

丰原药业 (000153)
投资评级：增持
报告日期：2015-08-28

| | |
|----------|--------------|
| 当前价格 (元) | 10.28 |
| 目标价格 (元) | 11.50 |
| 目标期限 (月) | 6 |

股价走势：

主要数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(百万股) | 312.14 |
| A股股本(百万股) | 312.14 |
| B/H股股本(百万股) | 0/0 |
| 总市值(亿元) | 32.1 |
| A股流通比例(%) | 95.0 |
| 第一大股东 | 安徽无为制药厂 |
| 第一大股东持股比例 | 11.48% |
| 12个月最高/最低(元) | 19.99/8.10 |

分析师：
刘洋

021-60956118

Ly_hazq@163.com

S0010515020001

业绩低于预期 期待下半年增速改善
事件：

1H2015 收入 7.79 亿元，同比下降 7.89%，归母净利润 0.19 亿元，同比下降 0.51%，扣非后归母净利润 0.14 亿元，同比下降 4.22%，每股收益 0.06 元。上半年毛利率为 26.51%，较去年同期上升 2.1 百分点，净利率 2.38%，较同期上升 0.14 百分点，公司业绩低于预期。

主要观点：
□ 药品招标政策趋严，制药工业增速下滑

医药工业收入 2.94 亿元，同比下降 27.29%，毛利率 38.53%，较同期上升 7.42%，药品收入增速放缓主要受药品招标降价影响，分产品看化学药收入 2.41 亿元，同比下滑 16.4%，中成药 0.22 亿元，同比下滑 71.6%，生物药及制剂收入 0.31 亿元，同比下降 18.15%。公司产品以普药为主，竞争激烈，未来公司以药品招标工作为主线，积极调整经营思路，扩展销售渠道。公司也在积极调整产品结构，其中公司与中科大在抗癌新药领域开展合作，创新药有望成为公司利润增长点。

□ 医药商业保持稳定增长

医药商业收入 4.65 亿元，同比增长 9.26%，毛利率 18.25%，较去年同期下降 1.24%，商业保持稳定增长，其中药品零售收入 1.67 亿元，同比增长 11.49%，药品批发收入 2.98 亿元，同比增长 8.05%。商业保持稳定增长一是公司积极开拓蚌埠医学院第二附属医院等亿元配送，二是药品零售门店收入进入稳定增长阶段。公司医药商业在安徽省有比较好的基础，随着经营效率的提升和网络的扩张，有望迎来快速增长。

□ 盈利预测及投资建议

公司 14 年收购普什制药未获证监会通过，主要由于普什制药刚通过 GMP 认证，之前一直处于亏损，公司将在普什制药业绩好转后重启收购，另外关注产品结构调整、激励机制等。我们预计公司 2015-2017 年净利润分别为 0.42/0.47/0.57 亿元，EPS 分别为 0.14/0.15/0.18 元，当前股价对应 15 PE 76，考虑到未来有并购预期，给予“增持”评级，目标价 11.5 元。

□ 风险提示

招标降价；新药研发风险

盈利预测：

单位：百万元

| 主要财务指标 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1699 | 1758 | 1978 | 2277 |
| 收入同比(%) | 11% | 3% | 13% | 15% |
| 归属母公司净利润 | 41 | 42 | 47 | 57 |
| 净利润同比(%) | 50% | 3% | 11% | 22% |
| 毛利率(%) | 26.5% | 26.2% | 25.5% | 25.1% |
| ROE(%) | 3.6% | 4.2% | 4.6% | 5.4% |
| 每股收益(元) | 0.13 | 0.14 | 0.15 | 0.18 |
| P/E | 78.28 | 75.83 | 68.25 | 56.02 |
| P/B | 2.88 | 3.30 | 3.22 | 3.10 |
| EV/EBITDA | 28 | 31 | 27 | 25 |

资料来源：WIND、华安证券研究所

附录：财务报表预测

| 资产负债表 | | | | 利润表 | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 流动资产 | 948 | 1,045 | 1,317 | 1,590 | 营业收入 | 1,699 | 1,758 | 1,978 | 2,277 |
| 现金 | 168 | 352 | 496 | 634 | 营业成本 | 1,249 | 1,298 | 1,474 | 1,705 |
| 应收账款 | 437 | 382 | 458 | 536 | 营业税金及附加 | 9 | 10 | 10 | 11 |
| 其他应收款 | 28 | 29 | 32 | 37 | 销售费用 | 229 | 229 | 247 | 276 |
| 预付账款 | 35 | 36 | 37 | 35 | 管理费用 | 146 | 156 | 172 | 198 |
| 存货 | 254 | 238 | 283 | 329 | 财务费用 | 30 | 26 | 33 | 31 |
| 其他流动资产 | 26 | 7 | 11 | 19 | 资产减值损失 | 1 | 3 | (1) | (1) |
| 非流动资产 | 1,290 | 1,178 | 1,034 | 910 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 17 | 14 | 10 | 投资净收益 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 固定资产 | 611 | 572 | 534 | 495 | 营业利润 | 46 | 48 | 54 | 68 |
| 无形资产 | 160 | 150 | 140 | 130 | 营业外收入 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 其他非流动资 | 518 | 440 | 347 | 275 | 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 2,238 | 2,223 | 2,352 | 2,500 | 利润总额 | 56 | 57 | 63 | 77 |
| 流动负债 | 939 | 1,071 | 1,178 | 1,287 | 所得税 | 15 | 14 | 16 | 19 |
| 短期借款 | 265 | 574 | 574 | 572 | 净利润 | 41 | 42 | 47 | 57 |
| 应付账款 | 280 | 232 | 285 | 339 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 393 | 265 | 319 | 376 | 归属母公司净利润 | 41 | 42 | 47 | 57 |
| 非流动负债 | 152 | 144 | 143 | 142 | EBITDA | 144 | 123 | 135 | 146 |
| 长期借款 | 68 | 68 | 68 | 68 | EPS (元) | 0.13 | 0.14 | 0.15 | 0.18 |
| 其他非流动负 | 84 | 76 | 75 | 74 | | | | | |
| 负债合计 | 1,091 | 1,215 | 1,321 | 1,428 | | | | | |
| 少数股东权益 | 34 | 35 | 35 | 35 | | | | | |
| 股本 | 312 | 312 | 312 | 312 | | | | | |
| 资本公积 | 491 | 390 | 390 | 390 | | | | | |
| 留存收益 | 245 | 271 | 294 | 334 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1,112 | 973 | 996 | 1,036 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,238 | 2,223 | 2,352 | 2,500 | | | | | |

现金流量表

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 11 | 159 | 165 | 145 |
| 净利润 | 41 | 42 | 47 | 57 |
| 折旧摊销 | 72 | 49 | 49 | 48 |
| 财务费用 | 32 | 26 | 33 | 31 |
| 投资损失 | (11) | (11) | (11) | (11) |
| 营运资金变动 | (126) | 49 | 48 | 20 |
| 其他经营现金 | 3 | 3 | (0) | (1) |
| 投资活动现金流 | (165) | 95 | 14 | 15 |
| 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 25 | (17) | 3 | 4 |
| 其他投资现金 | (190) | 112 | 11 | 11 |
| 筹资活动现金流 | 13 | 37 | (35) | (22) |
| 短期借款 | (1) | 309 | (1) | (2) |
| 长期借款 | (129) | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (7) | (101) | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | 151 | (171) | (34) | (20) |
| 现金净增加额 | (141) | 291 | 144 | 138 |

资料来源：华安证券研究所

主要财务比率

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 11.05% | 3.50% | 12.50% | 15.10% |
| 营业利润 | 60.93% | 3.66% | 13.20% | 25.49% |
| 归属于母公司净利润 | 49.89% | 3.24% | 11.10% | 21.84% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 26.50% | 26.20% | 25.50% | 25.10% |
| 净利率(%) | 2.41% | 2.41% | 2.38% | 2.52% |
| ROE(%) | 3.58% | 4.21% | 4.57% | 5.36% |
| ROIC(%) | 6.47% | 4.83% | 4.45% | 5.54% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 48.74% | 54.67% | 56.16% | 57.14% |
| 净负债比率(%) | 24.96% | 20.63% | 10.82% | 4.32% |
| 流动比率 | 1.01 | 0.98 | 1.12 | 1.24 |
| 速动比率 | 0.74 | 0.75 | 0.88 | 0.98 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.81 | 0.79 | 0.86 | 0.94 |
| 应收账款周转率 | 4.70 | 4.62 | 5.07 | 4.92 |
| 应付账款周转率 | 7.08 | 6.86 | 7.65 | 7.30 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.13 | 0.14 | 0.15 | 0.18 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.03 | 0.51 | 0.53 | 0.46 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.56 | 3.12 | 3.19 | 3.32 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 78.3 | 75.8 | 68.3 | 56.0 |
| P/B | 2.9 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 27.90 | 31.28 | 27.07 | 25.00 |

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。