

畅享多项政策红利，公司步入发展快道

投资要点

- 推荐逻辑:** 受益于低价药提价，公司业绩迎来拐点；陇药发展上升为国家战略，肖助理、阿胶和当归等大健康产品将是公司重要增长极；国内配方颗粒政策即将放开，公司有望获得首批生产资质；公司将受益“丝绸之路经济带”甘肃段建设和兰州市国企改革。我们认为如果国内中药单方及复方配方颗粒放开，公司将进入超过40%高增长行业；随着当归药食同源的获批，大健康将是公司重要增长极；国企改革将激化公司活力。
- 享受低价药红利，2015业绩拐点明确。**公司受益低价药政策及最高零售价放开，占收入90%以上的低价药在2014年底提价、2015年初执行，平均涨幅约15%。由于公司产品具有品牌优势、OTC药房终端积极性的提高及终端患者对价格不敏感，保守估计2015年销量增长约15%、2015年其销售额增长超过30%。
- 陇药发展上升为国家战略，大健康产业为其重要增长极；国内中药配方颗粒政策即将开放，公司将挤入第一梯队。**甘肃先后被国家列为全国中医药综合改革试点示范省、中医药贸易服务先行先试重点区域，目前甘肃正在创建国家中医药产业发展综合实验区，年内有望获批。公司逐渐布局大健康产业：1) 2015年随着阿胶产能释放达60吨，支撑其销售达6000万；2) 随着当归纳入药食同源目录，将分享女性痛经巨大市场。配方颗粒市场增速超过40%，预计到2020年市场规模突破300亿元。中药配方颗粒放开后公司有望获得首批生产资格。
- 受益兰州市国企改革+“丝绸之路经济带”甘肃段建设。**公司为兰州市国资委旗下唯一上市公司，国企改革势在必行；甘肃卫计委将中医药贸易发展列为“丝绸之路经济带”建设重点。公司为甘肃中药企业龙头之一和国家“首批中医药服务贸易先行先试骨干企业”，受益“一带一路”建设。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司未来三年收入和净利润复合增速分别为35%和51%。虽然在当前价格水平下公司在2015年市盈率为187倍，明显高于行业水平。但我们认为公司有“小同仁堂”属性，品牌价值巨大；分享配方颗粒及大健康领域快速增长；受益于“一带一路”建设和国企改革；近10亿土地拆迁补偿有利于公司外延式扩张，理应享受高估值溢价。我们认为中药主业+中药配方颗粒+大健康业务可贡献160亿市值，如从中长期看公司市值空间则有望突破200亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**低价药提价销量或低于预期、配方颗粒放开或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	399.07	577.37	768.15	988.41
增长率	36.89%	44.68%	33.04%	28.68%
归属母公司净利润(百万元)	34.65	63.93	90.47	120.00
增长率	13.26%	84.49%	41.51%	32.65%
每股收益EPS(元)	0.17	0.31	0.44	0.59
净资产收益率ROE	4.71%	5.10%	6.75%	8.27%
PE	344	187	132	99
PB	16.24	9.52	8.91	8.22

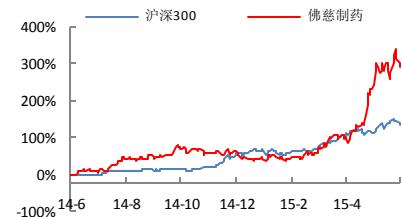
数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-50755297
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：何治力
电话：023-67898264
邮箱：hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.04
流通A股(亿股)	1.78
52周内股价区间(元)	13.98-65.5
总市值(亿元)	119.37
总资产(亿元)	14.92
每股净资产(元)	5.87

相关研究

1. 佛慈制药(002644): 享多项政策红利，国企改革及外延预期强烈 (2015-05-11)

投资要件

关键假设

假设一：预计 2015-2017 年 OTC 药品增速为 30%、35%、35%；

假设二：预计 2015-2017 年处方药增速为 250%、40%、25%；

假设三：预计 2015-2017 年中药材贸易收入增速为 15%、15%、15%。

区别于市场观点

1、市场认为公司产品多为 OTC 类产品，竞争力有限。但我们认为：公司拥有 462 个药品生产批号，其中拥有 10 个独家品种、4 个优质优价产品（即六味地黄丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸）、2 个国家二级中药保护品种（即定眩丸、参茸固本还少丸）。其产品竞争力强，随着低价药的实施及药品最高零售价的放开，其产品盈利能力将大幅提高；

2、市场认为大健康产品难以推广、放量相对较慢。但我们认为：公司拥有陇药优势明显、再加上公司品牌价值推广还是相对比较容易。另外在“互联网+”大潮下，若公司打破陈规充分利用“互联网+”思维，大健康产品未来想象空间巨大；

3、市场认为即使中药配方颗粒放开，可能与公司关系不大。但我们认为：1) 在单方配方颗粒方面：公司地处陇药源地，种植万亩中药材，同时拥有中药配方颗粒的 400 味中药技术，一旦政策放开公司很可能第一家拿到生产资质。2) 在复方配方颗粒方面：公司产品批文众多，储备多达 100 种古方，从日本和台湾经验看，中药配方颗粒的复方剂型放开也将是必然趋势，一旦行业政策开放或公司取得试点资格，公司将极大受益。

股价上涨的催化因素

土地拆迁补偿兑现；中药配方颗粒政策放开；阿胶和当归系列大健康产品上市；兰州市国企改革和一带一路建设。

估值和目标价格

预测 2015-2017 年 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元、0.59 元，对应摊薄后的 PE 分别为 187 倍、132 倍、99 倍。虽然在当前价格水平下公司在 2015 年市盈率为 187 倍，明显高于行业水平。但我们认为公司有“小同仁堂”属性，品牌价值巨大；分享中药配方颗粒及大健康领域快速增长；受益于国企改革且市值小。中药主业+中药配方颗粒+大健康业务可贡献 160 亿市值，考虑到大健康和配方颗粒领域广阔的市场空间，如从中长期看公司则完全具备能够长大的基因，市值空间有望突破 200 亿元。维持“买入”评级。

投资风险

低价药提价后市场推广低于预期、配方颗粒放开及当归纳入药食同源进度低于预期。

目 录

1. 地处西北的“中华老字号”企业	1
1.1 产品丰富，独家或优质优价产品众多	1
1.2 2014 年主营业务收入快速增长	2
2. 享低价药政策红利，2015 业绩拐点明确	3
2.1 公司品牌和产品批文优势突出，发展潜力巨大	3
2.2 享受低价药红利，2015 业绩拐点明确	5
3. 陇药发展上升为国家战略，大健康产业添业绩弹性	8
3.1 甘肃中药材资源丰富，陇药发展上升为国家战略	8
3.2 肖助理——国内首款“促进消化”本草植物功能饮品	8
3.3 阿胶系列——产能提升+渠道合作，2015 年上量明确	9
3.4 当归保健食品——女性的人参，即将纳入药食同源目录	10
4. 一旦配方颗粒政策放开，公司将明显受益	11
4.1 中药配方颗粒是医药产业最具活力的细分市场之一	12
4.2 行业政策放开在即，复方颗粒是未来趋势	12
4.3 公司是政策放开直接受益者，复方颗粒想象空间巨大	15
5. 公司有望受益兰州市国企改革和“丝绸之路经济带”甘肃段建设	16
5.1 兰州国资委旗下唯一上市公司，有望受益兰州市国企改革	16
5.2 公司有望受益“丝绸之路经济带”甘肃段建设	16
6. 关键假设与盈利预测	17
7. 估值分析	20
7.1 绝对估值	20
7.2 相对估值	20
8. 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2007-2014 年营业收入及其增速.....	3
图 3: 公司 2007-2014 年净利润及其增速.....	3
图 4: 2014 年公司营业收入构成.....	3
图 5: 2014 年公司毛利润构成.....	3
图 6: 2014 年公司制剂产品收入结构.....	5
图 7: 2014 年公司制剂收入区域分布情况.....	5
图 8: 公司前 17 个品种中低价药数量占比情况.....	6
图 9: 公司前 17 个品种中低价药收入占比情况.....	6
图 10: 肖助理——助消化饮品.....	9
图 11: 肖助理市场调研反馈情况.....	9
图 12: 公司定增募投项目情况.....	10
图 13: 公司阿胶产能预测.....	10
图 14: 公司药源 GAP 种植养殖基地建设项目情况.....	11
图 15: 全国女性痛经情况.....	11
图 16: 国内中药配方颗粒市场规模及增速.....	12
图 17: 2013 年国内中药配方颗粒市场格局.....	12
图 18: 2012 年 9 月 CFDA 通报“中药饮片染色案”.....	13
图 19: 中药配方颗粒可多个环节控制质量.....	13
图 20: 日本汉方药与中国台湾科学浓缩中药.....	14
图 21: 兰州化物所获批成立甘肃省中药提取分离行业技术中心.....	15
图 22: 各企业中药配方颗粒生产能力情况.....	15
图 23: “丝绸之路经济带”和海上丝绸之路示意图.....	17

表 目 录

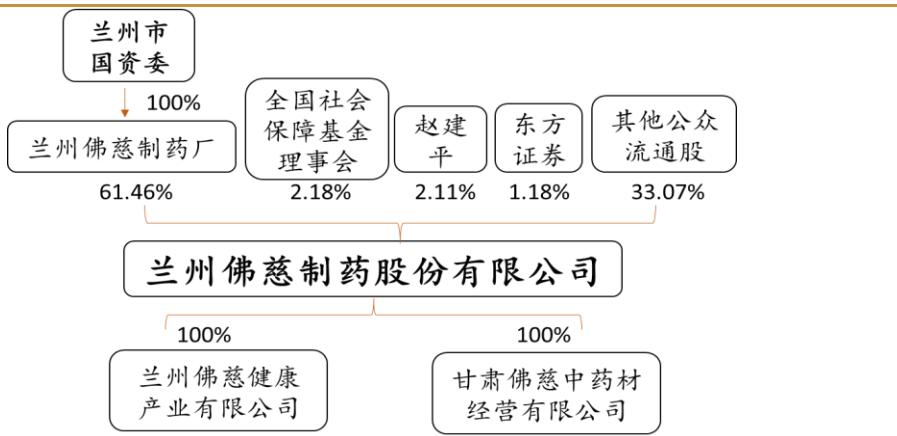
表 1: 公司主要制剂产品情况.....	2
表 2: 公司独家及类独家品种情况.....	4
表 3: 公司低价药日均费用情况及理论上可提价空间.....	6
表 4: 低价药政策执行前后佛慈六味地黄丸和逍遥丸中标价情况.....	7
表 5: 国家历年关于甘肃中医药产业发展政策.....	8
表 6: 中药饮片与中药配方颗粒对比.....	11
表 7: 历年中药配方颗粒相关政策.....	13
表 8: 公司收入结构拆分 (单位: 百万元)	18
表 9: 公司期间费用情况.....	19
表 10: 盈利预测比较 (截至 2015 年 6 月 15 日)	20
附表: 财务预测与估值	22

1. 地处西北的“中华老字号”企业

兰州佛慈制药股份有限公司是一家具有近百年制药历史的国有控股上市公司和“中华老字号”企业（股票代码 002644）。公司 1929 年创建于上海，1956 年西迁兰州，2011 年上市。目前，公司已发展成为集中药材种植与加工、天然药物与保健品研发、中药现代剂型及保健食品生产销售为一体的西北地区中医药行业骨干企业。

公司最大股东为兰州佛慈制药厂，持股比例为 61.5%，实际控制人为兰州市国资委。公司旗下拥有两家全资控股的子公司，分别为从事中药材种植和贸易的佛慈中药材经营有限公司，以及从事保健食品饮料和药妆等大健康产品经营的健康产业有限公司。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告、西南证券

1.1 产品丰富，独家或优质优价产品众多

公司产品主要分为中药制剂、中药材和中药大健康产品三方面，覆盖中医药全产业链。

中药制剂方面：公司拥有 462 个药品生产批号，10 个独家品种。目前常年生产 152 种产品，主要面向 OTC 市场，产品剂型以浓缩丸为主。主要产品为六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、补中益气丸、归脾丸、天王补心丸、明目地黄丸、耳聋左慈丸、保和丸、藿香正气丸、安神补心丸、当归丸、健脾丸和阿胶等系列成药。其中优质优价产品有六味地黄丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸等 4 种，拥有定眩丸、参茸固本还少丸 2 个国家二级中药保护品种。

中药材方面：分为中药材贸易和 GAP 种植两方面。一是，公司 2013 年投资设立了中药材经营全资子公司，主要经营中药材的收购、储藏和批发。二是，公司依托甘肃省中药资源优势，正在建设陇药大宗药材的规范化与规模化基地，涉及当归和丹参等种植。

大健康产品方面：佛慈“肖助理”（甘麦饮）是公司涉足大健康产业推出的第一款产品，为本草饮品，采用经典古方，定位助消化类功能饮品。除肖助理外，未来公司还将推出阿胶枣、软糖等衍生品和以当归为代表的其他保健食品。

表 1：公司主要制剂产品情况

产品名	适应症	基药类型	医保类型	OTC	低价药	品种 厂家数量	剂型厂家 数量	备注
六味地黄丸	肾虚,遗精,骨蒸,耳鸣,潮热	是	是	是	是	495	381	优质优价
逍遥丸	月经失调,月经不调	是	是	是	是	221	189	
桂附地黄丸	肾虚,痰饮	是	是	是	否	133	125	优质优价
知柏地黄丸	肾虚,性功能障碍,遗精,阴虚火旺,耳鸣,潮热	是	是	是	是	198	9	
参茸固本还少丸	性功能障碍,不孕症,眩晕,遗精,五更泄,早泄,虚喘,耳鸣,宫寒,耳聋,阳痿,性欲减退	否	否	否	否	1	1	二级中药保护
香砂养胃丸	功能性消化不良	是	是	是	是	236	212	优质优价
杞菊地黄丸	肾虚,眩晕,耳鸣	是	是	是	是	381	252	优质优价
补中益气丸	功能性消化不良,腹胀	是	是	是	是	280	259	
归脾丸	眩晕,失眠,便血,崩漏,心脾两虚	宁夏增补	是	是	是	221	208	
天王补心丸	失眠,神经衰弱	是	是	否	是	204	200	
明目地黄丸	青光眼,肾虚,肾阴虚	是	是	是	是	149	148	
耳聋左慈丸	耳聋,耳鸣,肾阴虚	是	是	是	是	22	22	
保和丸	功能性消化不良,腹胀	是	是	否	是	176	160	
藿香正气丸	腹泻,中暑,头痛,腹胀	是	是	是	是	397	167	
安神补心丸	神经衰弱,失眠,耳鸣	甘肃增补	是	是	否	70	58	
当归丸	月经失调,月经不调,腹痛	甘肃增补	三省市增 补	是	否	77	25	
健脾丸	功能性消化不良,痞满,腹胀	六省市增 补	是	是	否	165	117	
阿胶	贫血,眩晕,失眠,咳嗽	否	否	是	否	56	46	

数据来源：CFDA、医药魔方、西南证券

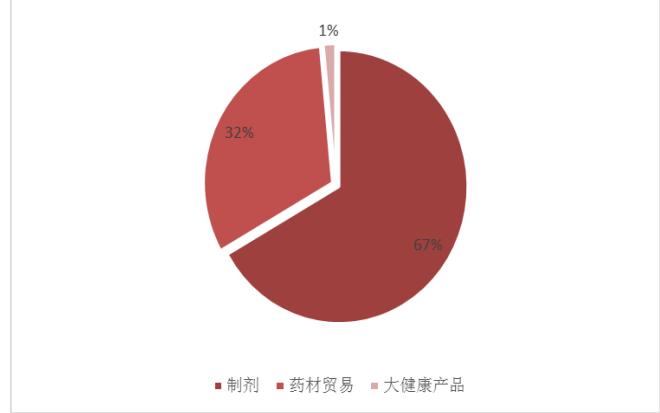
1.2 2014 年主营业务收入快速增长

公司在经历 2011-2013 年的业绩低谷后，公司营收和净利润从 2014 年开始逐步回升，进入发展快车道。2014 年公司营收同比增长 37%，净利润同比增长 13%。收入增速远超净利润和 OTC 行业增速的原因主要系公司低毛利中药材贸易收入较大。

图 2: 公司 2007-2014 年营业收入及其增速


数据来源: 年报、西南证券

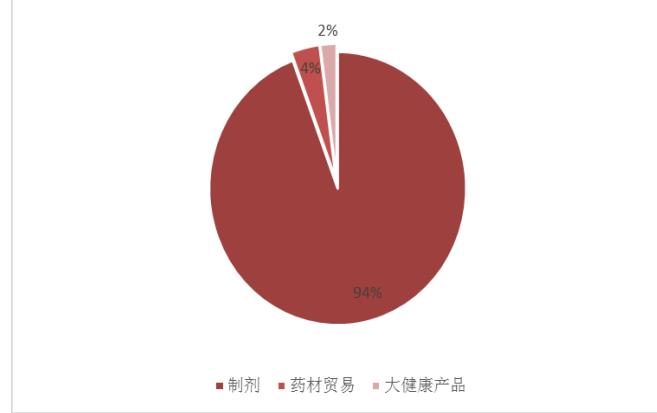
公司业绩主要来源于制剂业务，其中具备单独定价资格的六味地黄丸是公司唯一销售收入过亿品种，其他产品均在 2000 万以下。我们估计公司 2014 年药材贸易贡献 30% 的营业收入，但毛利润贡献不到 5%，大健康产品收入和毛利不超过 20%。

图 4: 2014 年公司营业收入构成


数据来源: 公司调研、西南证券

图 3: 公司 2007-2014 年净利润及其增速


数据来源: 年报、西南证券

图 5: 2014 年公司毛利润构成


数据来源: 公司调研、西南证券

2. 享低价药政策红利，2015 业绩拐点明确

2.1 公司品牌和产品批文优势突出，发展潜力巨大

(1) 佛慈历史悠久，行业地位突出，品牌优势明显

公司业务和品牌承继于 1929 年始建的上海佛慈大药厂股份有限公司。上海佛慈是我国中药史上第一家中药制药工业企业，率先提出了“中药西制”的思想，开中药工业化、现代化生产的先河；首创利用不同溶媒提取药材有效成份的浓缩丸工艺和浓缩丸新剂型，奠定了佛慈品牌在我国中成药工业化生产发展史上的重要地位。佛慈先后被商务部认定为中华老字号，被国家工商管理总局认定为中国驰名商标。公司依托过硬的品质，在国内外树立了良好的口碑，佛慈品牌优势突出。

(2) 佛慈产品批文丰富，潜力品种众多

公司产品批文丰富，多达 462 个，其中医保品种有近 200 个，基药品种有近 69 个，低价药品种有 58 个。独家品种 10 个，优质优价品种 4 个，国家二级中药保护品种 2 个。从批文格局上看，公司独家品种或剂型有 11 种，剂型批文在 3 家以内的品种多达 31 种。

从品种上看：目前公司制剂收入主要来源于六味地黄丸等 17 个品种。除参茸固本还少丸外，这 17 个品种均不属于这 31 个品种之列。从批文格局、医保和优质优价情况上看，除以参茸固本还少丸为代表的 11 个独家品种外，公司还有定眩丸、大活络丸、地榆槐角丸和五加片等潜力品种。

(3) 市场潜力未充分挖掘，营销改革空间巨大

从区域上看：公司收入主要来源于以甘肃为中心的西北地区和以上海为主的华东地区，公司在西南、华南和华北地区的市场潜力尚未充分挖掘。

从市场上看：公司业务收入主要来源于 OTC 市场，公司拥有 279 个处方药批文，其中独家品种有 10 种，医院市场潜力尚待挖掘。

公司 2015 年 4 月 8 日完成定增，计划投入 1 亿元到营销网络及信息化建设项目。我们认为：公司有望从 2015 年开始加快营销改革步伐，挖掘市场潜力。

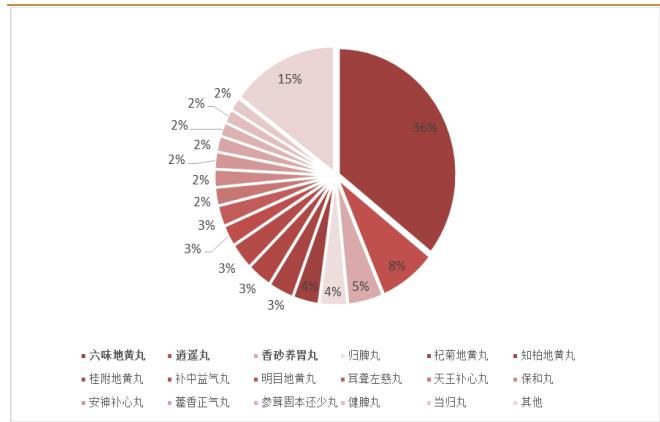
表 2：公司独家及类独家品种情况

产品名	适应症	基药类型	医保类型	OTC	低价药	品种厂家数量	剂型厂家数量
花百胶囊	细菌性阴道炎,滴虫性阴道炎,阴道炎, 细菌性阴道病,霉菌性阴道炎	否	否	否	否	1	1
竹叶椒片	阑尾炎,腹痛	否	否	否	否	1	1
复方黄芪健脾口服液	小儿厌食症,营养不良	否	否	是	否	1	1
定眩丸	失眠,眩晕,耳鸣,耳聋,潮热	否	否	否	否	1	1
二益丸	月经失调,腹痛	否	否	否	否	1	1
参茸固本还少丸	性功能障碍,不孕症,眩晕,遗精,五更泄,早泄,虚喘, 耳鸣,宫寒,耳聋,阳痿,性欲减退	否	否	否	否	1	1
舒肝消积丸	慢性乙型肝炎,胁痛,瘀证,腹胀	否	否	否	否	1	1
复方陇马陆胃药片	十二指肠溃疡,胃炎,慢性胃炎	否	否	否	否	1	1
陇马陆胃药片	胃溃疡,十二指肠溃疡,胃炎,消化不良	否	否	否	否	2	1
陇马陆胃药胶囊	胃溃疡,十二指肠溃疡,胃炎,消化不良	否	否	否	否	2	1
大活络丸(浓缩丸)	风湿性疾病,缺血性脑卒中,中风,湿痹,瘫痪	16 省市增补	是	否	是	105	1
舒肝康胶囊	胆囊炎,肝炎	否	否	是	否	2	2
复方杜鹃片	慢性支气管炎	否	否	否	否	2	2
复方贯众阿司匹林片	呼吸道感染,上呼吸道感染,伤风,感冒,流行性感冒	否	否	否	否	2	2
地榆槐角丸	内痔,便秘,痔疮	是	是	是	是	2	2
宽胸舒气化滞丸	便秘,功能性消化不良,积聚,呃逆,积滞,肝胃不和	否	否	否	否	2	2
调胃丹	胃炎	否	否	是	否	2	2
益虚宁片	贫血,失眠,神经衰弱,耳鸣	否	否	是	否	3	3

产品名	适应症	基药类型	医保类型	OTC	低价药	品种厂家数量	剂型厂家数量
金佛酒	神经性厌食症,失眠	否	否	是	否	3	3
五加片	阳虚,肾阳虚,失眠	3省市增补	是	是	否	3	3
小儿化滞散	小儿消化不良,便秘,腹痛,腹胀	否	否	是	否	3	3
益气安神片	神经衰弱,失眠	否	否	是	否	3	3
调经补血丸	月经失调,月经不调,腹痛	否	否	是	否	3	3
济生橘核丸	附睾炎,疝气	否	否	否	否	3	3
参三七伤药(散)	运动创伤	否	否	否	否	4	2
苁黄补肾丸	肾虚	否	否	是	否	4	3
血脂灵片	高脂血症	否	浙江增补	否	否	5	3
通脉降脂丸	高脂血症,高血脂	否	否	否	否	7	2
阑尾消炎丸	阑尾炎,慢性阑尾炎	否	否	否	否	7	2
消痔丸	直肠脱垂,便秘,内痔,肠风,积滞	否	是	否	否	7	3
宁嗽丸	咳嗽气喘,痰黄而多,胸闷、口干、舌燥、乏力等症	否	否	否	否	22	2

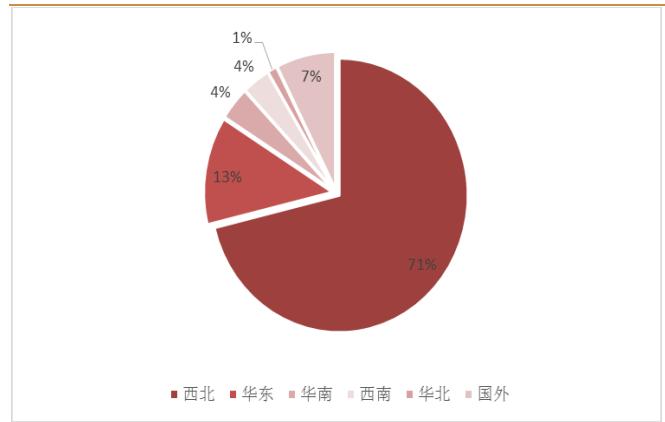
数据来源：CFDA、医药魔方、西南证券

图 6：2014 年公司制剂产品收入结构



数据来源：招股说明书、西南证券

图 7：2014 年公司制剂收入区域分布情况

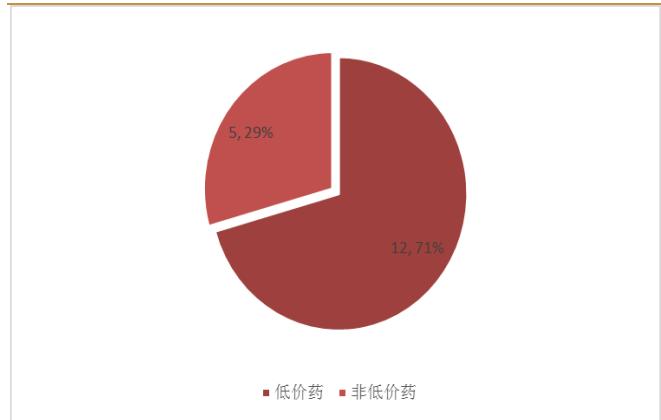


数据来源：年报、西南证券

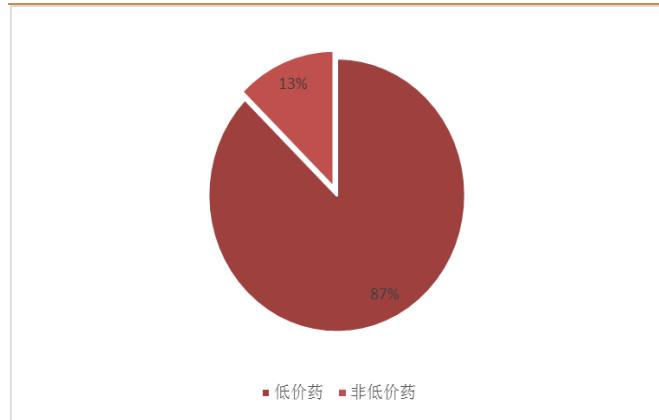
2.2 享受低价药红利，2015 业绩拐点明确

(1) 58个品种入选《低价药目录》，畅享低价药政策红利

2014年5月8日国家发展和改革委员会发布《低价药品目录》，取消最高零售价，生产企业可在西药费用日均不超过3元、中成药日均费用不超过5元的前提下自主定价。根据目录，公司有58个品种入选。公司收入的前17个品种中，从数量上看，有12个属于低价药。从收入金额贡献上看，低价药收入贡献占比近90%。除地榆槐角丸外，公司其他所有低价药的日均费用在2元以下，与中成药日均费用5元上限相比，公司产品平均有3倍的提价空间。我们认为：公司产品将明显受益国家低价药品政策红利。

图 8: 公司前 17 个品种中低价药数量占比情况


数据来源：招股说明书、低价药目录、西南证券

图 9: 公司前 17 个品种中低价药收入占比情况


数据来源：招股说明书、低价药目录、西南证券

表 3: 公司低价药日均费用情况及理论上可提价空间

药品	最高零售价	日均费用	理论上可提价空间
六味地黄丸	13.8	1.66	202%
地榆槐角丸	12	2.4	108%
逍遥丸	8.2	0.98	408%
桂附地黄丸	11	1.32	279%
知柏地黄丸	16	1.6	213%
香砂养胃丸	7	0.84	495%
杞菊地黄丸	13.5	1.62	209%
补中益气丸	8	0.96	421%
归脾丸	15	1.80	178%
天王补心丸	10	1.20	317%
明目地黄丸	12	1.44	247%
耳聋左慈丸	13	1.56	221%
保和丸	5	0.60	733%
藿香正气丸	7	0.84	495%
安神补心丸	9	1.35	270%
当归丸	7.2	1.08	363%
平均			322%

数据来源：wind、西南证券

(2) 响应国家政策，公司主要产品提价已近完成

由于原市场销售价格较与按产品的日均费用标准计算的销售价格差异较大，根据低价药政策精神，2014年公司公告了拟对以上产品进行提价。估计2014年底针对公司15个基药提价，平均涨幅约15%，新的价格政策从2015年开始执行。从最近的甘肃、内蒙古和宁夏的招标情况看，公司核心产品六味地黄丸和逍遥丸等的提价政策已经得到反映。

表 4：低价药政策执行前后佛慈六味地黄丸和逍遥丸中标价情况

低价药政策执行后中标情况及均价	佛慈六味地黄丸				佛慈逍遥丸	
	省份	甘肃	内蒙古	宁夏	甘肃	内蒙古
	时间	2014/12/30	2014/12/16	2014/11/7	2014/12/30	2014/12/16
	200粒中标价	11.23	11.70	15.44	10.06	10.50
均价: 12.79				均价: 10.28		
低价药政策执行前中标情况及均价	省份	广东	海南	陕西	广东	上海
	时间	2014/5/5	2013/12/17	2012/6/29	2014/5/5	2011/1/26
	200粒中标价	9.10	9.49	9.50	7.50	7.20
	省份	河北	上海	北京	河北	四川
	时间	2011/1/30	2011/1/26	2010/10/1	2011/1/18	2010/1/29
	200粒中标价	9.20	13.80	11.52	5.22	6.52
	省份	上海	浙江	福建	福建	新疆
	时间	2010/7/30	2010/1/1	2009/12/25	2009/12/25	2009/5/31
	200粒中标价	12.00	10.20	6.56	7.00	4.39
	省份	新疆	河南		上海	广东
	时间	2009/5/31	2009/8/11		2007/1/1	2009/1/1
	200粒中标价	9.71	10.00		6.26	6.50
均价: 10.10				均价: 6.32		

数据来源: 药智网、西南证券

(3) “品牌+高毛利”有助于公司市场拓展和盈利能力提升，2015 业绩拐点明确

公司低价药以 OTC 产品为主，渠道以大量的连锁和单体药店为主。药店为提高利润率，一直在进行产品替换。渠道非常青睐有品牌和利润率空间较大的品种。公司拥有近百年历史的“佛慈”金字招牌，以及产品提价后更大的利润空间。

我们认为：随着国家低价药政策的实施及国家发改委对药品价格管制放开的加快，公司将面临非常有利的经营环境；对于公司以 OTC 类低价药产品，其低价药提价有利于调动终端积极性、OTC 患者对药品价格不敏感；对于处方药的低价药产品，低价药招标进度加快及招标不竞价，有利于其医院终端放量。低价药提价有利于公司拓展产品市场和更好地提升盈利空间，2015 年公司扣非后净利润增速拐点明确。

3. 陇药发展上升为国家战略，大健康产业添业绩弹性

3.1 甘肃中药材资源丰富，陇药发展上升为国家战略

(1) 甘肃中药材资源丰富

甘肃是全国四大中药材主产区之一，中药材资源丰富，陇南素有“天然药库”之称。甘肃几乎每个县区都有中药材种植。全省现有药材品种 2650 多种(包括野生)，常年人工栽培的品种 350 余种，大宗道地药材 30 多种。当归、党参、黄(红)芪、大黄、板蓝根分别占全国同类品种产量的 90%、60%、50%、50%、65%。2013 年全省中药材种植面积超过 360 万亩，产量达到 85 万吨左右。目前，规模化、产业化种植中药材的县区已经超过 20 个。

(2) 陇药发展即将上升为国家战略

甘肃省委、省政府高度重视中医药产业的发展，把陇药作为战略新兴产业进行培育。甘肃先后被国家列为全国中医药综合改革试点示范省、中医药贸易服务先行先试重点区域，目前甘肃正在创建国家中医药产业发展综合实验区，年内有望获批，成为中医药发展国家战略省份。

表 5：国家历年关于甘肃中医药产业发展政策

时间	相关政策或进展
2011 年 7 月	国家中医药管理局确定甘肃为全国首个中医药综合改革试点示范省
2014 年 3 月	甘肃人大代表团提交《关于将甘肃列为国家中医药产业发展综合试验区的建议》议案，建议国家尽快研究将甘肃省列为国家中医药产业发展综合试验区。建议国家成立协调机构，帮助指导甘肃开展国家中医药产业发展综合实验区建设工作。
2014 年 6 月	国家中医药管理局、商务部确定了甘肃省等 8 个省（市）为中医药服务贸易先行先试重点区域。
2015 年 1 月	国家有关部委通过调研认为甘肃发展陇药产业条件成熟，支持甘肃创建国家中医药产业发展综合实验区。省政府决定启动甘肃创建国家中医药产业综合实验区规划编制工作，并委托中国中医药科学院开展规划编制，预计近期获批。
2015 年 2 月	《甘肃省中医药产业发展先行先试实施方案》出台

数据来源：公开信息、西南证券

3.2 肖助理——国内首款“促进消化”本草植物功能饮品

(1) 促消化饮品市场空间巨大

肖助理（甘麦大枣茶）是公司进军大健康领域的第一款产品，于 2013 年底上市。饮料配方取自医圣张仲景在《金匱要略》中的经典名方，定位“促进消化”的本草植物功能饮料。现代人压力大，大部分处于亚健康状态，消化不良人群占比 15%-20%，约 2-2.5 亿人群。我们认为：肖助理市场空间超百亿(若按 5 元一瓶，平均每人月消费 1 瓶算，市场空间为 120-150 亿元)。

(2) 肖助理已被市场认可，为促进消化即饮型饮料独家产品

公司在产品上市销售一个月后，委托权威机构调查显示：超过 70% 消费者对肖助理的口感表示很满意，超过 67.2% 的消费者对肖助理价格持认可态度。初步显示肖助理已被市场认可。目前饮料领域中的保健食品的功效一般都只是缓解体力疲劳，强调提神。

与此前的功能饮料不同的是，肖助理是饮料又是调和身体阴阳机能的纯中药。公司在不改变甘麦大枣汤功效基础上，通过添加有益食材，在改善饮品口感的同时，强化了饮品“促进消化”的功效，开瓶即饮，抢占“促进消化”即饮型饮料市场空白，奠定市场唯一性的有利地位。

(3) 面向全国招商，启动省外扩张步伐

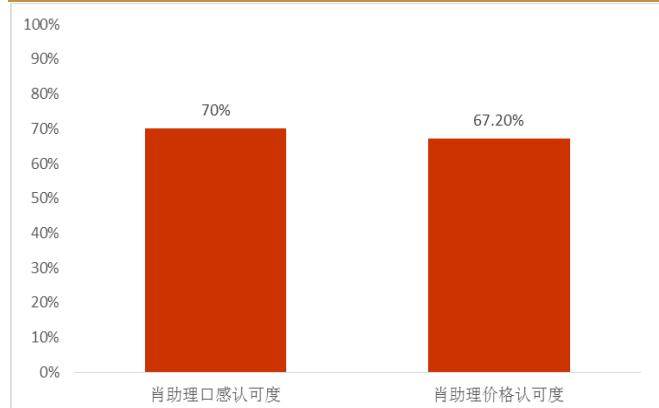
肖助理主要通过商超渠道销售，目前在甘肃做样板市场，14年销售收入约600万（不考虑折扣，即相当于已销售了120万瓶）。公司目前正面向全国招商，将逐步扩大销售市场。

图 10：肖助理——助消化饮品



数据来源：公开信息、西南证券

图 11：肖助理市场调研反馈情况



数据来源：公开信息、西南证券

3.3 阿胶系列——产能提升+渠道合作，2015 年上量明确

(1) 定增项目上马，阿胶产能提升

公司最近完成定增，募集资金5亿资金，其中2.5亿投向于甘麦健康型饮料和阿胶系列健康食品的大健康产业。公司将上马1万头GAP驴养殖基地，阿胶产能将大幅提升。目前公司阿胶产能约20吨，我们预计2015年产能达到60吨。

(2) 与强势渠道商合作，2015 年上量趋势明确

公司阿胶已上市两年，渠道积压基本清理完毕。公司目前正与国内强势渠道商进行合作，已与陕西怡康、甘肃惠仁堂等签订了年度供销合同。我们认为阿胶2015年上量趋势明确。

(3) 未来阿胶衍生品上市

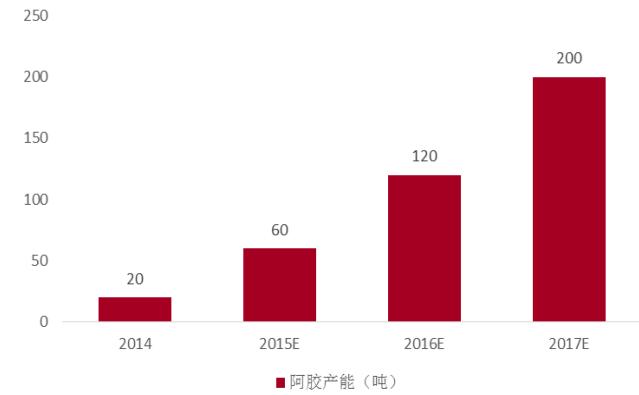
阿胶作为公司主要培育产品，预计今后将会在阿胶百合粉、阿胶糕等阿胶系列衍生品开发等方面开展相关工作。

我们认为：公司阿胶产品具有明显竞争优势，估计2014年销售额约2000万，2016年其销售额很可能突破6000万。公司做阿胶产品具有以下优势：1) 品牌优势：公司品牌曾与北京同仁堂、太极等齐名；2) 原料优势：公司驴皮资源丰富，甘肃为国内驴皮主要集中营；3) 渠道优势：公司产品以OTC类为主，公司与连锁药店已经建立起紧密合作关系，有利于阿胶产品的快速放量。

图 12: 公司定增募投项目情况

项目名称	总投资额 (万元)	募集资金 (万元)
佛慈大健康产业项目(甘麦健康型饮料和阿胶系列健康食品)	25,266	25,000
药源GAP种植养殖基地建设项目	8,000	8,000
营销网络及信息化建设项目	10,000	10,000
甘肃省现代中药制剂工程技术研究中心项目	7,200	7,200
合计	50,466	50,200

数据来源: 公司公告、西南证券

图 13: 公司阿胶产能预测


数据来源: 公司公告、西南证券

3.4 当归保健食品——女性的人参，即将纳入药食同源目录

(1) 当归为陇药之首，备受政府重视

当归为甘肃五大药为首，产量占全国份额达 90%。政府围绕该产业链每年投入 1000 万，连续 10 年。目前公司正建设 1 万亩当归基地，年产能 1400 吨。

(2) 当归为女性的人参，即将纳入药食同源目录

当归即可入药也可煲汤食用，主要用于治疗妇女月经不调，痛经和血虚闭经等妇女的常见病，有“女性的人参”之称。据西柚经期助手报告显示，国内有 37% 的女性存在痛经现象，其中，严重痛经者(非常痛和剧痛)占比 7%。即国内痛经女性近 2 亿人，若 10% 的人食用，每月消费 50 元，市场空间也将超过百亿 (2 亿 X10% X12 月 X50 元=120 亿元)。

由于当归未纳入国家药食同源目录，目前尚未有以当归为主要原料的保健食品上市。2014 年 10 月 28 日卫计委发出《按照传统既是食品又是中药材物质目录管理办法》(征求意见稿)意见的函，计划将当归和人参等 15 种中药材纳入药食同源目录管理。

我们认为: 当归 90% 产于甘肃，当归治疗女性痛经效果显著，以至于有女性的人参之称。
一旦当归纳入药食同源目录，公司可依托其当归资源优势和百年老字号品牌优势开发针对女性痛经用的当归系列保健食品，未来想象空间巨大。

图 14: 公司药源 GAP 种植养殖基地建设项目情况

地县	种植 (养殖) 地点	品种及规模	
		乡镇	
定西市漳县	金钟镇、大草滩乡		一万亩当归 1400吨/年
甘南州临潭县	洮滨乡		
定西市渭源县	新寨乡、北寨乡、会川镇		一万亩党参 2000吨/年
定西市岷县	清水乡		一万头驴驴皮及副产品
白银市靖远县	东湾镇		1,104.3吨/年

数据来源：公司公告、西南证券

图 15: 全国女性痛经情况


数据来源：西柚经期助手、西南证券

4. 一旦配方颗粒政策放开，公司将明显受益

中药配方颗粒是采用现代化科学技术，仿照传统中药汤剂煎煮的方法，将中药饮片经浸提、浓缩、干燥等工艺精致而成的中药配方颗粒系列。中药配方颗粒保持了中药饮片的性味与功效，质量稳定可靠，同时有适合中医临床辨证施治、处方加减的需要。

我们认为：中药配方颗粒不仅能替代中药饮片，同时也对配方固定的中成药也能部分替代。

表 6: 中药饮片与中药配方颗粒对比

	项目	传统饮片汤药	中药配方颗粒
质量控制	基源	不固定	固定
	原料	参差不齐	有标准，严格质量控制
	炮制	无检测	有检测
	煎煮	无工艺和质量标准	有工艺和质量标准
	含量	无定量检测	有定量检测
	质量	无国家认定质量保障体制	GMP 企业制造，有信誉保障
工艺技术	形式	个体加工制作	产业化生产
	煎法	一煎二倒，先煎后下	符合药效的最佳保留
临床应用	疗效	相当	
	剂量	含糊	精确
	急症	不能满足	即冲即服，适合急症抢救
	调配	尘土飞扬	清洁卫生
	保存	鼠咬虫蛀、霉变、占地多	省地方、无虫蛀霉烂
	质控	病人	专业工程师
	服用	体积大，用法单一	体积小，可多种形式给药（胶囊等）
	携带	不便	方便

数据来源：江阴天江药业网站、西南证券

4.1 中药配方颗粒是医药产业最具活力的细分市场之一

(1) 行业增长迅速，未来空间巨大

中药配方颗粒作为中药饮片的替代品，优势突出，利润空间较大，医院推广积极性大，行业正处于高速增长时期。2013年配方颗粒市场规模达50亿元，2006-2013年复合增速高达55%，而同期中药行业复合增速不到30%。配方颗粒是医药产业最具活力的细分市场之一，目前的行业规模与1500亿元的中药饮片和6000亿的中成药市场相比，未来还有很大的发展空间。

我们认为：中药配方颗粒未来三年仍将保持40%以上增速，预计到2020年市场整体规模有望突破300亿元。

(2) 行业政策壁垒较高，试点企业垄断国内市场

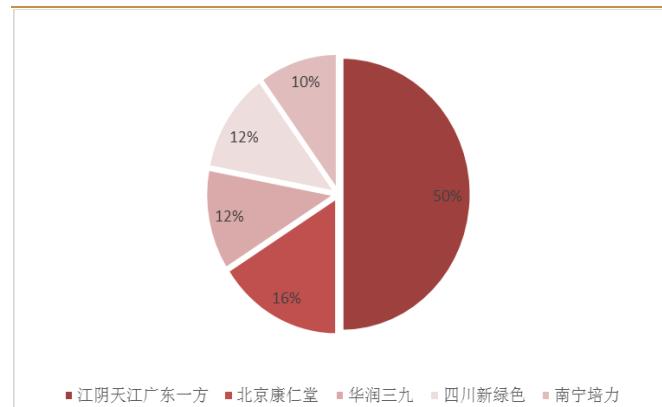
根据药监局2001年的《中药配方颗粒管理暂行规定》，中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴，实行批准文号管理。在未启动实施批准文号管理前仍属科学研究阶段，该阶段采取选择试点企业研究、生产，试点临床医院使用。目前全国共有六家试点企业，江阴天江药业、广东一方制药（天江药业子公司）、北京康仁堂、华润三九和南宁培力。其中江阴天江药业市场份额占比过半。

图 16：国内中药配方颗粒市场规模及增速



数据来源：西南证券

图 17：2013 年国内中药配方颗粒市场格局



数据来源：西南证券

4.2 行业政策放开在即，复方颗粒是未来趋势

(1) 政策限制是制约行业发展最大因素

由于中药饮片未经深加工，行业标准难以真正统一，这一属性决定了中药饮片长期以来无法有效监管。无证生产、非法分装、染色掺假等屡禁不止。而作为中药饮片替代品的配方颗粒，可以在多个环节控制质量，包括源头控制、过程控制、最终产品控制等。配方颗粒从一开始就被政府有效控制和监管。从1992年开始算起，中药配方颗粒行业发展了23年，从2001年的《中药配方颗粒管理暂行规定》算起，行业发展已近14年。

(2) 试点资质放开是大势所趋，近期有望出台配方颗粒监管措施

随着国家对现代中药发展的重视，中药配方颗粒试点资质放开是大势所趋。2015年3月国家召开了会议讨论中药配方颗粒试点资质放开，最新的《2015年全国药品注册管理工作会议精神》提出制定加强中药配方颗粒监督管理的有关措施，将有序放开中药配方颗粒行业限制。同时在2015年2月，甘肃省出台了《甘肃省中医药产业发展先行先试实施方案》，在该方案中要求积极开展中药配方颗粒研制、生产和使用。

- 实行中药配方颗粒生产备案管理。对中药配方颗粒质量标准，处方评估、生产工艺等进行监管，确保中药配方颗粒质量可控、安全有效；
 - 明确中药配方颗粒的销售使用范围。经过备案的中药配方颗粒生产企业应直接将产品销售给签订协议的临床使用单位，不得以任何形式通过第三方药品流通渠道进行营销，由卫生计生部门要引导各医疗机构与生产企业签订使用协议；
 - 允许生产企业对配方颗粒产品进行自主定价。同时配方颗粒产品纳入医保和新农合报销范围，按现行政策予以报销。

我们认为：从甘肃省的政策动向来看，已经对中药配方颗粒的生产、销售及定价做了详细规划，并指定相关部门负责。年内中药配方颗粒生产资格放开或是大概率事件，而为了保持良好的市场秩序，审批会非常严格，预计只有少数优质中成药龙头企业有机会进入。公司由前期已经准备了约400个配方技术，且属于甘肃省重点规划范畴，预计将明显受益于中药配方颗粒政策的放开。

图 18: 2012 年 9 月 CFDA 通报“中药饮片染色案”



数据来源：CFDA、《南方周末》、西南证券

表 7: 历年中药配方颗粒相关政策

时间	相关政策内容
1992年	江苏天江首家单味中药浓缩颗粒厂诞生
2001-2004年	CFDA发布《中药配方颗粒管理暂行规定》，将中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴，相继批准了六家试点企业
2009年	北京、天津等部分省市将中药配方颗粒纳入医保报销范围
2011-2012年	吉林、安徽两省先后批准省内部分企业加入中药配方颗粒试点范围
2012年	广东公布102个中药配方颗粒的省级标准
2013年	CFDA出台了《关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关事宜的通知》，规定各省级食品药品监督管理部门不得以任何名义自行批准中药配方颗粒生产

请务必阅读正文后的重要声明部分

时间	相关政策内容
2015年	3月 11 日，国家闭门召开会议讨论中药配方颗粒试点资质放开
2015年	4月 8 日，报告《2015 年全国药品注册管理工作会议精神》提出制定加强中药配方颗粒监督管理的有关措施。坚持以中医药理论为指导，遵循中药监管特点，按照中医药“五种资源”新定位，有序放开、严格准入、明确要求、加强监管

数据来源：网络公开信息、西南证券

(3) 国外经验——复方是未来中药配方颗粒发展趋势

日本、韩国及中国台湾在中药配方颗粒方面的产业化和国际市场占有程度比我国大陆高。日本和中国台湾从上世纪 70 年代便开始研制颗粒剂，主要以复方为主、辅以单味加减。日本配方颗粒以汉方药为代表，中国台湾配方颗粒以科学浓缩中药（简称科学中药）为代表。

➤ 日本汉方药

汉方最初源于中国，经过 1000 余年的独立发展，汉方在日本形成了独立的体系。目前日本汉方药市场规模超过 1000 亿日元，中药经典方剂（复方）有 210 多种，单味中药浓缩颗粒有 300 多种，绝大部分汉方药可以使用医疗保险。在日本因掌握中医理论辨证论治的汉方医生不多，故大多为以传统经典组方命名的复方颗粒剂。日本汉方药厂 40 多家，最大的企业为津村株式会社，市场份额占比近 80%。

➤ 台湾科学中药

台湾 1966 年左右开始制造和使用科学浓缩中药（即中药配方颗粒剂），单味药有 450 多种和常用复方药有 300 多种。现有科学中药生产厂 30 多家，规模较大有六家：台北的顺天、中坜的胜昌、平镇的科达、台中的明通、台南的港香兰和屏东的庄松荣。

我们认为：复方是未来中药配方颗粒发展趋势。因为中药经典复方颗粒是兼顾随证调方和复方合煎的中药现代化新形式，满足中医医生调方配方习惯，符合现代临床用药的需要，也在中药国际市场上形成了潜在的市场需求。同时复方颗粒同中药饮片一样不受医保控费和取消药品加成影响，我们认为将对中药饮片和部分中成药形成替代作用，市场空间在 1500-2000 亿元。一旦国家打破禁区开放市场，中药经典复方颗粒是空间巨大。

图 20：日本汉方药与中国台湾科学浓缩中药



数据来源：网路、西南证券

4.3 公司是政策放开直接受益者，复方颗粒想象空间巨大

(1) 公司产学研情况

公司网站信息显示，公司除自建甘肃省现代中药制剂工程技术研究中心外，还先后与中国中医科学院中药研究所、清华大学、中科院兰州化学物理所天然药物重点实验室及药物研究中心、甘肃中医学院、兰州大学药学院及附属医院、苏州润新生物科技有限公司等多家科研单位进行项目联合开发和技术攻关。

(2) 合作伙伴兰州化物所——中药配方颗粒技术实力雄厚

2009年中药配方颗粒技术通过科技厅成果认定，处于国际先进水平：

2009年6月中科院兰州化物所完成的“中药配方颗粒制备技术和质量控制及处方处理系统”通过科技厅的成果鉴定。鉴定委员会认为课题工作量大，涉及超过400味中药配方颗粒制备工艺和质量标准的系统研究，具有重要的理论意义和实际应用价值，达到同类研究的国际先进水平。

2015年成立甘肃省中药提取分离行业技术中心，行业地位突出：

2015年2月9日，由中科院兰州化物所申报的“甘肃省中药提取分离行业技术中心”获甘肃省工业和信息化委员会批复，同意依托兰州化物所组建甘肃省中药提取分离行业技术中心。中心将以“引领产业发展、推进技术创新”为宗旨，以甘肃省大宗道地药材为重点，发挥兰州化物所的科研条件和人才优势，进一步加大西北天然植物资源及甘肃省道地药材高值化产业共性和关键技术攻关力度，及时跟踪了解国内外医药行业技术发展趋势和动态，积极引进和推广国内外最新技术和成果，加快中药提取分离产业技术创新链的构建，打造具有较强实力的重要提取分离行业技术服务平合。

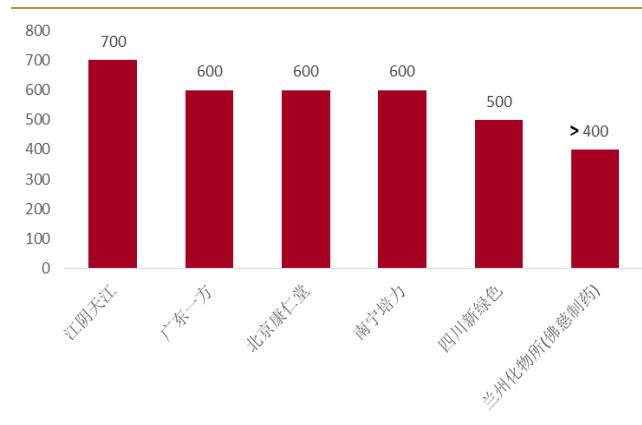
我们认为：一旦配方颗粒政策放开，公司将直接受益，未来复方颗粒想象空间巨大。 1. 在单方配方颗粒方面:一方面，政策开放后，可生产配方颗粒数量将成行业准入的重要指标。公司与中科院兰州化物所合作，可生产400多种配方颗粒，有望取得首批生产资格；另一方面，公司可生产所有中成药剂型，并已取得新版GMP认证，未来获得配方颗粒GMP认证不成问题；2. 在复方配方颗粒方面:开放复方配方可以是行业趋势，公司产品批文众多，储备多达100种古方，一旦国家开放复方颗粒或公司取得试点资格，未来想象空间巨大。

图 21: 兰州化物所获批成立甘肃省中药提取分离行业技术中心



数据来源：中科院兰州化物所网站、西南证券

图 22: 各企业中药配方颗粒生产能力情况



数据来源：公开信息、西南证券

5. 公司有望受益兰州市国企改革和“丝绸之路经济带”甘肃段建设

5.1 兰州国资委旗下唯一上市公司，有望受益兰州市国企改革

(1) 国企改革是大势所趋

党的十八大报告指出，“要毫不动摇巩固和发展公有制经济，推行公有制多种实现形式，深化国有企业改革，完善各类国有资产管理体制，推动国有资本更多投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，不断增强国有经济活力、控制力、影响力”。目前各部委和各省市均在积极配合推进国企改革，混合所有制改革是推进新一轮国企改革的重点任务。预计将用两年左右时间形成一批不同类型的混合所有制经济的成功案例，并计划到 2020 年基本完成国有企业股权多元化改革。

(2) 兰州市出台国企改革指导意见，公司国企改革步伐有望加快

2015 年 2 月 5 日，兰州市政府出台《关于进一步深化市属国资国企改革促进企业发展的意见》，文件内容包括五大部分、18 个方面的具体内容。**五大部分包括：**

(一) 总体要求。阐明了深化市属国资国企改革的指导思想、基本原则和主要目标。

(二) 完善国资监管体制机制，转变监管方式。从“实现国有资产监管全覆盖”“加强国有资产监管”“明确功能定位实施分类监管”等三个方面作了具体要求。

(三) 增强国有企业活力，提高运营效率。对“健全公司法人治理结构”“稳妥、规范、有序推进国有企业混合所有制改革”“完善企业领导人员管理体制”“完善长效激励约束分配机制”“积极选拔培养建立四支专业化队伍”等五个关键环节的工作作了具体规定。

(四) 优化国有资本配置，推动国有经济转型升级。从“整合优化国有资本布局，加快推进投融资企业转型发展”“完善国有资本经营预算制度”“加快推进资产资本化、资本证券化”“支持兰投公司加快发展”“支持国有企业做强做优”等五个方面做了部署。

(五) 加强统筹协调，形成推进改革发展合力。从“充分发挥企业党组织政治核心作用”“加强对改革工作的组织领导”等两个方面提出了要求。

我们认为：从兰州市国企改革指导意见看，佛慈制药为兰州市国资委旗下唯一上市公司，公司有望在推进国有企业混合所有制改革和完善长效激励约束分配机制。

5.2 公司有望受益“丝绸之路经济带”甘肃段建设

(1) 甘肃将建设成为“丝绸之路经济带”黄金段

2014 年，甘肃省正式印发了《“丝绸之路经济带”甘肃段建设总体方案》提出将推进甘肃与中亚西亚等丝绸之路沿线国家的交流合作，努力把甘肃建设成为“丝绸之路经济带”黄金段。

(2) 甘肃卫计委已将中医药贸易发展列为“丝绸之路经济带”建设重点

按照国务院和甘肃省政府关于“丝绸之路经济带”重大战略规划，在国家卫计委和国家中医药局指导下，甘肃省卫计委以提高中医药服务贸易发展为重点，积极发展同“丝绸之路经济带”沿线国家在医药卫生领域，特别是中医药领域的合作。

我们认为：公司作为甘肃中药企业龙头之一和国家“首批中医药服务贸易先行先试骨干企业”，在未来国家和甘肃丝绸之路经济带对外合作中将对企业又好又快的发展起到积极的推动作用。

图 23：“丝绸之路经济带”和海上丝绸之路示意图



数据来源：公开信息、西南证券

6. 关键假设与盈利预测

针对上文对公司基本面情况的分析，我们对核心产品做如下的关键假设：

➤ 中药制剂

OTC 市场：预计 2015-2017 年收入销售额增速为 30%、35%、35%，主要是因为公司主要品种 2014 年控货、清理渠道库存和提价完成，公司携品牌优势和较大的利润空间与强势渠道商合作，我们认为 OTC 市场未来两年有望保持 30% 左右的增速。由于整体提价约 15%，我们认为公司 OTC 市场毛利率有望提高到 32%。

医院市场：预计 2015-2017 年收入销售额增速为 250%、40%、25%，主要是因为公司独家或类独家的品种多为处方药，随着公司营销力度的加大，2015 年医院市场销售额有望达到 7000 万，并保持 30% 左右的增速。

阿胶：预计 2015-2017 年收入销售额分别为 200%、60%、30%，主要是因为 2015 年公司阿胶产能扩大到 60 吨，到 2017 年有望提高到 200 吨。我们认为公司阿胶块 2015 年有望实现销售收入 6000 万。

➤ 大健康产业

大健康业务是公司最具业绩弹性的板块。我们预计 2015-2017 年收入销售额增速为 20%、25%、30%，主要原因是由于大健康领域营销渠道和模式与公司传统业务不同，保守估计 2015 年增速约 20%，同时由于公司大健康业务基数小且未来还有阿胶和当归等系列衍生品上市，我们预计大健康业务收入增速将逐年上升。

➤ 中药材贸易

预计 2015-2017 年收入销售额增速为 15%、15%、15%，同步于行业增速。

表 8：公司收入结构拆分（单位：百万元）

项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计：营业收入	266.4	301.5	398.1	576.0	766.4	986.1
yoy		13.2%	32.0%	44.7%	33.0%	28.7%
合计：营业成本	178.0	179.5	315.3	429.5	563.0	716.5
综合毛利率	33.2%	40.5%	20.8%	25.4%	26.5%	27.3%
中成药制剂						
收入	266.4	291.5	265.8	423.5	590.3	782.3
yoy		9.5%	-8.8%	59.4%	39.4%	32.5%
成本	178.0	179.5	187.7	282.8	393.7	521.9
毛利率	33.2%	38.4%	29.4%	33.2%	33.3%	33.3%
其中：OTC 市场						
收入		225.8	293.5	396.3	535.0	
yoy			30.0%	35.0%	35.0%	
成本		159.2	199.6	269.5	363.8	
毛利率		29.5%	32.0%	32.0%	32.0%	
其中：医院市场						
收入		20.0	70.0	98.0	122.5	
yoy			250.0%	40.0%	25.0%	
成本		14.0	49.0	68.6	85.8	
毛利率		30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
其中：阿胶块						
收入	10.0	20.0	60.0	96.0	124.8	
yoy		100.0%	200.0%	60.0%	30.0%	
成本		11.8	34.2	55.7	72.4	
毛利率		41.0%	43.0%	42.0%	42.0%	
药材贸易						
收入		126.4	145.3	167.1	192.2	
yoy			15.0%	15.0%	15.0%	
成本		123.4	141.7	162.9	186.4	
毛利率		2.4%	2.5%	2.5%	3.0%	

项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
大健康产品						
收入			6.0	7.2	9.0	11.7
yoY				20.0%	25.0%	30.0%
成本			4.3	5.0	6.3	8.2
毛利率			28.5%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：公司公告、西南证券

综上所述，我们认为公司 2015-2017 年的公司销售额增速为 44.68%、33.04%、28.68%，毛利率将维持在 25%以上。

关于公司期间费用率的预测

1) 公司新任管理层上任之后，着手对公司的内部治理、对外销售等方面进行了调整，目前已初见成效，预计销售费用率和管理费用率逐步下降。预计 2015-2017 年销售费用率分别为 7.5%、7.5%和 7%; 管理费用率分别为 9%、9%和 8.5%。

2) 公司募集 5 亿现金到位，账面现金充裕，公司公告用 2 亿元购买年利率 5.8%的理财产品 3 月（预计收益 290 万），还将对 6 亿元闲置现金进行购买理财产品等管理，我们预计公司 2015 年公司理财收益有望达到 2100 万，并估计 2015-2017 年财务费用率分别为 -2.9%、-3.0%和 -1.9%。

表 9：公司期间费用情况

单位：百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售费用	28.84	35.83	31.66	43.30	57.61	69.19
销售费用率	10.83%	12.29%	7.93%	7.50%	7.50%	7.00%
管理费用	23.17	31.25	32.19	51.96	69.13	84.02
管理费用率	8.70%	10.72%	8.07%	9.00%	9.00%	8.50%
财务费用	2.71	3.67	-6.60	-16.64	-23.09	-18.89
财务费用率	1.02%	1.26%	-1.65%	-2.88%	-3.01%	-1.91%
期间费用	54.73	70.75	57.26	78.63	103.65	134.32
期间费用率	20.55%	24.27%	14.35%	13.62%	13.49%	13.59%

数据来源：公司公告、西南证券

7. 估值分析

7.1 绝对估值

FCFF 估值模型是以企业自由现金流为基础，由于年内或将有近 10 亿元的土地收益流入，近两年还将有定增募投项目近 5 亿的现金流出，我们认为公司未来 3 年自由现金流变化较大，处于非稳态。最主要的是当前处于牛市，许多股票估值都较高，绝对估值并不具有较大的参考价值。

7.2 相对估值

我们选取了九家企业做相对估值分析。九家企业业务均以 OTC 中成药为主，部分涉及大健康产品和中药材贸易。所选企业业务范围均与公司业务发展相关，最终得出 2015-2017 年可比公司的平均市盈率为 90 倍、65 倍、50 倍。根据前文预测，公司在 2015-2017 年净利润分别为 6393 万、9047 万元、1.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元、0.59 元，对应当前股价摊薄后的 PE 为 187 倍、132 倍、99 倍。

表 10：盈利预测比较（截至 2015 年 6 月 15 日）

代码	简称	最新价格	EPS				PE				未来 CAGR	2015 预测 PEG
			14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E		
002287.SZ	奇正藏药	46.38	0.59	0.71	0.85	1.01	79	65	55	46	20%	3.27
002412.SZ	汉森制药	38.62	0.4	0.51	0.65	0.8	97	76	59	48	28%	2.70
600211.SH	西藏药业	60.17	0.14	0.64	1.03	1.58	430	94	58	38	122%	0.77
600285.SH	羚锐制药	16.9	0.15	0.22	0.28	0.4	113	77	60	42	39%	1.97
002349.SZ	精华制药	67.49	0.15	0.28	0.43	0.53	450	241	157	127	52%	4.64
600479.SH	千金药业	29.92	0.34	0.45	0.58	0.8	88	66	52	37	29%	2.29
600750.SH	江中药业	42.23	0.87	1.09	1.34	1.74	49	39	32	24	26%	1.49
002198.SZ	嘉应制药	19.08	0.15	0.19	0.27	0.36	127	100	71	53	36%	2.79
600976.SH	健民集团	46.72	0.76	0.95	1.2	1.49	61	49	39	31	25%	1.97
九家对标公司平均值							166	90	65	50	42%	2.14
002644.SZ	佛慈制药	58.44	0.2	0.31	0.44	0.59	292	187	132	99	45%	4.19

数据来源：wind、西南证券

从表现估值看：公司 2015 年估值高于可比公司平均水平，但我们认为公司理应享受高估值溢价。

- 公司市值较小，扣除后续可能的土地拆迁补偿及在手现金（合计约 15 亿）后，公司实际市值约 100 亿元，内在 PE 分别约 156 倍、110 倍和 83 倍，接近同为高增长的西藏药业和精华制药。
- 公司大健康产品和低价药提价将带来很大的业绩弹性、同时公司催化剂较多，受益国企改革和“一带一路”建设，理应享受较高估值。

从市值空间上看：中药主业+中药配方颗粒+大健康业务可贡献 160 亿市值，中长期市值有望突破 200 亿元。

- 公司中药主业 2015 年可贡献 6400 万净利润，如按照行业 75 倍估值则可贡献 50 亿元市值；
- 一旦政府放开单方和复方配方颗粒政策，公司将极大受益，假设公司中药配方颗粒销售峰值达到 10 亿元，净利润达 2 亿元，(港股中国中药 2015 年以 100 亿港元左右的估值，收购天阴天江药业，一级市场估值约 20 倍，二级市场估值超过 50 倍) 若给予 40 倍估值将贡献 80 亿元市值；
- 我们看好公司肖助理和未来或将上市的当归类保健食品，若大健康业务销售峰值达到 10 亿元，净利润可贡献 1 亿元，若给予 30 倍估值，则至少可贡献 30 亿市值；
- 即我们认为公司三大业务有望贡献 160 亿市值，如考虑到大健康和配方颗粒领域广阔的市场空间，中长期看，公司完全具备能够长大的基因，市场空间有望突破 200 亿元。

鉴于公司目前市值较小、业绩高增长、未来发展潜力巨大，中长期市值很可能突破 200 亿。维持“买入”评级，给予第一目标市值 160 亿元，对应目标价 78 元/股。中长期目标市值 200 亿元，对应目标价 100 元/股。

8. 风险提示

(1) 提价后产品市场推广情况或低于预期。公司产品多为 OTC 中成药，尽管公司产品拥有品牌优势，提价后产品销售量可能低于预期；

(2) 中药配方颗粒行业和当归纳入药食同源政策放开进度或低于预期。虽然放开政策限制是大势所趋，但实际政策放开进度可能低于预期；

(3) 大健康产品市场推广或低于预期。虽然公司阿胶、肖助理和未来可能推出的当归系列保健品市场空间大、消费者接受度高，但由于为公司新进入的领域，营销渠道、模式和特点与传统业务有很大区别，市场推广或低于预期；

(4) 国企改革进度低于预期。尽管公司是兰州市国资委旗下唯一上市公司，且兰州市已出台国企改革政策，但由于兰州市目前实行“一企一案”，未来国企改革进度或力度有可能低于预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	399.07	577.37	768.15	988.41	净利润	34.65	63.93	90.47	120.00
营业成本	310.71	430.51	564.27	718.16	折旧与摊销	15.05	16.53	18.44	22.95
营业税金及附加	3.65	5.28	7.03	9.04	财务费用	-6.60	-16.64	-23.09	-18.89
销售费用	31.66	43.30	57.61	69.19	资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	32.19	51.96	69.13	84.02	经营营运资本变动	116.59	-76.87	-74.53	-93.68
财务费用	-6.60	-16.64	-23.09	-18.89	其他	-64.97	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	93.75	-13.05	11.28	30.38
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-27.36	-3.46	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	151.81	2.80	-0.47	-0.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	124.45	-0.66	-150.47	-150.23
营业利润	28.44	62.95	93.19	126.89	短期借款	-98.00	-26.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.91	10.35	10.52	10.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.35	73.30	103.71	137.36	股权融资	0.00	458.19	0.00	0.00
所得税	4.69	9.37	13.25	17.36	支付股利	-2.75	-2.81	-5.53	-7.71
净利润	34.65	63.93	90.47	120.00	其他	-3.63	16.64	23.09	18.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-104.39	446.02	17.56	11.18
归属母公司股东净利润	34.65	63.93	90.47	120.00	现金流量净额	113.80	432.31	-121.62	-108.67
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	275.65	707.96	586.34	477.66	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	155.45	224.15	297.88	382.99	成长能力				
存货	138.00	180.82	220.07	272.90	销售收入增长率	36.89%	44.68%	33.04%	28.68%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	8.36%	121.39%	48.04%	36.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	13.26%	84.49%	41.51%	32.65%
投资性房地产	5.59	2.80	3.26	3.49	EBITDA 增长率	-18.50%	70.39%	40.88%	47.91%
固定资产和在建工程	167.04	157.40	292.39	422.87	获利能力				
无形资产和开发支出	147.88	144.57	141.27	137.96	毛利率	22.14%	25.44%	26.54%	27.34%
其他非流动资产	157.01	156.89	156.76	156.63	三费率	14.35%	13.62%	13.49%	13.59%
资产总计	1046.62	1574.58	1697.97	1854.52	净利率	8.68%	11.07%	11.78%	12.14%
短期借款	26.00	0.00	0.00	0.00	ROE	4.71%	5.10%	6.75%	8.27%
应付和预收款项	78.12	108.95	143.12	182.46	ROA	3.39%	3.31%	2.94%	4.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.64%	9.97%	10.95%	11.90%
其他负债	207.28	211.10	215.37	220.29	EBITDA/销售收入	9.24%	10.88%	11.53%	13.25%
负债合计	311.40	320.05	358.50	402.75	营运能力				
股本	177.72	204.26	204.26	204.26	总资产周转率	40.94%	44.05%	46.94%	55.65%
资本公积	202.76	634.41	634.41	634.41	固定资产周转率	243.96%	375.07%	356.18%	319.35%
留存收益	354.74	415.86	500.80	613.09	应收账款周转率	343.53%	468.69%	452.51%	446.02%
归属母公司股东权益	735.22	1254.53	1339.47	1451.76	存货周转率	236.52%	270.07%	281.52%	291.36%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售商品提供劳务现金营业收入	106.01%	--	--	--
股东权益合计	735.22	1254.53	1339.47	1451.76	资本结构				
负债和股东权益合计	1046.62	1574.58	1697.97	1854.52	资产负债率	29.75%	20.33%	21.11%	21.72%
					带息债务/总负债	8.35%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.99	9.07	6.85	5.52
					速动比率	3.78	7.60	5.49	4.19
					股利支付率	8.10%	8.65%	8.53%	8.50%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	36.88	62.85	88.54	130.96	每股收益	0.17	0.31	0.44	0.59
PE	344.48	186.72	131.95	99.47	每股净资产	3.60	6.14	6.56	7.11
PB	16.24	9.52	8.91	8.22	每股经营现金	0.46	-0.06	0.06	0.15
PS	29.91	20.67	15.54	12.08	每股股利	0.01	0.03	0.04	0.05
EV/EBITDA	270.13	176.07	126.33	86.24					
股息率	0.02%	0.05%	0.06%	0.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资销售额可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

曾毅
010-57631077
15810333856
zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-50755210
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn