

## 业务结构继续调整, 16年增长趋势明确

- 业绩总结:** 2015Q1-Q3公司实现营业收入、净利润分别为2.7亿元、3300万元,同比分别下滑20.1%、增长18.5%。若从单季度看,公司2015Q3实现营业收入、净利润分别为9463万元、1385万元,同比分别下滑11.6%、增长17.2%。同时,预计2015年全年净利润增长0-30%。
- 战略调整继续短期内仍将影响收入,但盈利能力显著增强。**1)在国家政策要求对中药材规范化加工的背景下,公司对药材贸易业务进行了战略调整,子公司药源产业发展有限公司未来将重点发展药材贸易环节中的高附加值环节,暂时性的业务中止致公司2015Q1-Q3营业收入同比下降约20%,预计2015年药材贸易业务战略调整仍将继续,2016-2017年该块业务收入规模将会逐渐恢复。2)2015Q1-Q3净利润增速跑赢收入增速38.6个百分点,毛利率同比提升5.1个百分点,净利率同比提升4.2个百分点,我们认为主要由毛利率较低的药材贸易业务中止、低价药提价效果逐渐凸显、医院销售占比提升原因引起;此外,由于理财收益,财务费用大幅减少约1140万元;3)从单季度来看,2015Q3公司收入、净利润均环比均实现了约7.2%的高速增长,我们预计2016年随着公司业务结构调整完毕,公司收入将恢复增长,净利润仍将维持高速增长。
- 低价药红利继续发力,2016业绩增长趋势明确。**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。我们在2015年6月的深度报告中也据此判断2015年为公司的业绩拐点,尽管受业务结构调整业绩略低于预期,但盈利能力指标表现喜人,可见低价药提价已为公司业绩带来较大弹性。我们认为2016年公司盈利能力优化的趋势仍然存在,将继续受益于市场化调价的政策红利,且届时药材贸易业务调整完毕,收入将恢复增长,业绩增长趋势明确,预计2016年净利润增速在40%左右。
- 中药配方颗粒政策进度低于预期,但放开趋势不变。**中药配方颗粒放开政策并未如期在2015Q3落地,但我们认为配方颗粒改变了中药煎药的传统模式,具有传统饮片不可替代的优势,在安全疗效上认可度越来越高,随着国家对现代中药发展的重视,其生产资质放开是大势所趋,《2015年全国药品注册管理工作会议精神》亦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。公司与中科院兰州化物所合作,并受让中药配方颗粒的制备与鉴别技术秘密的使用权和转让权,可生产400多种配方颗粒,有望取得首批生产资格,占领市场先机。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	399.07	334.83	527.25	629.41
增长率	36.89%	-16.10%	57.47%	19.38%
归属母公司净利润(百万元)	34.65	45.51	64.01	80.84
增长率	13.26%	31.32%	40.65%	26.30%
每股收益EPS(元)	0.07	0.09	0.13	0.16
净资产收益率ROE	4.71%	3.68%	4.94%	5.89%
PE	218.39	166.30	118.23	93.61
PB	10.29	6.12	5.84	5.52

数据来源: Wind, 西南证券

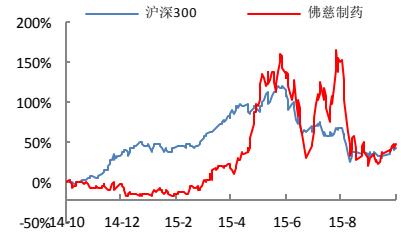
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxwing@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)	5.11
流通A股(亿股)	4.44
52周内股价区间(元)	7.49-27.2
总市值(亿元)	74.15
总资产(亿元)	15.25
每股净资产(元)	5.92

### 相关研究

1. 佛慈制药(002644): 战略调整业务结构,增强企业盈利能力 (2015-07-17)
2. 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)
3. 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)

- **盈利预测及评级:** 受药材贸易业务转型影响, 公司三季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 0.09 元、0.13 元、0.16 元 (此前为 0.12 元、0.16 元、0.21 元)。在当前价格水平下对应 2015 年市盈率为 116 倍, 明显高于行业水平。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, 前景值得期待。但由于公司三季报业绩受业务结构调整低于预期, 中药配方颗粒政策放开进度亦低于预期, 故短期内下调至“增持”评级, 长期仍持续看好。
- **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	334.83	527.25	629.41	净利润	34.65	45.51	64.01	80.84
营业成本	310.71	240.27	387.31	454.78	折旧与摊销	15.05	16.53	18.44	22.95
营业税金及附加	3.65	3.06	4.82	5.76	财务费用	-6.60	-6.98	-10.63	-8.77
销售费用	31.66	25.11	36.91	41.54	资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	32.19	30.13	44.82	53.50	经营营运资本变动	116.59	43.71	-83.21	-41.52
财务费用	-6.60	-6.98	-10.63	-8.77	其他	-64.97	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.98	0.83	0.75	0.20	经营活动现金流净额	93.75	98.77	-11.40	53.51
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
<b>营业利润</b>	<b>28.44</b>	<b>42.40</b>	<b>63.27</b>	<b>82.40</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>39.35</b>	<b>52.18</b>	<b>73.38</b>	<b>92.54</b>	股权融资	0.00	458.19	0.00	0.00
所得税	4.69	6.67	9.37	11.69	支付股利	-2.75	-2.81	-3.94	-5.46
<b>净利润</b>	<b>34.65</b>	<b>45.51</b>	<b>64.01</b>	<b>80.84</b>	其他	-3.63	6.98	10.63	8.77
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	436.36	6.69	3.32
归属母公司股东净利润	34.65	45.51	64.01	80.84	<b>现金流量净额</b>	113.80	534.47	-155.17	-93.41
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	275.65	810.12	654.95	561.53	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
应收和预付款项	155.45	129.62	204.46	243.78	<b>成长能力</b>				
存货	138.00	100.91	151.05	172.82	销售收入增长率	36.89%	-16.10%	57.47%	19.38%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	8.36%	49.10%	49.22%	30.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	13.26%	31.32%	40.65%	26.30%
投资性房地产	5.59	2.80	3.26	3.49	EBITDA 增长率	-18.50%	40.85%	36.82%	35.88%
固定资产和在建工程	167.04	157.40	292.39	422.87	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	147.88	144.57	141.27	137.96	毛利率	22.14%	28.24%	26.54%	27.74%
其他非流动资产	157.01	156.89	156.76	156.63	三费率	14.35%	14.42%	13.48%	13.71%
<b>资产总计</b>	<b>1046.62</b>	<b>1502.30</b>	<b>1604.14</b>	<b>1699.10</b>	净利率	8.68%	13.59%	12.14%	12.84%
短期借款	26.00	0.00	0.00	0.00	ROE	4.71%	3.68%	4.94%	5.89%
应付和预收款项	78.12	61.16	98.24	115.65	ROA	3.39%	3.31%	2.36%	3.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.64%	9.29%	10.98%	10.30%
其他负债	207.28	205.03	209.72	211.88	EBITDA/销售收入	9.24%	15.52%	13.48%	15.34%
<b>负债合计</b>	<b>311.40</b>	<b>266.19</b>	<b>307.96</b>	<b>327.53</b>	<b>营运能力</b>				
股本	177.72	204.26	204.26	204.26	总资产周转率	40.94%	26.27%	33.95%	38.11%
资本公积	202.76	634.41	634.41	634.41	固定资产周转率	243.96%	217.51%	244.48%	203.36%
留存收益	354.74	397.44	457.51	532.90	应收账款周转率	343.53%	361.63%	484.79%	431.33%
归属母公司股东权益	735.22	1236.11	1296.18	1371.57	存货周转率	236.52%	201.14%	307.43%	280.84%
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%	--	--	--
<b>股东权益合计</b>	<b>735.22</b>	<b>1236.11</b>	<b>1296.18</b>	<b>1371.57</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	1046.62	1502.30	1604.14	1699.10	资产负债率	29.75%	17.72%	19.20%	19.28%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	带息债务/总负债	8.35%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	36.88	51.95	71.08	96.58	流动比率	4.99	15.12	9.14	7.51
PE	218.39	166.30	118.23	93.61	速动比率	3.78	13.65	7.77	6.19
PB	10.29	6.12	5.84	5.52	股利支付率	8.10%	8.65%	8.53%	8.50%
PS	18.96	22.60	14.35	12.02	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA	59.96	39.52	31.05	23.81	每股收益	0.07	0.09	0.13	0.16
股息率	0.04%	0.05%	0.07%	0.09%	每股净资产	1.44	2.42	2.54	2.69
					每股经营现金	0.18	0.19	-0.02	0.10
					每股股利	0.01	0.01	0.01	0.01

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

zhy@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

lbx@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

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn