

2015 年 07 月 17 日

证券研究报告 · 2015 年半年报点评

佛慈制药 (002644) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 40.48 元

目标价: 一一元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

战略调整业务结构, 增强企业盈利能力

- **事件:** 2015H1 公司实现营业收入、归属于上市公司净利润分别为 1.6 亿元、1915 万元, 分别为同比下降 24.4%、同比增长 19.4%; 2015Q2 营业收入、归属于上市公司净利润分别为 0.88 亿元、1290 万元, 分别为同比下降 22%、同比增长 21%。
- **业务结构调整导致收入下滑, 但整体盈利能力显著提升。** 2015H1 营业收入约为 1.6 亿元, 同比下降约 24%, 主要是公司对药材贸易业务做了战略调整所致。在国家政策要求对中药材规范化加工的背景下, 子公司药源产业发展有限公司的成立将重点发展药材贸易环节中的高附加值环节。预计 2015 年下半年药材贸易业务战略调整仍将继续, 全年收入预计在 3000 万元左右, 2016-2017 年该块业务收入规模将会逐渐恢复。对于公司 2015 年整体收入, 我们预计在 4.5 亿左右。2015H1 净利润增速高于收入增速约 44 个百分点, 除因为可比的营业收入增速受到业务调整影响而下滑之外, 我们认为还有如下原因: 1) 受到业务结构调整、低价药提价、以及医院销售市场占比提升等影响, 公司盈利能力显著上升。2015 年上半年的整体毛利率约为 26%, 同比上升约 7 个百分点; 2) 期间费用率为 11.5%, 同比下降约 3 个百分点。销售费用率由于业务调整下降约 1 个百分点, 财务费用也是由于理财收益而大幅减少约 740 万元。从单季度利润增速来看, 2015Q1-Q2 为逐季增加趋势, 我们预计 2015 年下半年公司将持续受低价药提价、业务结构变化等影响, 利润仍将持续增长, 全年预计在 6000 万左右。
- **2015 年下半年将继续享市场化调价政策红利。** 受药价放开和低价药提价影响, 公司自 2015 年 6 月开始对逍遥丸、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。我们预计公司下半年的盈利能力将继续受益于市场化调价的政策红利。此外, 公司药品批文资源丰富, 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 年下半年爆发。
- **布局“大健康”产业, 将迎中药配方颗粒放开政策盛宴。** 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。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	399.07	447.89	582.95	746.69
增长率	36.89%	12.23%	30.15%	28.09%
归属母公司净利润 (百万元)	34.65	60.11	79.78	107.03
增长率	13.26%	73.48%	32.71%	34.16%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.29	0.39	0.52
净资产收益率 ROE	4.71%	4.81%	6.02%	7.51%
PE	297.26	171.35	129.12	96.24
PB	14.01	8.24	7.77	7.23

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: 021-68413530

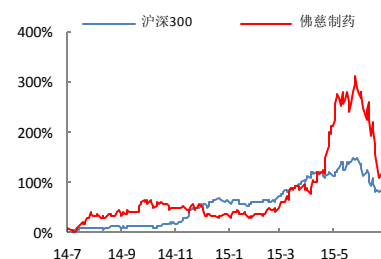
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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)	15.45-65.48
总市值(亿元)	82.69
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): 受让中药配方颗粒技术, 迎政策开放盛宴 (2015-06-25)
2. 佛慈制药 (002644): 土地拆迁补偿将兑现, 增强外延扩张能力 (2015-06-24)
3. 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)
4. 佛慈制药 (002644): 畅享多项政策红利, 公司步入发展快道 (2015-06-16)
5. 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)

盈利预测及评级：受药材贸易业务转型影响，公司中报业绩略低于我们预期。为此我们调整了盈利预测，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.29 元、0.39 元、0.52 元（此前为 0.31 元、0.44 元、0.59 元）。在当前价格水平下对应 2015 年市盈率为 171 倍，明显高于行业水平，但我们认为公司品牌价值巨大；分享配方颗粒及大健康领域快速增长；受益“一带一路”建设和国企改革；10 余亿土地拆迁补偿有利于外延式扩张。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。

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	447.89	582.95	746.69	净利润	34.65	60.11	79.78	107.03
营业成本	310.71	320.09	414.53	523.54	折旧与摊销	15.05	16.53	18.44	22.95
营业税金及附加	3.65	4.10	5.33	6.83	财务费用	-6.60	-6.66	-10.36	-8.81
销售费用	31.66	30.90	39.64	49.28	资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	32.19	40.31	52.47	63.47	经营营运资本变动	116.59	-10.62	-52.26	-68.76
财务费用	-6.60	-6.66	-10.36	-8.81	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	59.37	35.59	52.42
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	59.15	81.35	112.38	短期借款	-98.00	-26.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.91	9.78	10.11	10.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.35	68.92	91.46	122.51	股权融资	0.00	458.19	0.00	0.00
所得税	4.69	8.81	11.68	15.48	支付股利	-2.75	-2.81	-5.20	-6.80
净利润	34.65	60.11	79.78	107.03	其他	-3.63	6.66	10.36	8.81
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	436.04	5.16	2.01
归属母公司股东净利润	34.65	60.11	79.78	107.03	现金流量净额	113.80	494.75	-109.71	-95.81
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	770.40	660.69	564.88	成长能力				
应收和预付款项	155.45	173.34	225.52	288.57	销售收入增长率	36.89%	12.23%	30.15%	28.09%
存货	138.00	134.44	161.67	198.95	营业利润增长率	8.36%	108.00%	37.54%	38.15%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	13.26%	73.48%	32.71%	34.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.50%	87.13%	29.56%	41.49%
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%	28.53%	28.89%	29.89%
无形资产和开发支出	147.88	144.57	141.27	137.96	三费率	14.35%	14.41%	14.02%	13.92%
其他非流动资产	157.01	156.89	156.76	156.63	净利率	8.68%	13.42%	13.69%	14.33%
资产总计	1046.62	1539.83	1641.57	1773.37	ROE	4.71%	4.81%	6.02%	7.51%
短期借款	26.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.39%	3.31%	3.41%	4.32%
应付和预收款项	78.12	81.54	105.68	133.77	ROIC	3.64%	12.53%	13.30%	13.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.24%	15.41%	15.34%	16.94%
其他负债	207.28	207.58	210.59	214.07	营运能力				
负债合计	311.40	289.11	316.27	347.84	总资产周转率	40.94%	34.63%	36.65%	43.73%
股本	177.72	204.26	204.26	204.26	固定资产周转率	243.96%	290.96%	270.31%	241.25%
资本公积	202.76	634.41	634.41	634.41	应收账款周转率	343.53%	419.17%	448.25%	445.13%
留存收益	354.74	412.05	486.63	586.86	存货周转率	236.52%	234.99%	279.99%	290.36%
归属母公司股东权益	735.22	1250.72	1325.30	1425.53	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	1250.72	1325.30	1425.53	资产负债率	29.75%	18.78%	19.27%	19.61%
负债和股东权益合计	1046.62	1539.83	1641.57	1773.37	带息债务/总负债	8.35%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.99	11.75	8.81	6.99
					速动比率	3.78	10.28	7.45	5.67
					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	69.02	89.42	126.52	每股收益	0.17	0.29	0.39	0.52
PE	297.26	171.35	129.12	96.24	每股净资产	3.60	6.12	6.49	6.98
PB	14.01	8.24	7.77	7.23	每股经营现金	0.46	0.29	0.17	0.26
PS	25.81	23.00	17.67	13.80	每股股利	0.01	0.03	0.03	0.04
EV/EBITDA	231.54	135.71	105.96	75.64					
股息率	0.03%	0.05%	0.07%	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 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 楼

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lhx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn