益的公司。
- ✧ **维持强烈推荐。**不考虑后续的土地拆迁补偿，我们预计2015-2017年归属于母公司净利润分别为0.73亿元、1.04亿元、1.19亿元。扣除增发所得现金和未来拆迁补偿预期现金流入，公司仅50多亿市值，对应15、16年约68、50倍PE。鉴于公司新业务成长空间大、业绩有望保持高速增长，上调目标价至39.27元，对应16年77倍PE。
- ✧ **风险提示：**招标进展不顺利，阿胶推广不达预期

### 主要财务指标

| 单位：百万元    | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 399    | 553   | 667   | 778   |
| 收入同比(%)   | 37%    | 38%   | 21%   | 17%   |
| 归属母公司净利润  | 35     | 73    | 104   | 119   |
| 净利润同比(%)  | 13%    | 110%  | 42%   | 15%   |
| 毛利率(%)    | 22.1%  | 26.0% | 29.3% | 30.1% |
| ROE(%)    | 4.7%   | 5.8%  | 7.6%  | 8.1%  |
| 每股收益(元)   | 0.17   | 0.36  | 0.51  | 0.58  |
| P/E       | 188.63 | 89.65 | 62.98 | 54.80 |
| P/B       | 8.89   | 5.16  | 4.78  | 4.42  |
| EV/EBITDA | 170    | 89    | 64    | 53    |

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

**署名人：张镭**

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

### 参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价： 39.27**

当前股价： 32.00

评级调整： 维持

### 基本资料

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 204    |
| 流通股本(百万股) | 178    |
| 总市值(亿元)   | 65     |
| 流通市值(亿元)  | 57     |
| 成交量(百万股)  | 3.67   |
| 成交额(百万元)  | 113.76 |

### 股价表现



### 相关报告

《佛慈制药-14年是业绩低点，定增完成助力发展》 2015-04-10

《佛慈制药-发展潜力巨大的老品牌，未来高增长可期》 2015-03-13

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 会计年度           | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 569  | 1250  | 1172  | 1288  |
| 现金             | 276  | 700   | 627   | 656   |
| 应收账款           | 101  | 168   | 203   | 237   |
| 其它应收款          | 2    | 5     | 6     | 7     |
| 预付账款           | 12   | 97    | 11    | 13    |
| 存货             | 138  | 232   | 267   | 308   |
| 其他             | 40   | 48    | 58    | 67    |
| <b>非流动资产</b>   | 478  | 332   | 343   | 355   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 164  | 153   | 141   | 129   |
| 无形资产           | 148  | 168   | 191   | 216   |
| 其他             | 166  | 11    | 11    | 11    |
| <b>资产总计</b>    | 1047 | 1582  | 1515  | 1643  |
| <b>流动负债</b>    | 114  | 116   | 129   | 144   |
| 短期借款           | 26   | 20    | 20    | 20    |
| 应付账款           | 57   | 57    | 66    | 76    |
| 其他             | 31   | 38    | 43    | 48    |
| <b>非流动负债</b>   | 197  | 200   | 19    | 19    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 197  | 200   | 19    | 19    |
| <b>负债合计</b>    | 311  | 316   | 148   | 164   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 178  | 204   | 204   | 204   |
| 资本公积           | 203  | 634   | 634   | 634   |
| 留存收益           | 355  | 428   | 528   | 641   |
| 归属母公司股东权益      | 735  | 1266  | 1367  | 1480  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1047 | 1582  | 1515  | 1643  |

## 现金流量表

| 会计年度           | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 94   | -176  | -71   | 36    |
| 净利润            | 35   | 73    | 104   | 119   |
| 折旧摊销           | 15   | 15    | 15    | 15    |
| 财务费用           | -7   | -18   | -26   | -25   |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 42   | -254  | -168  | -76   |
| 其它             | 9    | 9     | 4     | 3     |
| <b>投资活动现金流</b> | 124  | 130   | -25   | -27   |
| 资本支出           | 48   | -153  | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 173  | -23   | -25   | -27   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -104 | 471   | 24    | 20    |
| 短期借款           | -98  | -6    | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 89   | 27    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -89  | 432   | 0     | 0     |
| 其他             | -6   | 18    | 24    | 20    |
| <b>现金净增加额</b>  | 114  | 425   | -73   | 29    |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 利润表

| 会计年度            | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 399  | 553   | 667   | 778   |
| 营业成本            | 311  | 409   | 472   | 544   |
| 营业税金及附加         | 4    | 4     | 5     | 6     |
| 营业费用            | 32   | 46    | 56    | 67    |
| 管理费用            | 32   | 40    | 50    | 59    |
| 财务费用            | -7   | -18   | -26   | -25   |
| 资产减值损失          | -1   | -2    | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 28   | 74    | 110   | 128   |
| 营业外收入           | 11   | 10    | 10    | 10    |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 39   | 84    | 120   | 137   |
| 所得税             | 5    | 11    | 16    | 18    |
| <b>净利润</b>      | 35   | 73    | 104   | 119   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 35   | 73    | 104   | 119   |
| EBITDA          | 37   | 71    | 99    | 117   |
| EPS (元)         | 0.19 | 0.36  | 0.51  | 0.58  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |       |       |
| 营业收入           | 36.9%  | 38.5% | 20.7% | 16.7% |
| 营业利润           | 8.4%   | 160.9 | 47.9% | 16.3% |
| 归属于母公司净利润      | 13.3%  | 110.4 | 42.3% | 14.9% |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率            | 22.1%  | 26.0% | 29.3% | 30.1% |
| 净利率            | 8.7%   | 13.2% | 15.6% | 15.3% |
| ROE            | 4.7%   | 5.8%  | 7.6%  | 8.1%  |
| ROIC           | 5.8%   | 8.2%  | 9.5%  | 10.5% |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 29.8%  | 20.0% | 9.8%  | 10.0% |
| 净负债比率          | 8.35%  | 6.33% | 13.49 | 12.21 |
| 流动比率           | 4.99   | 10.82 | 9.07  | 8.92  |
| 速动比率           | 3.78   | 8.81  | 7.00  | 6.78  |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.41   | 0.42  | 0.43  | 0.49  |
| 应收账款周转率        | 3      | 4     | 3     | 3     |
| 应付账款周转率        | 8.62   | 7.16  | 7.64  | 7.64  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.17   | 0.36  | 0.51  | 0.58  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.46   | -0.86 | -0.35 | 0.18  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.60   | 6.20  | 6.69  | 7.24  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |
| P/E            | 188.63 | 89.65 | 62.98 | 54.80 |
| P/B            | 8.89   | 5.16  | 4.78  | 4.42  |
| EV/EBITDA      | 170    | 89    | 64    | 53    |

## 相关报告

| 报告日期       | 报告标题                      |
|------------|---------------------------|
| 2015-04-10 | 《佛慈制药-14年是业绩低点，定增完成助力发展》  |
| 2015-03-13 | 《佛慈制药-发展潜力巨大的老品牌，未来高增长可期》 |

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中国中投证券研究总部医药行业研究员,上海交通大学生物技术、会计学双学士,经济学硕士,2年医药相关行业从业经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际  
大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦  
16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434