

生物医药行业  
公司点评报告

# 太安堂 (002433)

评级: 维持 买入

收盘价 (元) 25.20

目标价 (2012E) 29.10

### 市场数据

52 周内最高价 (元) 36.40

52 周内最低价 (元) 20.49

市净率 2.47

总股本 (亿股) 1.00

流通 A 股 (亿股) 0.40

流通 B 股或 H 股 (亿股) 0.00

总市值 (亿元) 23.86

流通 A 股市值 (亿元) 9.54

流通 B 股或 H 股市值  
(亿元) 0.00

### 相对股价表现



### 相关研究:

《百年太安堂，新品助增长》，  
2011.11.28

### 生物医药研究小组

李顶峰

证书编号 S0120511030002

联系人:

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中

心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

## 收购宏生集团优质资源，盈利贡献有待观察

### 事件:

公司 2011 年 12 月 5 日公告，使用资金 1.36 亿元（其中超募资金 7777 万元，自有资金 5823 万元）收购潮州市杉源投资有限公司 100% 股权，间接控股其持有 52.396% 股份的广东宏兴集团股份有限公司。

货币支付方式分三期:

第一期付款: 在合同订立之日起 3 个工作日内，向转让方支付定金人民币 2,000 万元;

第二期付款: 标的股权过户至公司名下的当日，向转让方支付总价款的 90%，即人民币 10,240 万元 (含定金);

第三期付款: 标的股权交割完毕之日起 1 个月内，向转让方支付总价款的 10%，即人民币 1,360 万元。

杉源投资最近一年及一期主要财务指标数据如下:

	2011年10月31日	2010年12月31日
总资产	142,824,492.66	142,546,870.38
总负债	122,096,733.75	121,819,713.52
净资产	20,727,758.91	20,727,156.86
归属于母公司股东权益	6,271,523.62	6,286,040.50
	2011年1-10月份	2010年度
营业收入	40,794,634.94	41,726,027.26
净利润	602.05	-1,857,384.66

### 点评:

● **实质控股宏兴集团:** 杉源投资属于投资控股公司，自身无实体经营业务，持有广东宏兴集团 52.396% 的股份，除此之外并未有其他股权投资项目。杉源投资评估净资产为 1268 万元，太安堂出资 1.36 亿元，PB10.7 倍，我们认为此次收购价格偏高，溢价主要来自于宏兴集团的药品生产文号等无形资产。因此，本次收购实质上是为了取得宏兴集团控股权。

● **“南宏兴”历史背景:** 广东宏兴集团股份有限公司前身始创于清康熙年间 (1662)，建国前名称为“宏兴药行”，1956 年，“宏兴药行”、“紫吉庵药店”、“大娘巾卫生馆”合并成立公私合营宏兴制药厂，后转为地方国营潮州市宏兴制药厂，1992 年成为广东省最早进行股份制改造的企业之一，正式命名广东宏兴集团股份有限公司。

● **宏兴集团业务:** 企业目前是一间从事中药生产、销售、科研的专业制药集团公司，拥有中成药、保健品、中药饮片三个生产基地，其中中成药、中药饮

片基地通过 GMP 认证。拥有丹田降脂丸、复方鹧鸪菜散、心灵丸、参七脑康胶囊、调经白带丸等 12 个品种为全国独家品种，心灵丸、通窍益心丸 2 个品种是国家保密处方品种，产品行销全国及东南亚等国家和地区，重点销售区域为华南地区。主要生产片剂，胶囊剂，颗粒剂，丸剂（蜜丸、水蜜丸、水丸、浓缩丸），散剂，糖浆剂，合剂等 7 个剂型，共 203 个药品生产批准文号。列入 OTC 的共有 128 个品种，列入医保的共有 94 个品种。

- **收购之后的前景展望：**宏兴集团在上世纪九十年代曾辉煌一时，但是由于企业股份制改造不彻底，管理机制老化，一直处于盈亏边缘状况。近年来，领导层采取积极措施，以期改变公司基本面。但是，从目前来看，盈利状况并不理想，近三年，一直无法取得正的经营活动现金流，仅能依靠非经营性投资收益维持微盈利。

图 1：近三年宏兴集团经营收益数据

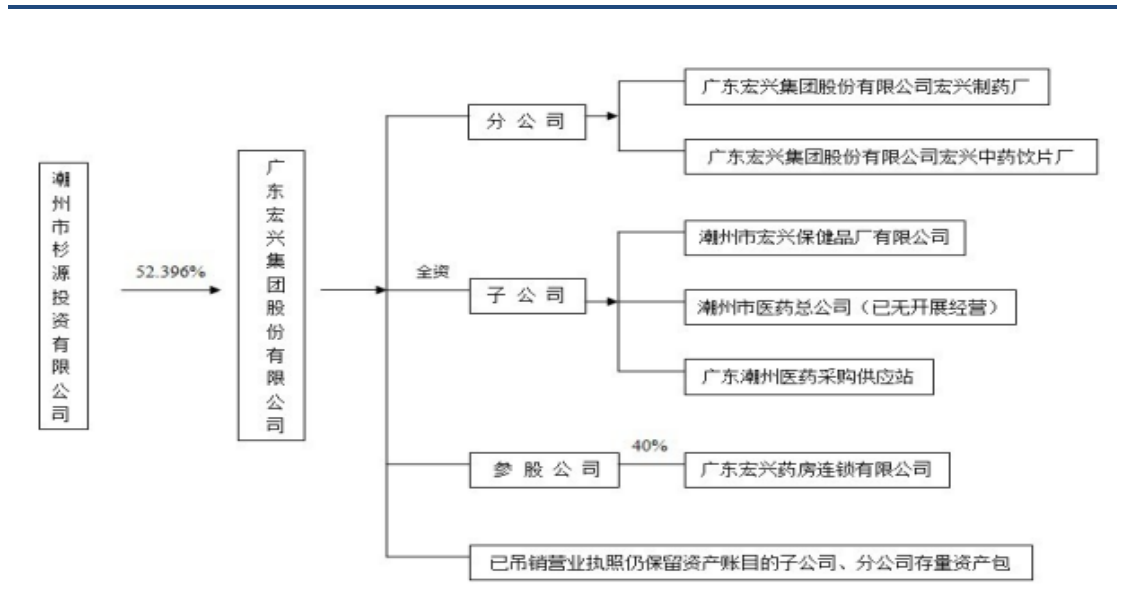
年度	2008 年	2009 年	2010 年
净利润	-2,229,254.45	49,446.85	280,918.71
经营活动净现金流	-1,742,752.77	-1,644,792.53	-1,889,067.45

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

太安堂控股宏兴集团之后，作为上市公司，具有丰富的中药产品销售和管理经验，能够为宏兴集团带来新的活力，为公司的产品销售打开销路。太安堂通过控股宏兴集团可以将进一步丰富自身的产品线，特别是几个独家品种和保密品种，强化自身在中药领域的实力。

- **风险提示：**1. 收购之后的管理整合风险；2. 产品线之间的协同效应不能很好地发挥的风险；3. 宏兴集团未能实现盈利的风险。
- **盈利预测及估值分析：**由于宏生集团未来经营业绩的不确定性，我们暂不考虑收购公司的并表因素，维持之前的预测，预计未来三年的营业收入分别为 4.11，5.58 和 7.45 亿元；归属于母公司净利润分别为 0.73，0.97 和 1.30 亿元；每股收益分别为 0.73，0.97 和 1.30 元。按照 2012 年 EPS，给予 30 倍 PE，目标价为 29.10 元。

图 2: 杉源投资组织架构图



资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

表 1 公司未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	243.78	288.33	314.04	410.70	558.38	745.05
增长率(%)	33.23%	18.28%	8.91%	30.78%	35.96%	33.43%
归属母公司股东净利润	38.29	53.89	56.45	72.75	97.22	130.44
增长率(%)	24.69%	40.76%	4.75%	28.88%	33.64%	34.16%
每股收益(EPS)	0.383	0.539	0.564	0.728	0.972	1.304
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.216	0.473	-0.363	2.849	-1.615	3.175
销售毛利率	38.64%	38.85%	39.72%	40.24%	40.46%	40.48%
销售净利率	16.21%	18.67%	17.98%	17.71%	17.41%	17.51%
净资产收益率(ROE)	22.88%	24.36%	5.81%	6.96%	8.51%	10.25%
投入资本回报率(ROIC)	34.75%	28.64%	22.47%	11.87%	29.03%	21.61%

表 2 公司未来三年财务报表预测

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	243.78	288.33	314.04	410.70	558.38	745.05
减: 营业成本	149.57	176.32	189.30	245.43	332.46	443.45
营业税金及附加	1.74	2.04	2.33	3.04	4.13	5.52
营业费用	29.66	28.96	40.46	65.71	89.34	115.48
管理费用	14.10	11.92	17.50	24.64	33.50	44.70

财务费用	2.33	3.66	-0.63	-13.72	-15.44	-17.56
资产减值损失	-0.08	0.73	1.44	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>46.46</b>	<b>64.71</b>	<b>63.64</b>	<b>85.59</b>	<b>114.38</b>	<b>153.46</b>
加: 其他非经营损益	0.71	2.32	3.36	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>47.18</b>	<b>67.03</b>	<b>67.00</b>	<b>85.59</b>	<b>114.38</b>	<b>153.46</b>
减: 所得税	7.67	13.18	10.55	12.84	17.16	23.02
<b>净利润</b>	<b>39.51</b>	<b>53.85</b>	<b>56.45</b>	<b>72.75</b>	<b>97.22</b>	<b>130.44</b>
减: 少数股东损益	1.23	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>38.29</b>	<b>53.89</b>	<b>56.45</b>	<b>72.75</b>	<b>97.22</b>	<b>130.44</b>
<b>资产负债表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
货币资金	30.62	61.27	460.58	759.15	613.12	948.14
应收和预付款项	57.70	67.70	108.69	65.80	171.38	145.09
存货	28.08	41.53	116.61	-2.85	156.94	48.59
其他流动资产	0.00	0.00	17.72	17.72	17.72	17.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	114.12	140.08	253.00	225.54	198.08	170.62
无形资产和开发支出	7.13	8.97	32.35	28.80	25.25	21.70
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>237.65</b>	<b>319.55</b>	<b>988.95</b>	<b>1094.17</b>	<b>1182.51</b>	<b>1351.87</b>
短期借款	19.50	40.84	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	17.93	25.42	16.98	49.45	40.57	79.49
长期借款	28.00	32.11	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>65.43</b>	<b>98.37</b>	<b>16.98</b>	<b>49.45</b>	<b>40.57</b>	<b>79.49</b>
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	25.63	25.59	694.92	694.92	694.92	694.92
留存收益	66.70	120.59	177.04	249.80	347.02	477.46
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>167.34</b>	<b>221.18</b>	<b>971.97</b>	<b>1044.72</b>	<b>1141.94</b>	<b>1272.38</b>
少数股东权益	4.88	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>172.22</b>	<b>221.18</b>	<b>971.97</b>	<b>1044.72</b>	<b>1141.94</b>	<b>1272.38</b>
负债和股东权益合计	237.65	319.55	988.95	1094.17	1182.51	1351.87
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
经营性现金净流量	21.56	47.32	-36.33	284.86	-161.47	317.46
投资性现金净流量	-58.05	-34.75	-191.21	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	5.03	21.91	623.98	13.72	15.44	17.56
<b>现金流量净额</b>	<b>-31.46</b>	<b>34.48</b>	<b>396.44</b>	<b>298.58</b>	<b>-146.03</b>	<b>335.02</b>

## 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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级

### 一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq$ 20%  
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%  
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%  
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>$ 10%

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。