

2015 年 06 月 24 日

证券研究报告·公告点评

佛慈制药 (002644) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 50.45 元

目标价: 100 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

土地拆迁补偿将兑现，增强外延扩张能力

- 事件:** 公司公告称，兰州市国土资源局决定以拍卖方式出让公司位于安宁区的 G1408 号宗地的国有建设用地使用权，并于近日发布了土地挂牌出让公告。该块土地拍卖所得收益的 85% 归属公司，用于公司兰州新区项目建设。
- 资金流入进一步充裕现金，增强外延式扩张能力。** 公司安宁区土地合计估计约 260 亩，分两次拍卖。本次为第一次竞拍，拍卖地约 158 亩，起拍价约 8.1 亿元，估计最终成交价约 10 亿元，扣除税收后预计公司能够获得净收入约 8.5 亿元；公司还有 102 亩土地待于近期公开拍卖，预计净收入约 5.5 亿元。两次拍卖获得的净收入合计约 13.6 亿元，该笔巨额资金将为公司外延式发展提供十足的想象空间。
- 现金回笼将为“大健康”产业布局提供资金支持。** 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。公司作为陇药翘楚，正逐渐布局大健康产业：1) 2015 年阿胶产能释放达 60 吨，支撑销售额达 6000 万；2) 当归纳入药食同源目录，将分享女性痛经巨大市场；3) 中药配方颗粒放开后公司有望获得首批生产资格。现金回笼将为公司“大健康”产业布局提供有力的资金支持。
- 现有品种享市场化调价政策红利，有望在 2015 年爆发。** 公司药品批文资源丰富，目前有 186 种药品品种被列入国家基本医保目录，52 种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，但受原材料价格上涨与最高零售价严控的影响，常年生产仅 152 个品种。最高零售价政策打破后，公司有望通过市场化调价获取合理利润，实现正常供应，品种优势有望在 2015 年爆发。
- 业绩预测与估值:** 由于土地使用权拍卖结果尚未落地，我们暂不考虑土地资金回笼带来的利润增量，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元、0.59 元。虽然在当前价格水平下公司在 2015 年市盈率为 163 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；10 余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 | 63.49 | 89.88 | 119.50 |
| 增长率 | 13.26% | 83.23% | 41.56% | 32.95% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.17 | 0.31 | 0.44 | 0.59 |
| 净资产收益率 ROE | 4.71% | 5.06% | 6.72% | 8.24% |
| PE | 297 | 163 | 115 | 86 |
| PB | 14.02 | 8.22 | 7.70 | 7.11 |

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

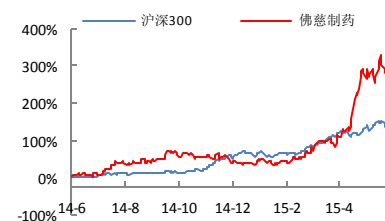
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: 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) | 14.47-65.48 |
| 总市值(亿元) | 111.12 |
| 总资产(亿元) | 14.92 |
| 每股净资产(元) | 5.87 |

相关研究

- 佛慈制药 (002644): 市场化调价正式落地，品种优势蓄势待发 (2015-06-18)
- 佛慈制药 (002644): 畅享多项政策红利，公司步入发展快道 (2015-06-16)
- 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 | 63.49 | 89.88 | 119.50 |
| 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 | -16.14 | -22.42 | -18.31 |
| 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 | -16.14 | -22.42 | -18.31 | 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 | -12.99 | 11.37 | 30.46 |
| 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 | 62.45 | 92.52 | 126.32 | 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 | 72.80 | 103.04 | 136.78 | 股权融资 | 0.00 | 458.19 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 4.69 | 9.30 | 13.16 | 17.28 | 支付股利 | -2.75 | -2.81 | -5.49 | -7.66 |
| 净利润 | 34.65 | 63.49 | 89.88 | 119.50 | 其他 | -3.63 | 16.14 | 22.42 | 18.31 |
| 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 | 445.52 | 16.93 | 10.65 |
| 归属母公司股东净利润 | 34.65 | 63.49 | 89.88 | 119.50 | 现金流量净额 | 113.80 | 431.87 | -122.17 | -109.13 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 707.52 | 585.35 | 476.23 | 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% | 119.63% | 48.14% | 36.53% |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | 13.26% | 83.23% | 41.56% | 32.95% |
| 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% | 13.70% | 13.58% | 13.65% |
| 其他非流动资产 | 157.01 | 156.89 | 156.76 | 156.63 | 净利率 | 8.68% | 11.00% | 11.70% | 12.09% |
| 资产总计 | 1046.62 | 1574.15 | 1696.98 | 1853.08 | ROE | 4.71% | 5.06% | 6.72% | 8.24% |
| 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% | 44.06% | 46.97% | 55.68% |
| 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 | 415.43 | 499.82 | 611.66 | 存货周转率 | 236.52% | 270.07% | 281.52% | 291.36% |
| 归属母公司股东权益 | 735.22 | 1254.10 | 1338.49 | 1450.33 | 销售商品/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 | 1254.10 | 1338.49 | 1450.33 | 资产负债率 | 29.75% | 20.33% | 21.13% | 21.73% |
| 负债和股东权益合计 | 1046.62 | 1574.15 | 1696.98 | 1853.08 | 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 | 5.51 |
| | | | | | 速动比率 | 3.78 | 7.59 | 5.48 | 4.18 |
| | | | | | 股利支付率 | 8.10% | 8.65% | 8.53% | 8.50% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 每股收益 | 0.17 | 0.31 | 0.44 | 0.59 |
| EBITDA | 36.88 | 62.85 | 88.54 | 130.96 | 每股净资产 | 3.60 | 6.14 | 6.55 | 7.10 |
| PE | 297.38 | 162.30 | 114.65 | 86.23 | 每股经营现金 | 0.46 | -0.06 | 0.06 | 0.15 |
| PB | 14.02 | 8.22 | 7.70 | 7.11 | 每股股利 | 0.01 | 0.03 | 0.04 | 0.05 |
| PS | 25.82 | 17.85 | 13.42 | 10.43 | | | | | |
| EV/EBITDA | 231.63 | 150.10 | 107.91 | 73.78 | | | | | |
| 股息率 | 0.03% | 0.05% | 0.07% | 0.10% | | | | | |

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 15 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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