

市场化调价正式落地, 品种优势蓄势待发

- **事件:** 公司昨日公告称, 根据国家2015年5月4日发布的《关于印发推进药品价格改革意见的通知》精神, 今日起开始对逍遥丸、香砂养胃丸、补中益气丸、小活络丸等15个主要浓缩丸产品出厂价平均上调12%, 阿胶出厂价上调34%, 上述产品零售价也将做相应调整。
- **浓缩丸和阿胶提价有望增厚营收5000万。** 此次浓缩丸提价覆盖了公司除六味地黄丸外收入排名靠前的15个主要浓缩丸产品。由于公司积极拓展医院市场, 2015年上半年浓缩丸销售额估计提升了20%。在量价齐升的影响下, 此次调价的15个品种全年有望增厚营收4000万元。2015年公司阿胶产能将翻两番达60吨, 按照2014年的价格, 2015年阿胶收入预计在5000万元左右, 阿胶提价有望在下半年增厚营收1000万元。
- **享市场化调价政策红利, 品种优势蓄势待发。** 公司拥有百年制药历史, 积累了业内罕见, 非常丰富的药品批文资源。公司共有药品生产批文462个, 其中OTC产品191个, 处方药271个, 186种药品品种被列入国家基本医保目录, 52中药品入选国家基本药物目录, 10个独家品种, 2个国家二级重要保护品种。目前公司常年生产152个品种, 过去因原料上涨导致成本增加, 而最高零售价由政府严控从而导致收入成本倒挂, 进而限产或停产的经典药物, 有望通过市场化调价获取合理利润, 实现正常供应。公司明确受益药价改革红利, 在公司拥有百年历史的“佛慈”金字招牌下, 公司品种优势有望在2015年爆发。
- **业绩预测与估值:** 由于前期盈利预测已包含提价假设, 我们维持盈利预测不变, 预计公司未来三年收入和净利润复合增速分别为35%和51%。当前股价对应在2015年市盈率为190倍, 估值较高。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:** 低价药提价后销量或低于预期; 配方颗粒开放或低于预期; 国企改革和外延发展或低于预期。

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	346	190	134	100
PB	16.24	9.52	8.91	8.22

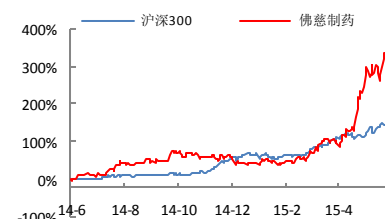
数据来源: Wind, 西南证券

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: hzli@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)	13.98-65.48
总市值(亿元)	120.33
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): 畅享多项政策红利, 公司步入发展快道 (2015-06-16)
2. 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)

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	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	275.65	707.96	586.34	477.66	成长能力				
应收和预付款项	155.45	224.15	297.88	382.99	销售收入增长率	36.89%	44.68%	33.04%	28.68%
存货	138.00	180.82	220.07	272.90	营业利润增长率	8.36%	121.39%	48.04%	36.16%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	13.26%	84.49%	41.51%	32.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.50%	70.39%	40.88%	47.91%
投资性房地产	5.59	2.80	3.26	3.49	获利能力				
固定资产和在建工程	167.04	157.40	292.39	422.87	毛利率	22.14%	25.44%	26.54%	27.34%
无形资产和开发支出	147.88	144.57	141.27	137.96	三费率	14.35%	13.62%	13.49%	13.59%
其他非流动资产	157.01	156.89	156.76	156.63	净利率	8.68%	11.07%	11.78%	12.14%
资产总计	1046.62	1574.58	1697.97	1854.52	ROE	4.71%	5.10%	6.75%	8.27%
短期借款	26.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.39%	3.31%	2.94%	4.13%
应付和预收款项	78.12	108.95	143.12	182.46	ROIC	3.64%	9.97%	10.95%	11.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.24%	10.88%	11.53%	13.25%
其他负债	207.28	211.10	215.37	220.29	营运能力				
负债合计	311.40	320.05	358.50	402.75	总资产周转率	40.94%	44.05%	46.94%	55.65%
股本	177.72	204.26	204.26	204.26	固定资产周转率	243.96%	375.07%	356.18%	319.35%
资本公积	202.76	634.41	634.41	634.41	应收账款周转率	343.53%	468.69%	452.51%	446.02%
留存收益	354.74	415.86	500.80	613.09	存货周转率	236.52%	270.07%	281.52%	291.36%
归属母公司股东权益	735.22	1254.53	1339.47	1451.76	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	106.01%	--	--	--
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	735.22	1254.53	1339.47	1451.76	资产负债率	29.75%	20.33%	21.11%	21.72%
负债和股东权益合计	1046.62	1574.58	1697.97	1854.52	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、价值及投资收入可升可跌，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