

医药/必需消费

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 9.00

当前价格: 7.13

2015.01.12

太龙药业 (600222)

内外兼修，平台战略逐步落地

| | | | |
|---|-------------------|--------------------|-------------------|
|  | 丁丹 (分析师) | 杨松 (研究助理) | 胡博新 (分析师) |
|  | 0755-23976735 | 0755-23976734 | 0755-23976766 |
|  | dingdan@gtjas.com | yangsong@gtjas.com | huboxin@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880514030001 | S0880114080037 | S0880514030007 |

本报告导读: 公司是股权结构分散的国企, 改革空间大; 营销改革和外延并购将带动公司业绩快速成长。首次覆盖, 增持评级, 目标价 9 元。

投资要点:

首次覆盖, 给予增持评级。公司为郑州市地方国企, 股权较为分散, 公司运营主要由董事会及高管负责, 国企改革导向下, 未来有较大整合空间。本次收购桐君堂和新领先是“外延并购+管理层激励”双管齐下的起步之举。2013 年提出“一核两翼多平台”新战略, 内外兼修将带动业绩快速增长。预计 2014-16 年 EPS 0.09/0.12/0.17 元; 考虑桐君堂和新领先并表的备考 EPS0.15/0.18/0.25 元, 未来 2 年平均增速 41%。首次覆盖, 给予增持评级, 考虑公司处于拐点型发展阶段, 给予一定估值溢价, 目标价 9 元。

老产品焕发新活力。双黄连产品线是公司核心利润来源 (毛利贡献超 50%), 但产品线比较老化。公司 2011 年开始营销体系变革, 老产品逐步开始焕发新活力。独家品种双金连和双黄连口服液独家儿童剂型目前采取修正模式运作, 凭借价格和营销优势, 未来有望成为继双黄连口服液后的又一重磅品种。

资本运作平台战略逐步落地。公司 2013 年战略性提出“以大健康为核心, 以实体主业经营、资本运作为两翼”, 目前资本运作已经进入落地阶段: 1) 将完成收购中药饮片区域龙头桐君堂剩余股权和 CRO 企业新领先, 将为公司提供稳定利润增量。2) 完成小儿复方鸡内金咀嚼片的收购, 儿科用药产品线构建起步。3) 专门设立子公司, 大输液资产整合有望开始落实。预计未来公司将外延并购优质企业或品种、整合内部资产, 带动公司业绩快速增长。

风险提示: 平台战略进展低于预期风险, 产品线过于集中风险

交易数据

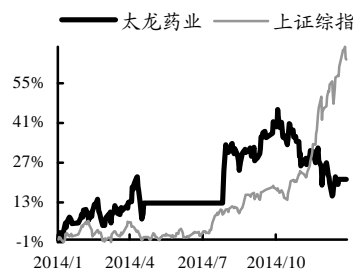
| | |
|------------------|-----------|
| 52 周内股价区间 (元) | 5.80-8.97 |
| 总市值 (百万元) | 3,541 |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 497/497 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |
| 流通股比例 | 100% |
| 日均成交量 (百万股) | 10.02 |
| 日均成交值 (百万元) | 77.80 |

资产负债表摘要

| | |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 1,044 |
| 每股净资产 | 2.10 |
| 市净率 | 3.4 |
| 净负债率 | 13.20% |

| EPS (元) | 2013A | 2014E |
|---------|-------|-------|
| Q1 | 0.01 | 0.01 |
| Q2 | 0.02 | 0.02 |
| Q3 | 0.01 | -0.00 |
| Q4 | 0.03 | 0.07 |
| 全年 | 0.07 | 0.09 |

52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
|--------|------|------|------|
| 绝对升幅 | 2% | -14% | 22% |
| 相对指数 | -13% | -52% | -41% |

| 财务摘要 (百万元) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,089 | 1,305 | 1,394 | 1,674 | 2,023 |
| (+/-)% | 11% | 20% | 7% | 20% | 21% |
| 经营利润 (EBIT) | 69 | 108 | 116 | 143 | 186 |
| (+/-)% | 69% | 54% | 6% | 23% | 29% |
| 净利润 | 20 | 36 | 45 | 61 | 83 |
| (+/-)% | 58% | 79% | 26% | 35% | 36% |
| 每股净收益 (元) | 0.04 | 0.07 | 0.09 | 0.12 | 0.17 |
| 每股股利 (元) | 0.08 | 0.08 | 0.02 | 0.02 | 0.03 |

| 利润率和估值指标 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 6.7% | 8.6% | 8.5% | 8.7% | 9.3% |
| 净资产收益率 (%) | 3.2% | 3.5% | 4.2% | 5.4% | 7.0% |
| 投入资本回报率 (%) | 5.1% | 6.3% | 5.6% | 6.9% | 8.5% |
| EV/EBITDA | 36.9 | 26.8 | 22.3 | 19.1 | 15.9 |
| 市盈率 | 175.3 | 98.2 | 78.0 | 57.8 | 42.5 |
| 股息率 (%) | 1.1% | 1.1% | 0.3% | 0.3% | 0.5% |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.01.11

股票研究

必需消费
医药

太龙药业 (600222)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 9.00

当前价格: 7.13

2015.01.11

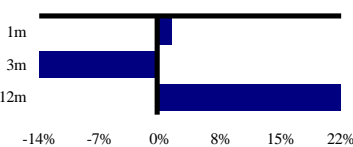
公司网址

www.taloph.com

公司简介

公司是一家集生产、经营、科研于一体，以中药产品为主的现代化制药企业。公司拥有口服液、片剂、胶囊、输液、原料等多种剂型共 100 多种产品，形成了以双黄连系列产品、双金连合剂、清热解毒口服液等为主的清热解类中药系列产品，以二类新药甲磺酸帕珠沙星原料、小针和输液为主的抗菌消炎类以及以竹林胺、哈伯因为主的老年系列用药等西药产品。

绝对价格回报 (%)

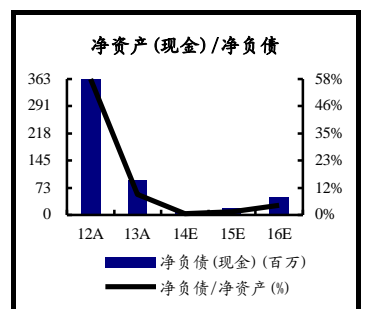
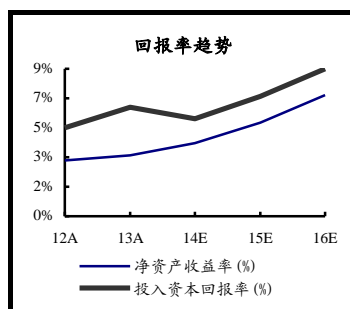
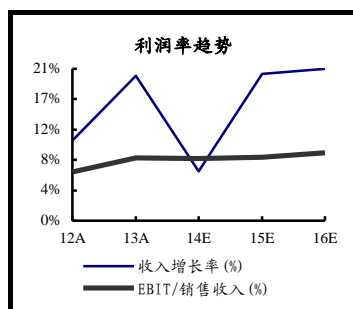


52 周价格范围 5.80-8.97

市值 (百万) 3,541

财务预测 (单位: 百万元)

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 损益表 | | | | | |
| 营业总收入 | 1,089 | 1,305 | 1,394 | 1,674 | 2,023 |
| 营业成本 | 906 | 1,051 | 1,119 | 1,341 | 1,602 |
| 税金及附加 | 4 | 5 | 5 | 6 | 8 |
| 销售费用 | 56 | 75 | 82 | 100 | 125 |
| 管理费用 | 53 | 66 | 71 | 83 | 102 |
| EBIT | 69 | 108 | 116 | 143 | 186 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -35 | -43 | -30 | -28 | -30 |
| 营业利润 | 35 | 64 | 84 | 114 | 155 |
| 所得税 | 9 | 15 | 19 | 26 | 35 |
| 少数股东损益 | 12 | 16 | 20 | 27 | 36 |
| 净利润 | 20 | 36 | 45 | 61 | 83 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 货币资金、交易性金融资产 | 133 | 456 | 500 | 500 | 500 |
| 其他流动资产 | 662 | 729 | 805 | 940 | 1,161 |
| 长期投资 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 固定资产合计 | 640 | 622 | 578 | 544 | 509 |
| 无形及其他资产 | 106 | 120 | 116 | 113 | 110 |
| 资产合计 | 1,569 | 1,954 | 2,027 | 2,124 | 2,307 |
| 流动负债 | 650 | 657 | 694 | 751 | 871 |
| 非流动负债 | 263 | 204 | 204 | 204 | 204 |
| 股东权益 | 625 | 1,045 | 1,081 | 1,130 | 1,197 |
| 投入资本(IC) | 1,126 | 1,611 | 1,608 | 1,659 | 1,752 |
| 现金流量表 | | | | | |
| NOPLAT | 57 | 87 | 90 | 112 | 146 |
| 折旧与摊销 | 37 | 40 | 63 | 66 | 68 |
| 流动资金增量 | 23 | 60 | 39 | 77 | 101 |
| 资本支出 | 38 | 18 | 20 | 30 | 30 |
| 自由现金流 | 155 | 205 | 213 | 285 | 345 |
| 经营现金流 | 43 | -99 | 114 | 31 | 16 |
| 投资现金流 | -65 | -18 | -20 | -30 | -30 |
| 融资现金流 | 34 | 440 | -49 | -1 | 14 |
| 现金流净增加额 | 13 | 322 | 44 | 0 | 0 |
| 财务指标 | | | | | |
| 成长性 | | | | | |
| 收入增长率 | 11.0% | 19.8% | 6.8% | 20.1% | 20.8% |
| EBIT 增长率 | 68.6% | 54.0% | 6.0% | 22.9% | 29.0% |
| 净利润增长率 | 58.4% | 78.5% | 25.9% | 35.1% | 35.9% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 16.4% | 19.0% | 19.3% | 19.5% | 20.4% |
| EBIT 率 | 6.7% | 8.6% | 8.5% | 8.7% | 9.3% |
| 净利润率 | 1.9% | 2.8% | 3.3% | 3.7% | 4.1% |
| 收益率 | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 3.2% | 3.5% | 4.2% | 5.4% | 7.0% |
| 总资产收益率(ROA) | 1.3% | 1.8% | 2.2% | 2.9% | 3.6% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 5.1% | 6.3% | 5.6% | 6.9% | 8.5% |
| 运营能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 69 | 51 | 59 | 55 | 57 |
| 应收账款周转天数 | 82 | 63 | 71 | 72 | 72 |
| 总资产周转天数 | 519 | 539 | 524 | 457 | 410 |
| 净利润现金含量 | 5.20 | -4.85 | 4.43 | 0.90 | 0.34 |
| 资本支出/收入 | 3.5% | 1.4% | 1.5% | 1.8% | 1.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 58.2% | 44.1% | 44.3% | 45.0% | 46.6% |
| 净负债率 | 58.1% | 8.7% | 0.6% | 1.5% | 4.0% |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 175.3 | 98.2 | 78.0 | 57.8 | 42.5 |
| PB | 5.7 | 3.4 | 3.3 | 3.1 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 36.9 | 26.8 | 22.3 | 19.1 | 15.9 |
| P/S | 3.3 | 2.7 | 2.5 | 2.1 | 1.7 |
| 股息率 | 1.1% | 1.1% | 0.3% | 0.3% | 0.5% |



目 录

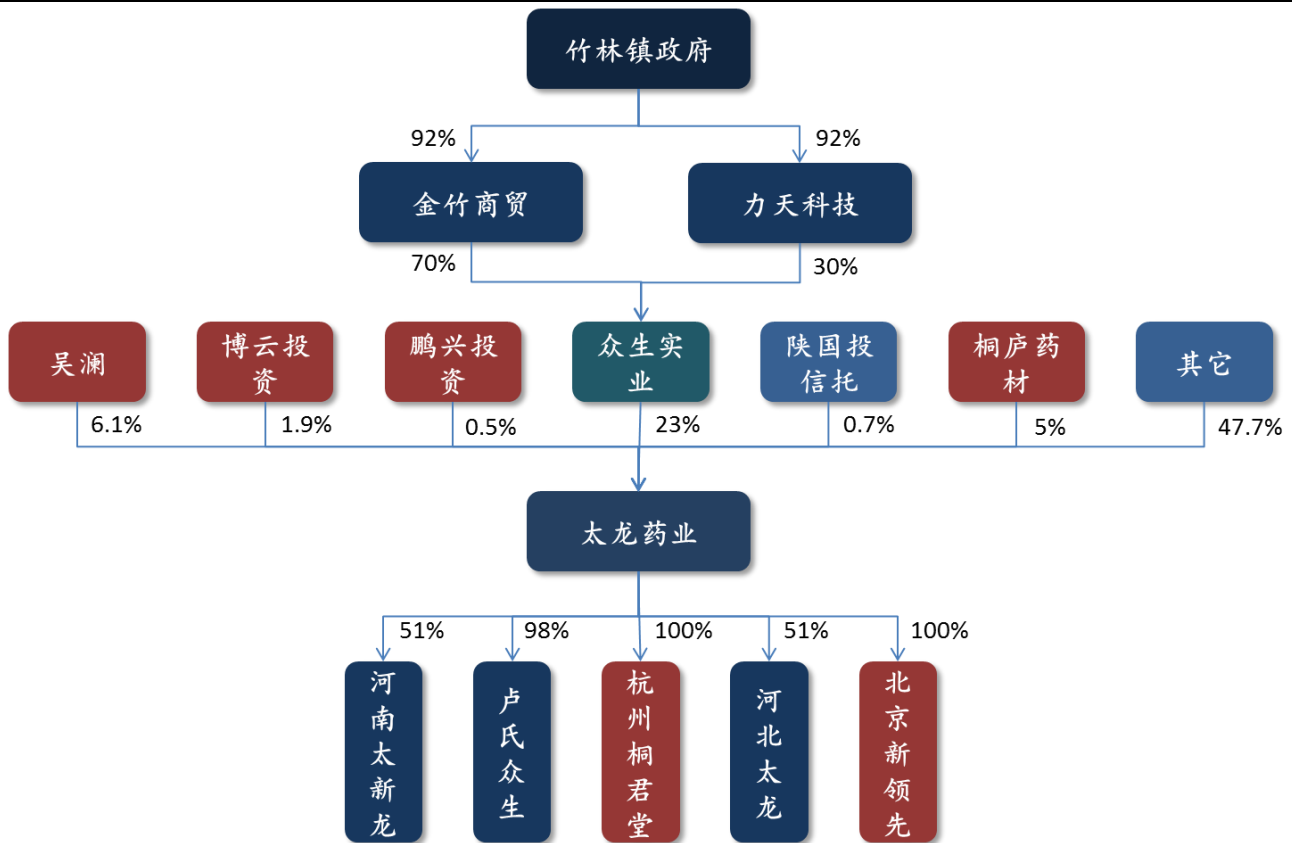
| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 股权结构分散，改革潜力大..... | 4 |
| 1.1. 国企背景的“民营企业”，改革空间大..... | 4 |
| 1.2. 管理层激励力度还有提升空间..... | 4 |
| 2. 制剂产品是公司核心利润来源..... | 5 |
| 3. 发力营销变革，老产品迎来新转机..... | 6 |
| 3.1. 双黄连系列是核心制剂产品线..... | 6 |
| 3.2. 营销架构调整，发力儿童双黄连和双金连..... | 7 |
| 3.2.1. 独家品种双金连有过亿潜力..... | 7 |
| 3.2.2. 儿童双黄连口服液符合市场需求和政策方向，潜在空间大..... | 8 |
| 4. 资本运作平台战略逐步落地..... | 8 |
| 4.1. 新领先和桐君堂只是第一步..... | 9 |
| 4.2. 百分百控股桐君堂，提升盈利能力..... | 9 |
| 4.2.1. 桐君堂资质优良，中药饮片发展迅速..... | 9 |
| 4.2.2. 增强资金实力，奠定长期发展基础..... | 10 |
| 4.3. 新领先：CRO项目储备丰富，业绩增长稳定..... | 11 |
| 4.4. 外延继续，斩获又一儿科品种..... | 12 |
| 4.5. 大输液资产整合进行时..... | 12 |
| 5. 原有财务基础薄弱，盈利能力还有较大改善空间..... | 13 |
| 6. 盈利预测与估值..... | 14 |
| 6.1. 整体业绩保持平稳增长态势..... | 14 |
| 6.2. 相对估值..... | 14 |
| 6.3. 重组后公司整体估值：绝对估值..... | 15 |
| 7. 风险分析..... | 15 |

1. 股权结构分散，改革潜力大

1.1. 国企背景的“民营企业”，改革空间大

太龙药业目前实际控制人为竹林镇政府，但实际控股比例只有 23%（收购完成后）。公司股权结构较为分散，日常运营主要由公司董事会及相关高管负责，国企改革导向下，预计未来外延并购、内部整合、管理层激励等均可实施且有较大整合空间，本次收购桐君堂和新领先便是“外延并购+管理层激励”双管齐下的起步之举。

图 1: 公司股权结构分散（以收购完成后为基础），改革空间大

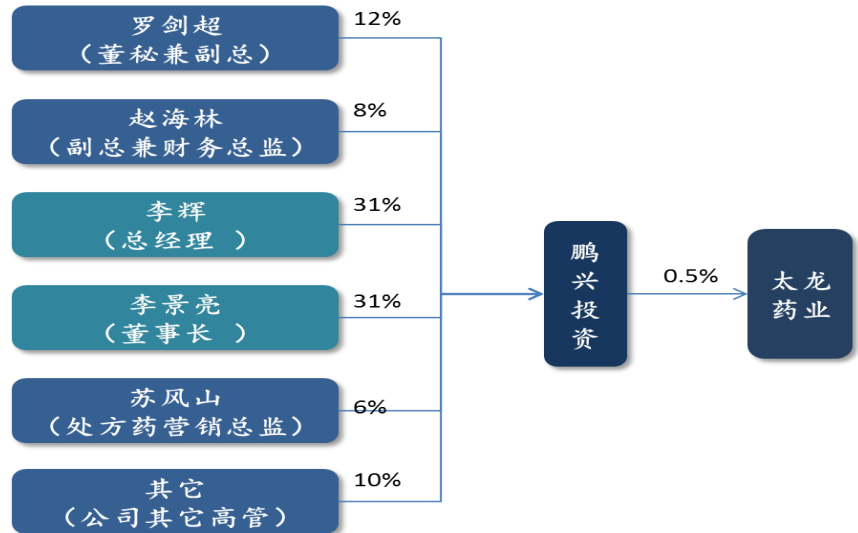


资料来源：公司公告，国泰君安证券研究。注释：1) 股权比例以本次收购成功后为基础；2) 吴澜、博云、鹏兴（管理层控制）、桐庐药业为本次收购引入的股东；3) 众生实业持有陕国投信托 3000 万次级收益权。目前公司重组已经通过证监会审批。

1.2. 管理层激励力度还有提升空间

公司董事长等核心管理层在桐君堂和新领先的收购中通过鹏兴投资出资 2000 万间接实现股权激励，但鹏兴投资占公司总股本的比例只有 0.5%，占比较低（公司董事长间接持有的股份数只有约 90 万股）。预计公司为提高经营效率，保证管理层和公司利益一致，未来可能会继续采取各类形式的激励措施。

图 2: 公司管理层已间接实现股权激励, 但力度尚有提升空间



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

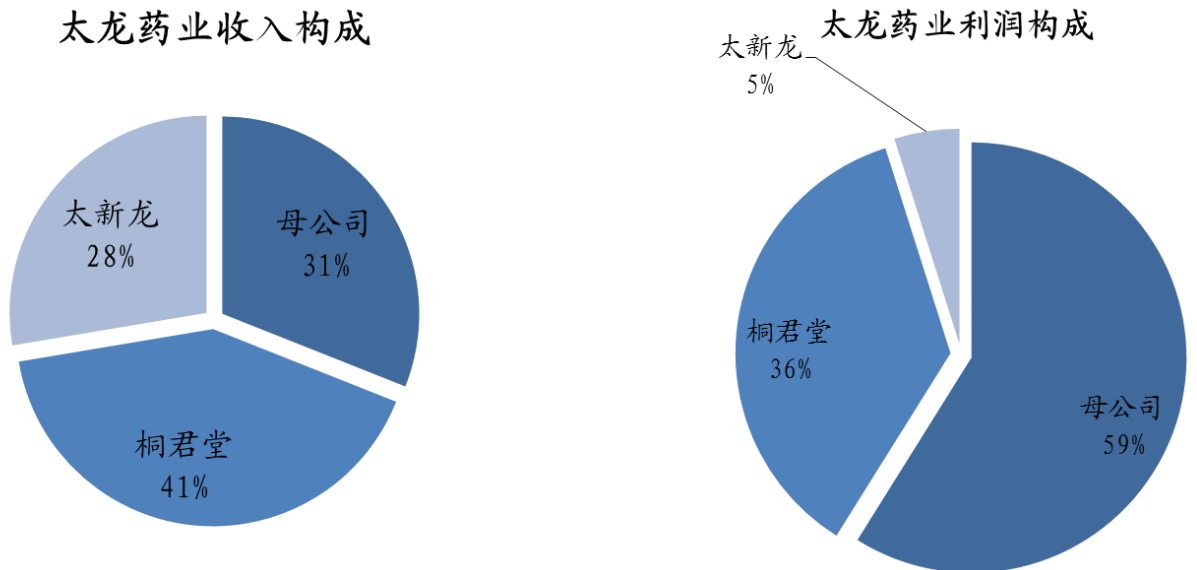
2. 制剂产品是公司核心利润来源

太龙药业 2013 年收入 13.04 亿元, 主要来源包括:

- 母公司 (制剂): 双黄连口服液系列以及双金连合剂, 是目前公司主要利润来源;
- 桐君堂 (中药饮品): 主要在浙江地区生产销售各类中药饮片;
- 太新龙 (医药商业): 主要为河南和江苏地区的分销业务, 但微利, 不影响整体业绩。

2013 年公司归母净利润 3600 万元, 其中母公司 (制剂) 净利润占 59%, 是公司的核心利润来源。

图 3: 制剂+中药饮片+商业是公司核心收入利润支柱



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究; 注释: 未考虑内部抵消。

3. 发力营销变革，老产品迎来新转机

3.1. 双黄连系列是核心制剂产品线

太龙药业从 1994 年推出双黄连口服液（主要成份为金银花、黄芩、连翘；辅料为蔗糖），后续又以双黄连口服液为基础，推出双黄连口服液（浓缩型）（2003 年）、双金连合剂（主要成份为连翘、金银花、柴胡、黄芩、金莲花；辅料为蔗糖）（2006 年）以及双黄连口服液（儿童型）（2013 年）。

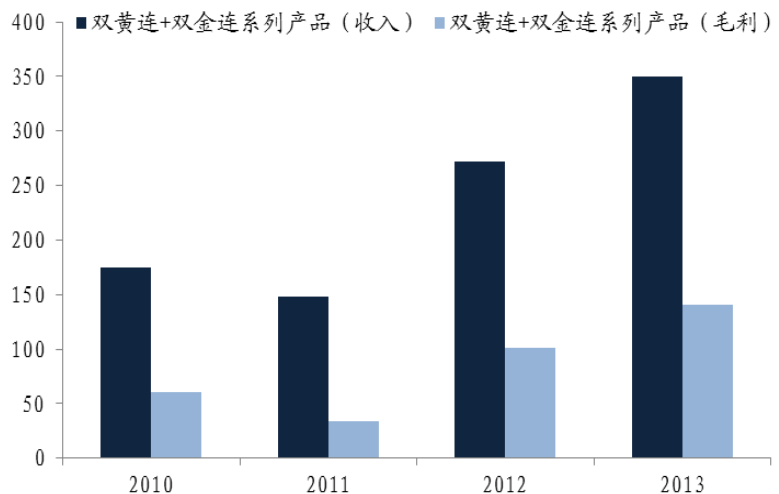
图 4: 公司双黄连系列产品各有特色

| | 2013年销售收入预测 | 产品特点 | 目录情况 |
|--|-------------|-------------------|------------------|
| 双黄连口服液  | ● 约1.2亿 | ● 公司核心利润品种，市场份额第一 | ● 09版307基药 |
| 双黄连口服液（浓缩型）  | ● 约1.5亿 | ● 浓缩剂型为市场独家 | ● 09版307基药 |
| 双金连合剂  | ● 约0.35亿 | ● 独家品种 | ● 江苏、广东等9个省份医保增补 |
| 双黄连合剂  | ● 约0.25亿 | ● 独家剂型 | ● 12版520基药 |
| 双黄连口服液（儿童型）  | ● 约0.15亿 | ● 独家儿童剂型 | |

资料来源：CFDA，米内网，国泰君安证券研究。

公司核心制剂产品线双黄连系列产品 2013 年整体销售收入约 3.5 亿，毛利约 1.5 亿，是公司的主要毛利来源（占比超 50%）。

图 5: 双黄连+双金连是公司核心制剂产品线（百万）



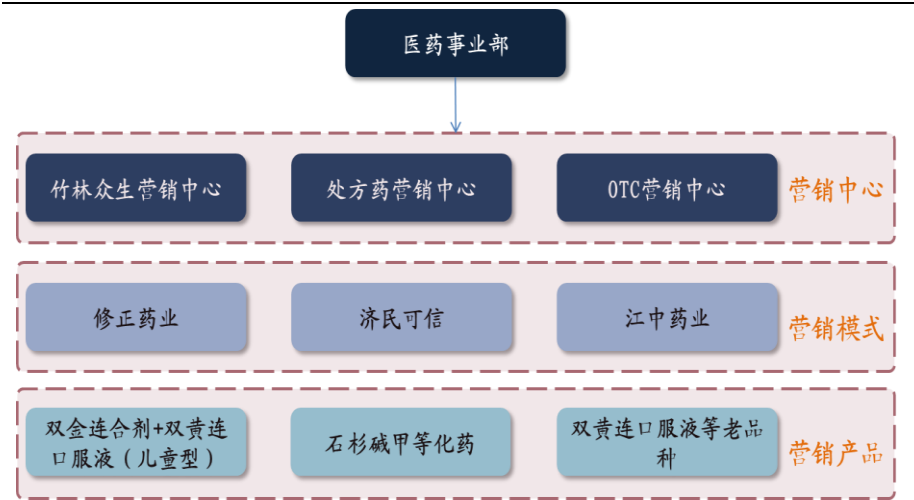
资料来源：公司公告，米内网，国泰君安证券研究

3.2. 营销架构调整，发力儿童双黄连和双金连

因公司产品线大多为老品种，在经历近 10 年的运营后，原有的销售体系已经无法为公司带来持续增长。公司从 2011 年开始营销改革，将处方药和 OTC 分部经营，并尝试通过人才引进探索不同类型的销售模式。

2014 年公司为进一步发掘产品成长潜力，再次对营销架构进行调整，专门成立竹林众生营销中心对双金连和儿童剂型双黄连口服液两个终端价格相对较高的品种采用“修正”模式（分层大包）进行销售。

图 6: 太龙药业现有制剂营销体系



资料来源：公司网站，国泰君安证券研究

3.2.1. 独家品种双金连有过亿潜力

双金连是在双黄连组方基础上增加柴胡和金莲花改进而成的独家专利品种，但因双金连与双黄连在适应症上差异不大（双金连是辛凉解表，清热解毒；双黄连是疏风解表，清热解毒），公司对双金连的产品定位一直较为模糊。

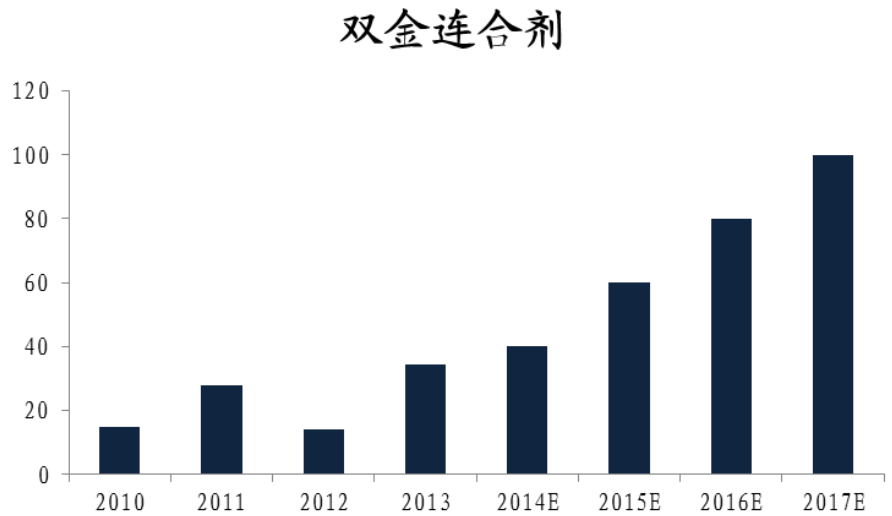
2014 年公司引入修正模式，是战略上对双金连重新梳理和定位。我们认为凭借价格优势（10ml*10 规格，双金连平均中标价约 17 元，远超同类竞品）、营销优势（修正模式比较适合价格空间较大的 OTC 品种），双金连未来有望成为公司第三个过亿品种。

表 1: 双金连合剂价格优势明显

| 产品名称 | 规格 | 产品特征 | 平均中标价 | 公司 |
|--------|---------|------|-------|-------|
| 双金连合剂 | 10ml*10 | 独家品种 | 17 | 太龙药业 |
| 双黄连口服液 | 10ml*10 | 多家 | 6.7 | 珍宝岛药业 |
| 双黄连口服液 | 10ml*10 | 多家 | 11 | 三精制药 |
| 双黄连口服液 | 10ml*10 | 多家 | 6.4 | 福森药业 |

资料来源：药智网，国泰君安证券研究

图 7: 双金连合剂有过亿潜力 (百万)



资料来源: 米内网, 国泰君安证券研究

3.2.2. 儿童双黄连口服液符合市场需求和政策方向, 潜在空间大

公司研发的双黄连 (儿童专用剂型) 是目前市场上唯一的双黄连口服液儿童剂型, 我们认为儿童用药无论潜在市场空间或是政策支持, 未来都有大机会:

- 卫计委相关统计, 中国现有儿童 2.2 亿, 占全国总人口的 16.6%, 但儿童专用药品数量不到总药品数量的 5%。
- 儿童用药受制于受试人群、研发成本等因素限制, 研发生产较少, 在整体药品供应格局中一直处于供不应求状态, 大部分时候患儿只能被迫使用成人规格。
- 卫计委等六部委 2014 年 6 月份曾专门联合发布《关于保障儿童用药的若干意见》从注册审评、生产、定价、报销等各方面给予儿童用药大力支持。

公司的双黄连 (儿童专用剂型) 2013 年上市, 目前销售收入只有约 1500 万。我们认为儿童双黄连符合市场需求和政策引导方向, 凭借双黄连系列产品长期积累的 OTC 渠道优势、品牌优势以及营销新模式的带动, 未来有望实现翻倍增长, 成为公司又一大品种。

同时公司可能会继续整合其它儿童用药 (目前已经准备小儿复方鸡内金咀嚼片), 构建儿科用药产品线, 形成规模优势。

4. 资本运作平台战略逐步落地

2013 年公司提出“一核两翼多平台”发展战略, 即“以大健康为核心, 以实体主业经营、资本运作为两翼”。我们认为公司的资本运作思路包括三个方向:

- 1) 优质资产并购。如公司将新领先和桐君堂等能提供稳定现金流

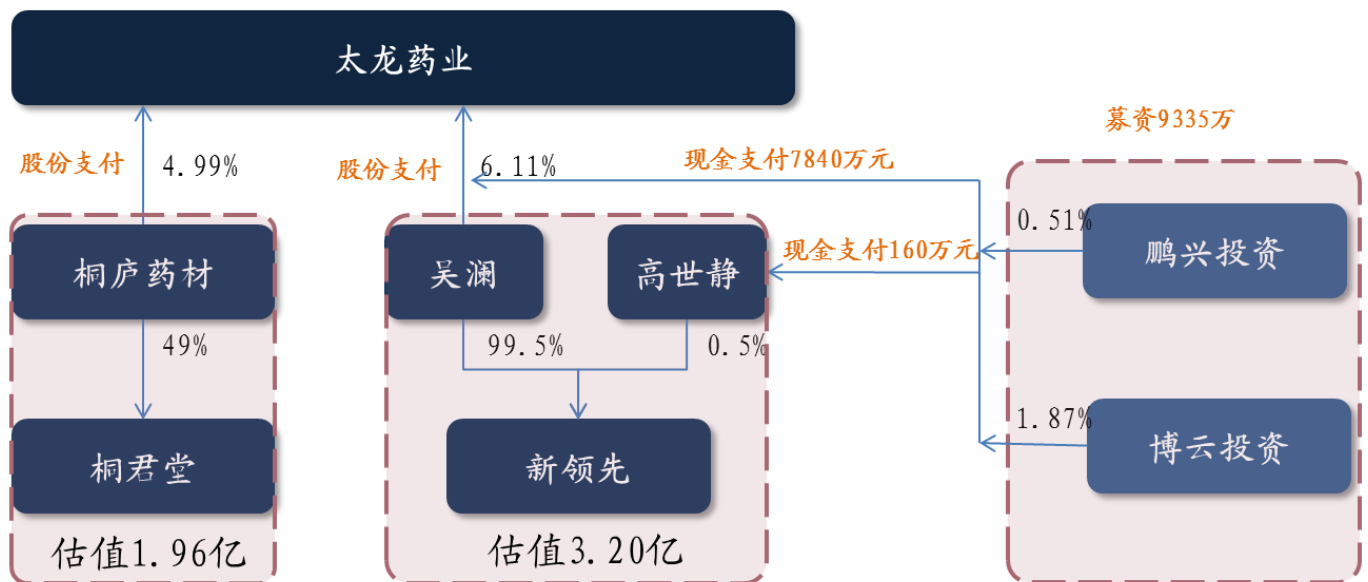
的标的通过发行股份和部分现金支付的形式吸纳入到上市公司。随着新领先和桐君堂并购的完成，预计未来公司将会继续外延并购优秀资产。

- **2) 存量资产优化。**如公司专门设立子公司对输液资产进行处理，预计公司未来将对现有产品和资产重新梳理，实现存量资产的优化，完成战略聚焦。
- **3) 潜力产品吸收。**如公司并购小儿复方鸡内金咀嚼片等与公司现有产品线能够形成优势互补的产品。预计公司未来将结合自己在双黄连系列产品的运作经验吸收更多的潜力品种。

4.1. 新领先和桐君堂只是第一步

2014年9月公司发布公告，将发行股份及支付现金收购新领先100%股权以及桐君堂剩余49%股权，标志着公司资本运作开始有实质性动作。

图 8: 公司资本运作平台战略走出第一步，收购新领先及桐君堂剩余股权



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究。注释：吴澜、桐庐药材均签署业绩对赌协议，如业绩高于预期，则奖励金额=（累计实现净利润数 - 累计承诺净利润数）× 50%。

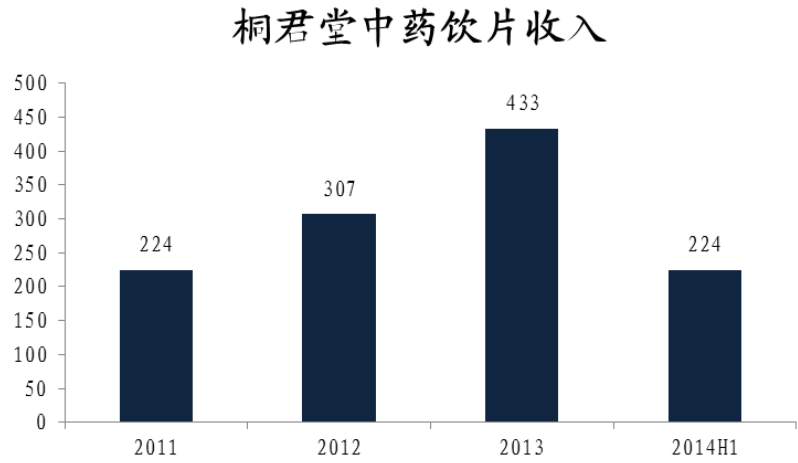
4.2. 百分百控股桐君堂，提升盈利能力

4.2.1. 桐君堂资质优良，中药饮片发展迅速

桐君堂是浙江省非物质文化遗产“桐君中药文化”的保护单位，主要业务为生产销售中药饮片，在浙江省拥有较强的品牌知名度。2006年公司从杭州桐庐药材公司购得桐君堂51%的股份。

桐君堂主要产品中药饮片数量高达700多个品种、1100多个品规。凭借在浙江当地的品牌优势，桐君堂中药饮片增长迅猛，过去三年平均增长率为38.63%

图 9: 桐君堂中药饮片收入迅猛增长 (百万)

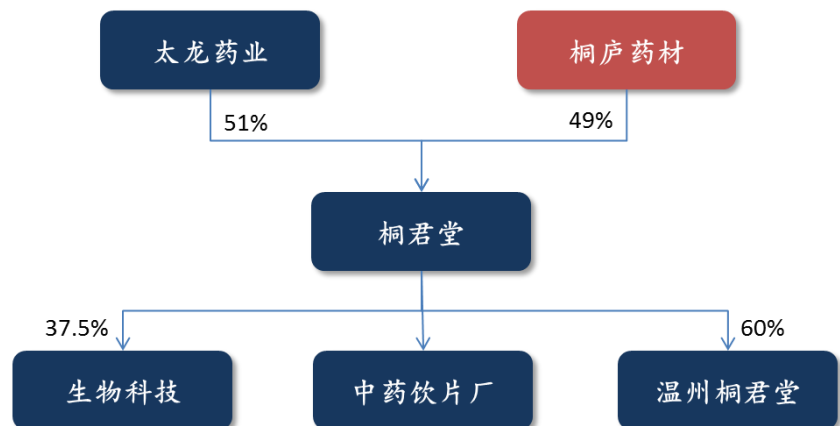


资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.2.2. 增强资金实力, 奠定长期发展基础

中药饮片的采购模式要求大量的营运资金投入, 但受制于股权约束, 公司难以对桐君堂进行资金补充, 根据公司公告, 2013 年度桐君堂营业收入 5.39 亿元, 平均营运资金仅为 3974.31 万元, 只占营业收入 7.37%, 与同期中药行业上市公司 38.76% 的比例相比, 明显较低。公司本次计划向桐庐药材发行股份收购剩余 49% 的股权, 完成百分百控股。预计公司完成收购后, 将加大对桐君堂现有中药饮片业务的营运资金投入, 并逐步扩大产品的销售范围 (预计可能会首先向公司所在的河南地区扩张)。

图 10: 公司将完成桐君堂剩余 49% 股权收购

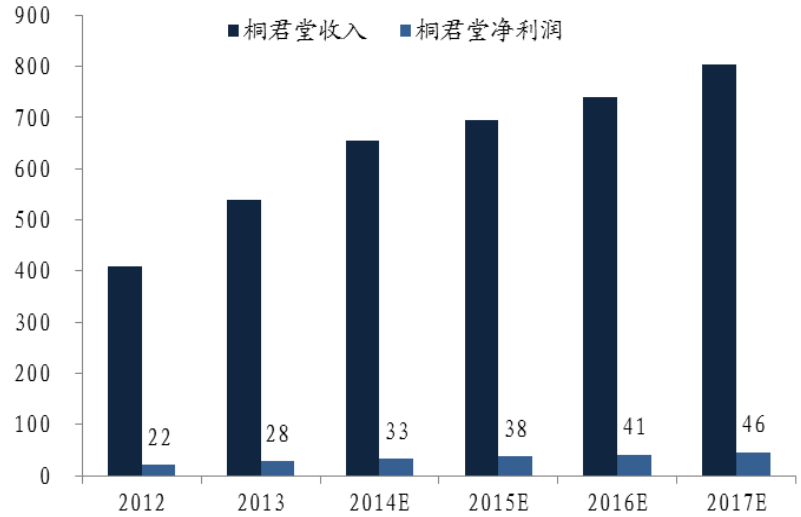


资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 注释: 公司将收购桐庐药材剩余 49% 股权

根据公司评估报告和业绩承诺, 预计 2014 年桐君堂收入为 6.5 亿, 如全部并表, 归母净利润约 3300 万, 未来 3 年净利润平均增速为 12%。考虑到公司已约定业绩奖励 (奖励金额 = (累计实现净利润数 - 累计承

诺净利润数) × 50%), 未来业绩超预期的可能性较大, 预计未来桐君堂净利润至少保持 20% 以上增长。

图 11: 桐君堂收入利润预测 (百万)

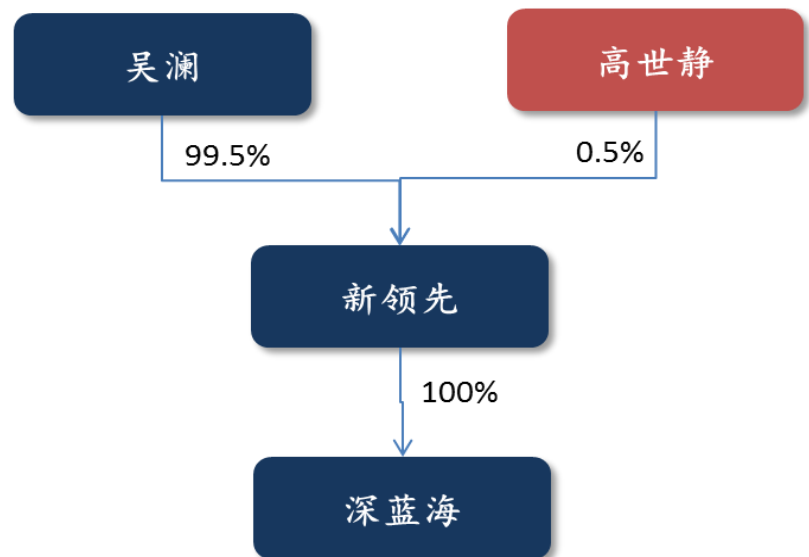


资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 注释: 利润为业绩承诺

4.3. 新领先: CRO 项目储备丰富, 业绩增长稳定

新领先是一家主要从事 3 类和 6 类化学药品临床前研发和技术服务的 CRO 公司, 主要研究领域包括心脑血管、神经精神等。公司已与山东步长制药、瑞阳制药、辰欣制药等国内优秀化药企业建立了长期友好合作关系。

图 12: 新领先股权结构图



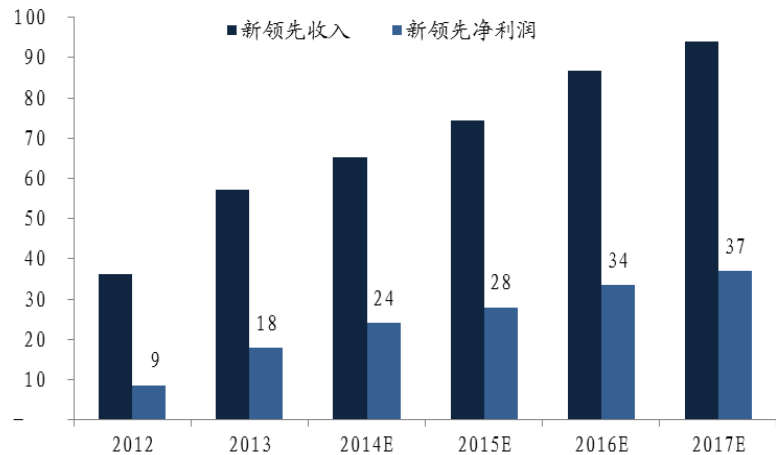
资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 注释: 高世静收购完成后将退出

新领先目前项目储备丰富, 整体研发团队约 100 人, 在合成工艺研究、质量研究和制剂工艺研究上优势突出。随着已有项目的推进和新项目的引入, 新领先收入利润将保持平稳快速增长, 可为太龙药业提供稳

定的利润支撑。

根据公司评估报告和业绩承诺，预计 2014 年新领先收入为 6500 万，净利润 2400 万，未来 3 年净利润平均增速为 16%。考虑到公司已约定业绩奖励（奖励金额=（累计实现净利润数 - 累计承诺净利润数）× 50%），未来业绩超预期的可能性较大，预计未来新领先实际净利润至少保持 25% 以上增长。

图 13：新领先将为公司提供稳定利润来源（百万）



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究，注释：利润为业绩承诺数据

4.4. 外延继续，斩获又一儿科品种

2014 年 12 月公司公告称拟以 2550 万元收购施美制药的小儿复方鸡内金咀嚼片。该品种属于 OTC 甲类独家剂型品种，主要用于小儿因脾胃不和引起的食积胀满，饮食停滞，呕吐泄泻。预计 2013 年销售额 1000 万左右。

小儿复方鸡内金较为契合公司现有以零售连锁为主的销售渠道，能够与公司现有的双黄连口服液（儿童剂型）形成协同效应。随着更多优质儿童品种的纳入，公司未来有望打造形成全方位的儿童用药产品线。

4.5. 大输液资产整合进行时

2014 年 12 月 26 日公司公告称拟以郑州高新区中原大输液生产车间所在的土地及所有设备出资成立全资子公司“河南桦玉实业有限公司”。该部分资产是公司将大输液生产线搬迁至河洛大输液厂后的剩余资产，一直未进行有效处理，本次设立子公司，将有利于公司盘活闲置资产。

同时公司公告称将分公司河洛制药厂的资产整体转让给子公司河南河洛太龙制药有限公司。河洛制药厂主要为公司现有的输液生产线，该生产线在建成投产后，由于市场环境变化和自身定位原因，并未大规模生产。本次将其由分公司转让到子公司后，利于后期资本和资产运作，实现闲置资产优化，提高公司整体经营效率。

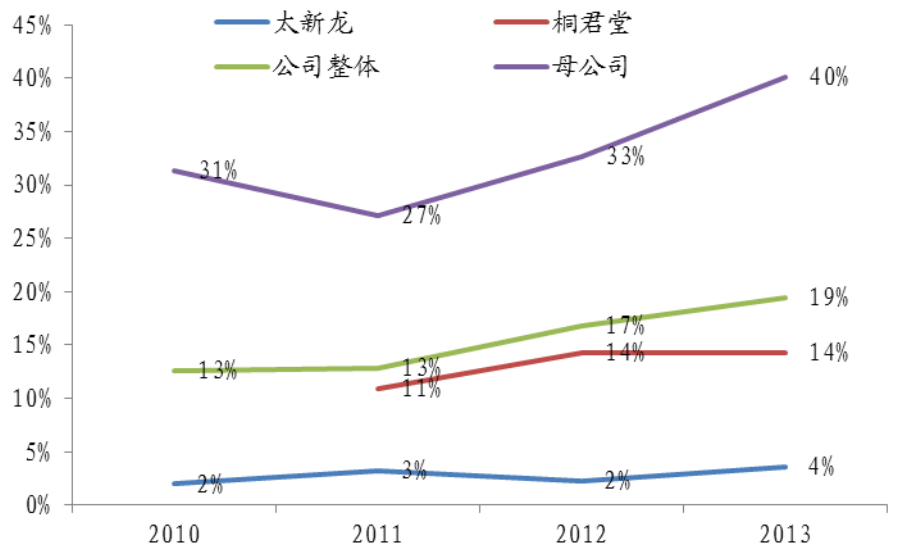
目前公司的大输液相关资产基本处于闲置状态，根据公司公告，原大输液厂所在地资产评估价格为 8072.95 万元，河洛制药厂账面净资产为 8230.89 万元。如果未来整合进展顺利，假设按账面净资产或评估价直

接出售，则可能给公司回笼现金 1.5 亿元。

5. 原有财务基础薄弱，盈利能力还有较大改善空间

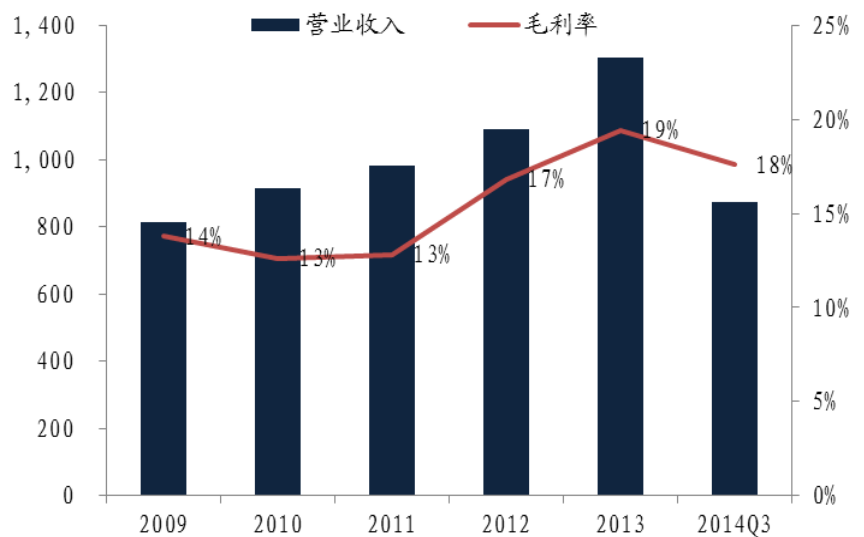
公司 2013 年收入 13.04 亿，毛利为 2.53 亿，毛利率只有 19%，主要是公司太新龙商业业务毛利率较低（太新龙收入约 3.6 亿，但毛利率只有 3%左右）。剔除医药商业影响，可以看到，由于产品线老化等因素，公司各项制药业务的毛利率也都偏低，随着激励理顺、机制到位，有改善提升空间。未来随着公司未来逐步向制剂、研发、中药饮片等高毛利业务持续转型，公司毛利率还有较大结构性提升空间

图 14: 公司各项业务毛利率均偏低



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究。太新龙主要为商业业务，桐君堂为中药饮片业务，母公司主要为制剂工业业务。

图 15: 公司整体毛利率偏低，未来还有结构性提升空间



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究。

2013 年公司净利润为 3600 万，净利率只有 2.8%，其中财务费用 4300

万，作为一家制药业为主的公司财务费用明显超过净利润并不正常，财务负担过重。随着公司大输液相关资产的盘活、以及后续类似本次配套融资收购的进行，公司将得以补充流动资金，从而降低财务费用。截至2014年三季度，公司借款（短期+长期）合计约5.7亿，假设未来能够降低3亿的付息借款，公司将节约2000万的财务费用，静态增厚2013年公司净利润55%。

表 2: 2013 年公司财务费偏高，未来有较大改善空间（百万元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014Q3 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 813 | 913 | 981 | 1,089 | 1,305 | 872 |
| 归母净利润 | 30.2 | 24.3 | 12.8 | 20.2 | 36.1 | 11.2 |
| 净利率 | 3.7% | 2.7% | 1.3% | 1.9% | 2.8% | 1.3% |
| 财务费用 | 15.3 | 14.3 | 27.3 | 34.8 | 42.7 | 32.6 |
| 财务费用/净利润 | 51% | 59% | 214% | 172% | 118% | 290% |
| 借款合计（短期+长期） | 281 | 353 | 482.3 | 496.8 | 530.45 | 575 |
| 借款利息费用估算 | 17.05 | 16.43 | 28.41 | 34.68 | 43.15 | 34.5 |

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

6. 盈利预测与估值

6.1. 整体业绩保持平稳增长态势

随着营销改革推进，公司原有双黄连系列将保持平稳增长，从而带动公司整体收入利润平稳增长。而如果公司成功完成桐君堂和新领先的收购，将带动公司收入利润快速增长。内外兼修的发展路径，有望使公司业绩从2013年的约3600万元，三年后跨越式发展至2016年的1.4亿元。

表 3: 公司盈利预测分析（百万）

| | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|-----|------|-------|-------|-------|
| 母公司 | 收入 | 404 | 457 | 546 | 670 |
| | 净利润 | 23 | 18 | 28 | 47 |
| 太新龙 | 收入 | 360 | 288 | 332 | 381 |
| | 净利润 | 4 | 2 | 3 | 4 |
| 桐君堂 | 收入 | 539 | 647 | 776 | 932 |
| | 净利润 | 28 | 33 | 41 | 50 |
| 新领先 | 收入 | 57 | 69 | 87 | 111 |
| | 净利润 | 18 | 24 | 33 | 42 |
| 备考盈利预测 | 收入 | 1305 | 1462 | 1742 | 2096 |
| | 净利润 | 36 | 76 | 104 | 141 |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。备考盈利预测为假设公司完成桐君堂和新领先的收购；未考虑少量内部抵消；因桐君堂之前收入并表，收购后主要体现为归母净利润变化。

6.2. 相对估值

若不考虑本次并购，预计2014-16年公司EPS为0.09/0.12/0.17元；若

考虑桐君堂和新领先并表, 则备考 EPS 为 0.15/0.18/0.25 元。考虑到桐君堂和新领先具有良好的盈利能力, 且公司重组已通过证监会审批, 考虑公司处于拐点型发展阶段, 给予一定估值溢价, 目标价 9 元。

表 4: 同类上市公司 PE 比较

| 公司名称 | 代码 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE | | | |
|------|--------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| | | 20141231 | | | | | | | | |
| 佐力药业 | 002626 | 12.77 | 0.56 | 0.32 | 0.39 | 0.49 | 23 | 40 | 33 | 26 |
| 振东制药 | 300255 | 13.17 | 0.26 | 0.33 | 0.41 | 0.50 | 51 | 39 | 32 | 26 |
| 贵州百灵 | 600267 | 41.05 | 0.57 | 0.67 | 0.82 | 0.98 | 72 | 61 | 50 | 42 |
| 平均值 | | | | | | | 47 | 38 | 31 | |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。EPS 预测值为 wind 一致预期的平均值。

6.3. 重组后公司整体估值: 绝对估值

在重组完成假设下, 采用三阶段模型对公司价值进行现金流贴现。

核心假设: 1) 桐君堂、新领先收入利润快速增长, 2) 双黄连口服液 (儿童剂型) 和双金连保持高速增长。

基于以上假设, FCFE 估值法下公司的合理估值为 9.4 元。

表 5: 绝对估值基本假设

| 参数项目 | 参数值 | 参数项目 | 参数值 |
|--------------|-------|---------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 0.93 | T | 22.82% |
| 无风险利率 | 3.00% | Ka | 9.05% |
| 股票风险溢价 | 6.50% | 有杠杆 Beta | 1.03 |
| 公司股价 (元) | 7.13 | Ke | 9.72% |
| 发行在外股数 (百万) | 497 | E/(D+E) | 87.30% |
| 股票市值(E, 百万元) | 3541 | D/(D+E) | 12.70% |
| 债务总额(D, 百万元) | 515 | WACC | 9.01% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率 (10 年后) | 3.0% |

数据来源: wind、国泰君安证券研究

7. 风险分析

- 平台战略进展低于预期风险: 公司存在因收购成本过高或者监管部门审批无法通过导致公司存在资本运作平台战略无法推进的风险。
- 产品线过于集中风险: 公司主要利润源自于双黄连系列产品, 存在产品线过于集中风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|------|---------------------------|
| 1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上 |
| 2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |