

佛慈制药 (002644) 估值分析报告

(仅供参考)

上市时间	股票代码	股票名称	发行价格 (元)	发行后摊薄 市盈率(倍)	发行后每股 净资产(元)	每股收 益(元)	净资产收益率(%) (11 年前三季度)
2011/12/22	002644	佛慈制药	16	46.92	7.81	0.34	7.03
发行数量 (万股)	上市数量 (万股)	发行后股 本(万股)	中签率 (%)	主承销商	所属行业	合理估值定位（元）	
2020	1630	8078	0.483	华龙证券	医药	12.95-14.80	
公 司 投 资 要 点	公司主营业务为中成药的研发、制造和销售，目前拥有 462 个药品生产批准文号，共有丸剂（浓缩丸）、片剂、颗粒剂、胶囊剂、煎膏剂、散剂、合剂、口服液、糖浆剂、酒剂等 10 种剂型，常年生产 152 种产品，产品剂型以浓缩丸为主。						
	公司产品中 OTC 产品 191 个，处方药 271 个，列入国家医保目录的品种 186 种，10 个独家品种，六味地黄丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸等 4 种产品为优质优价产品，拥有定眩丸、参茸固本还少丸 2 个国家二级中药保护品种。						
	公司具有悠久的历史及优越的品牌优势。各国，尤其是欧盟，规定只有在原产地使用 30 年以上，在欧盟成员国内至少使用 15 年的传统草药，才允许采用传统草药简化申请的途径来获取药品的合法地位。“佛慈”品牌的主导产品已有 80 多年的悠久历史，产品生产历史及品牌影响力已成为中成药行业的核心竞争因素。						
	资源优势和政策措施使发行人能够在采购原材料时，获得便利的优越条件，既保证原料的品质，同时节约采购费用，降低原材料采购成本。						
募 集 资 金 投 向	本次公开发行股票募集资金拟用于投资以下项目：						
	单位：万元						
	序号	项目名称			总投资	固定资产投资	
	1	扩大浓缩丸生产规模技术改造一期项目			24,540.62	23,637.62	
	项目建设期 2 年。项目达产后，浓缩丸产能为 120 亿粒，现 65 亿粒浓缩丸生产线将逐步关闭，则募投项目新增 55 亿粒产能，新增产能年均实现收入 21,235.57 万元、年利润总额 5,308.90 万元、年所得税 1,327.23 万元（所得税率按 25%计算）、年税后利润 3,981.68 万元。项目投产后，项目计算期内年均实现收入 42,902.11 万元，年税后利润 9,335.50 万元。						
估 值 分 析	2009 年-2011 年前三季度，公司主营业务收入分别同比增长 6.03%、13%和 19.97%；扣除非经常性损益后的净利润分别同比增长 17.14%、14.9%和 33.95%。因公司近年土地出让所带来的非经常性损益数额较大，故我们更倾向于向扣除非经常性损益后的净利润来评估公司增长能力。						
	近几年，受制于公司产能的限制，公司业绩增长相对缓慢，业绩增长的动力主要来源于产能利用率的提升，2011 年上半年，公司产能利用率达到 111.48%。根据公司						

	募集资金投资项目的进度，该项目的产能贡献在 2013 年底。所以在公司产能利用率提升空间有限的情况下，我们认为公司 2011-2013 年的业绩增长可能仍比较缓慢。 具体到 2011 年，因去年同期非经常性损益的存在，若 2011 年无此项非经常性损益，则 2011 年公司归属于发行人股东的净利润同比下降的概率较大。 预计 2011 年公司净利润 3000 万元左右，每股收益 0.37 元。参考同行业上市公司估值情况，给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，对应公司合理股价为 12.95-14.80 元。
风险提示	1、原材料价格波动的风险 公司主要原材料为中药材，尽管公司与主要供应商已建立良好的合作关系，但是若发生自然灾害等因素导致市场供求关系发生较大变化，可能会导致原材料短缺引起价格上涨，从而对公司生产经营产生不利影响。 2、药品价格下降的风险 目前，公司生产的药品中有 186 种被列入医保目录，由国家发改委与甘肃省物价局确定最高市场零售价，随着药品价格改革、医疗保险制度改革的深入以及其它政策、法规的调整或出台，上述产品的价格可能会降低，未来公司存在产品价格下降的风险。 3、产能消化的风险 产能扩大后，公司必须加大营销力度和市场开拓力度，以适应扩大的产能。若公司市场开拓不足，则存在产能无法充分利用、产品销售不足的风险。
综述	预计 2011 年公司净利润 3000 万元左右，每股收益 0.37 元。参考同行业上市公司估值情况，给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，对应公司合理股价为 12.95-14.80 元。

安信证券新股研究组

投资顾问:杨志刚

2011 年 12 月 21 日