

中药
署名人: 余方升
S0960511090002
021-52286447
yufangsheng@cjis.cn

太安堂

002433

推荐

启动战略转型之路

6-12个月目标价:

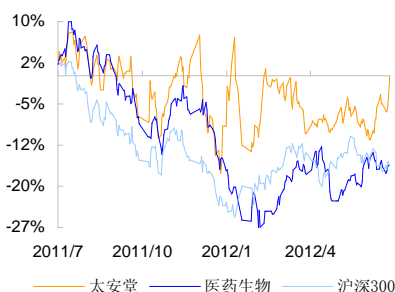
当前股价: 23.47元
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2225.43
总股本(百万)	100
流通股本(百万)	39
流通市值(亿)	9
EPS	0.74
每股净资产(元)	9.96
资产负债率	27.55%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
太安堂	8.86	9.85	42.32
医药生物	7.10	12.19	12.66
沪深300指数	-5.85	-0.54	6.66



投资要点:

- **公司产品资源比较丰富,心脑血管和不孕不育市场是未来拓展重点。**公司产品牌历史悠久,但前期营销资源的缺乏使得潜力品种未得到充分开拓。近年在原有中药皮肤药的基础上,通过完善产品结构,进行主业战略调整,初步形成了皮肤类、心脑血管类、不孕不育症三大优势系列药品格局;
- **麒麟丸、心宝丸等主导品种成长性值得关注。**皮肤药仍是目前最大的销售品类,预计未来3年将保持12%以上的稳健增势。麒麟丸作为独家生产的国家二级中药保护品种,在治疗男女两性由于肾脾两虚、肝肾不足引起的生殖功能及性功能减退等导致的不孕不育疾病方面疗效突出。今年1季度销售收入已突破3000万,同比增长270%,预计2012年销售将超过1亿,有较大增长空间。心宝丸在低端心脑血管市场具有价格优势,目前已进入了山东、河北、吉林、新疆4省基药目录,今年营收有望翻番至接近1亿。此外,去年代理的痛经软膏开始在北京、上海、深圳、重庆、广州等重点城市进行推广,初期市场拓展情况较顺;
- **宏兴集团处于整合阶段。**公司去年底收购的宏兴集团,拥有丹田降脂丸、心灵丸、滋肾宁神丸、参七脑康胶囊、复方鹧鸪菜散、调经白带丸等多个独家品种,目前人员整合和经营调整已经开始逐步落实;
- **推荐评级。**公司整体处于主业转型期,销售渠道和网络正在加强健全,未来有待持续优化和提升,同时增发募投项目的实施将夯实产业链发展基础。我们预计公司2012-14年EPS为1.03、1.40和1.85元,同比分别增长40%、36%和32%(增发摊薄后为0.74、1.01和1.33元),给予推荐的投资评级,建议保持关注。

风险提示: 资源整合和销售拓展进度不顺。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	417	611	808	1038
收入同比(%)	33%	47%	32%	28%
归属母公司净利润	74	103	140	185
净利润同比(%)	31%	40%	36%	32%
毛利率(%)	42.4%	44.3%	45.3%	46.0%
ROE(%)	7.4%	9.4%	11.3%	13.0%
每股收益(元)	0.74	1.03	1.40	1.85
P/E	31.65	22.68	16.73	12.69
P/B	2.36	2.13	1.89	1.65
EV/EBITDA	24	16	12	9

资料来源:中投证券研究总部

相关报告

目 录

一、公司产品资源较为丰富	3
二、主导产品成长性值得关注	4
2.1 心宝丸 - 低端市场具备明显竞争优势	4
2.2 麒麟丸 - 不孕不育中药第一品牌	6
2.3 皮肤药 - 保持稳增态势	8
三、宏兴集团正处于整合阶段	10
四、销售体系继续加强健全	12
五、增发募投项目有望夯实产业链发展基础	14
六、推荐评级	15
附录：公司简介	16

一、公司产品资源较为丰富

太安堂品牌历史悠久，始创于明隆庆元年 1567 年，其医药核心技术源自太医院。2000 年，第十三代传人柯树泉创办制药企业，先后收购太安堂制药、雷霆国药，尤其是在 2011 年底收购潮州市杉原投资有限公司间接控股宏兴集团获得其 203 个药品批文后，公司的产品线得到了很大补充。

目前公司拥有 352 个药品生产批件，22 个独家品种，品种资源数量已经与九芝堂、佛慈制药等中药老字号处于同等水平。

表 1：与公司类似的中药老字号产品批文情况

公司	品牌历史	产品情况
太安堂	始创于明隆庆元年即 1567 年，其医药核心技术源自太医院。	公司目前拥有软膏剂、丸剂等 18 个剂型的 352 个药品品种的生产批件，其中 3 个产品是国家中药保护品种，22 个药品独家品种，97 个药品被列入基本药物目录，175 个药品被列入医保目录。 主要产品为消炎癣湿药膏、心宝丸、麒麟丸等。
同仁堂	创建于清康熙八年（1669 年），自雍正元年（1723 年）正式供奉清皇宫御药房用药，历经八代皇帝，长达 188 年。	同仁堂股份公司拥有 800 多个药品文号，其中包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸、乌鸡白凤丸等品牌名药。 另外同仁堂科技拥有 200 多个药品文号。
九芝堂	前身“劳九芝堂药铺”创建于 1650 年，中国著名老字号之一。	公司拥有 338 个药品生产批文，30 多个独家品种。 主要产品为驴胶补血颗粒，六味地黄丸，斯奇康注射液，健胃愈疡片、补肾固齿丸、裸花紫珠片等。
佛慈制药	1929 年，创始人玉慧观在上海创立，是我国第一家采用“中药西制”的方式生产浓缩丸的企业。	有 462 个药品生产批号，目前常年生产 152 种产品，产品剂型以浓缩丸为主。 主要产品为六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸等。

资料来源：各公司网站 不完全统计 中投证券研究总部

近年，公司在原有优势产品—中药皮肤药的基础上，通过丰富自身产品结构，拓展原有储备的潜力品种，逐渐形成皮肤病类（消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏等）、心血管疾病类（心宝丸、心灵丸、冠心康片、冠心康胶囊、丹田降脂丸等）、不孕不育症（麒麟丸）三大优势系列药品格局。

同时，通过自主研发创新、产业整合、独家代理等形式扩充产品线，充实公司在呼吸科疾病用药（白绒止咳糖浆等）、儿科保健用药（复方鹧鸪菜散等）、健康保健用药（祛痹舒肩丸）、妇科疾病用药（痛经软膏等）等领域药物品种，加强完善公司中药特效药产品线。

表 2: 公司主要产品线情况

产品分类	主要产品名称
皮肤药类	消炎癣湿药膏、克痒敏醑、解毒烧伤膏、依诺沙星乳膏、酮康唑乳膏、复方酮康唑发用洗剂、复方醋酸地塞米松乳膏、蛇脂维肤膏、皮宝霜、肤特灵霜等
不孕不育类	麒麟丸
心脑血管类	心宝丸、心灵丸、通窍益心丸、冠心康片、冠心康胶囊、解毒降脂片、参七脑康胶囊、丹田降脂丸、复方丹参片等
妇科类	痛经软膏(独家代理)、调经白带丸、千金止带丸、妇科白凤口服液、乌鸡白凤丸、乌金丸、痛经丸、十二太保丸、参茸保胎丸、产后补丸等
儿科类	复方鸬鹚菜散、保和口服液、天黄猴枣散、保婴散、健儿消食口服液、小儿退热口服液、小儿健脾散等
呼吸科类	白绒止咳糖浆、散痰宁糖浆、解热消炎胶囊、复方川贝止咳糖浆、舒咳枇杷糖浆、银菊感冒片、荆菊感冒片、翠莲解毒片、羚羊感冒胶囊、通宣理肺丸、桑菊感冒片、银翘解毒片(银翘解毒丸)等
消化系统类	复方胆通片(复方胆通胶囊)、莲胆消炎片、葛根苓连片、保和丸(保和片、保和口服液)、陈夏六君子丸、香砂六君丸、安胃片、利胆片等
其他类	祛痹舒肩丸、痔瘕舒丸、滋肾宁神丸、长春宝口服液(长春宝丸)、古楼山跌打酒(古楼山跌打丸)、千金茶、龟鹿宁神丸、茸坤丸、舒筋活络丸、加味藿香正气丸、上清丸等

资料来源: 公司资料 中投证券研究总部

二、主导产品成长性值得关注

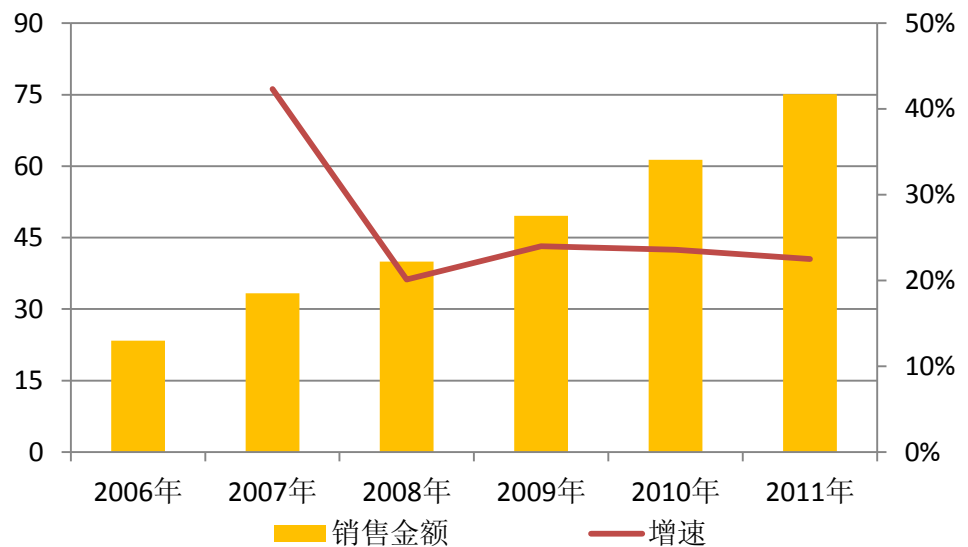
2.1 心宝丸 - 低端市场具备明显竞争优势

随着我国人口的增长、人口老龄化的加速、经济的持续发展和人民生活水平的不断提高、新医改的稳步推进,我国医药市场总体需求将呈稳步增长趋势。心脑血管患病人数逐年上升,老龄人口数量增加,将是心脑血管药物市场规模快速增长的主要驱动力。

因此心脑血管药品市场空间很大,2009年我国心脑血管药物市场规模达到983亿,2010年已经达到1240亿,并继续保持了较好的增势。其中,中成药市场规模2007年达到234亿,2008年为280亿,2009年则上升至348亿,预计2011年已经超过400亿。

从SFDA南方所数据来看,2011年心脑血管样本医院销售规模达到75.1亿,连续5年保持了20%以上的增速,占临床用中成药37.12%份额,高居首位。

图 1: 2006-2011 年样本医院心脑血管中成药市场规模 (单位: 亿)



数据来源: SFDA南方所 中投证券研究总部

心宝丸主要原料为洋金花、鹿茸、人参、附子、肉桂、田七、麝香、蟾酥等, 可用于治疗冠心病、心功能不全、心律失常等心血管疾病, 特别是在治疗心功能不全方面有显著的疗效, 属于国家医保乙类, 国内仅有太安堂和广东心宝制药 2 家生产。该产品有明显价格优势, 日最大服用量价格仅为 2 元多, 比国内同类心脑血管中成药平均价格低 72.51%。

为此公司制定相应的营销策略, 避开与竞品在一线城市的竞争, 主要在二线城市社区医院以及广大乡村地区进行推广, 初步取得了成效。随着公司产能的释放和营销网络的逐渐加强, 今后心宝丸的市场份额有望上升。

表 3: 心脑血管中成药日最大服用量价格对比

产品名称	产品规格 粒 (片) /盒	零售单价 (元)	最大服用量 粒 (片) /日	日最大服用量单 价 (元/日)
通心络胶囊	24	29.8	9	11.17
舒血宁(银杏叶片)	24	38.3	6	9.58
养心氏片	48	29	15	9.06
步长脑心通胶囊	36	33	9	8.25
天保宁(银杏叶片)	18	28.7	6	9.57
复方丹参滴丸	100	16.9	30	5.07
心可舒片	48	19.8	12	4.95
地奥心血康	20	12	6	3.6
其他药品平均	—	26.8	—	8.04
心宝丸	20	7.7	12	2.21

数据来源: 招股说明书 (申报稿) 中投证券研究总部

图 2: 2007-2012 年 1 季度心宝丸销售收入

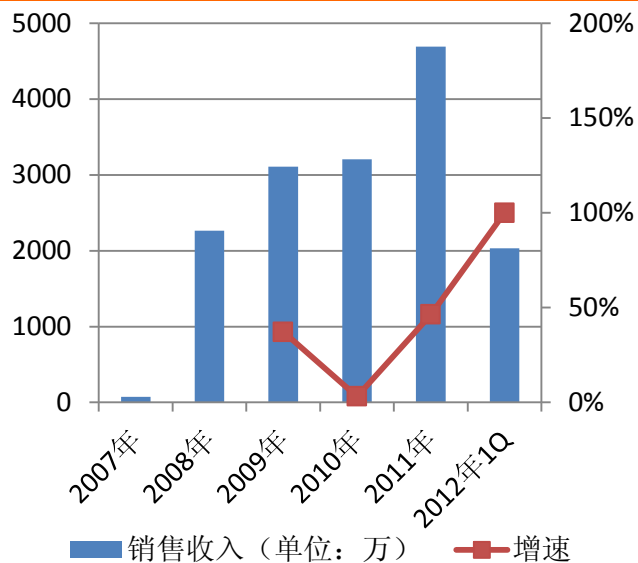
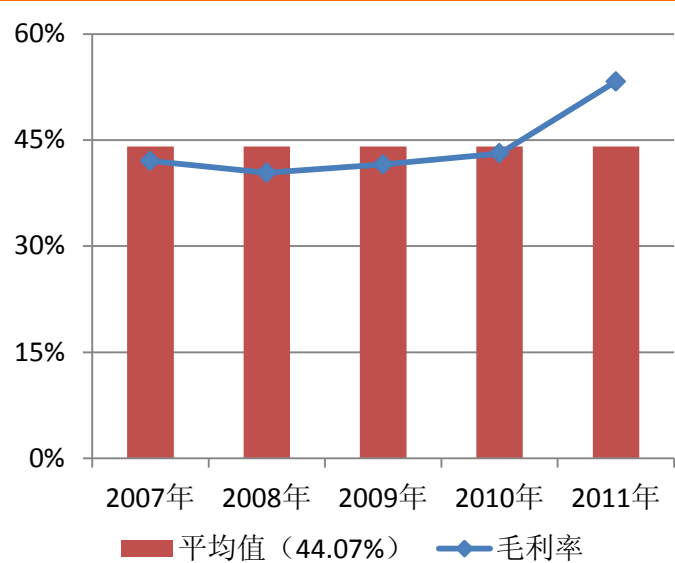


图 3: 2007-2011 年心宝丸毛利率情况



资料来源: 公司历年年报 中投证券研究总部

目前心宝丸已进入了山东、河北、吉林、新疆等 4 省基药目录, 在乡镇卫生院等第三终端有较大拓展潜力, 销售开始逐渐放量。2011 年营收为 4693 万, 从今年 1 季度来看, 销售突破 2000 万, 同比增长翻番, 预计 2012 年将达到 1 亿规模, 未来可望成为 3-5 亿级别品种。

毛利率方面, 由于产品提价, 2011 年增加 10 个百分点至 53.26%, 目前公司在申请 120mg 品规, 未来利润率还有提高空间。

2.2 麒麟丸 - 不孕不育中药第一品牌

受工作压力增大、环境污染、生活方式不健康、晚婚晚育等因素的影响, 我国已婚夫妇的不孕不育发生率已经由上世纪 80 年代中期的 3% 激增到目前的 15%, 世界卫生组织预测, 21 世纪不孕不育将成为仅次于肿瘤和心血管疾病的第三大疾病。据 CMH HealthData Ltd 统计, 2008 年我国不孕不育药物市场的需求已达到 30 亿以上, 不孕不育药物市场孕育着巨大的市场机会。

目前西医的主要治疗方式是使用促卵泡素药物, 通过运用辅助生殖技术治疗。但是存在激素类药物副作用较大和一定技术风险等隐患。

麒麟丸为国家二级中药保护品种, 由公司独家生产, 可用于治疗男女两性由于肾脾两虚、肝肾不足引起的生殖功能及性功能减退等疾病。其治疗范围比五子衍宗丸和调经促孕丸等其它同类中成药品种要广泛, 具有更大的市场前景。

表 4: 不孕不育治疗药品对比

品种	原材料	治疗方式	生产厂家
五子衍宗丸	枸杞子、菟丝子（炒）、覆盆子、五味子（蒸）、车前子（盐炒）	主要治疗肾虚，口服方式	同仁堂，胡庆余堂等
调经促孕丸	鹿茸、淫羊藿、菟丝子、枸杞子、山药、茯苓、黄芪、丹参等	治疗女性由于月经不调而导致的不孕症，口服方式	陕西君碧莎制药等
麒麟丸	何首乌、淫羊藿、党参、锁阳等	治疗男性不育症或女性不孕症，实施技术风险较小，不存在卵巢过度刺激综合征，最大限度保护母体及胎儿安全。口服方式	太安堂
促卵泡素药物	——	副作用较大，辅助技术手段复杂，有较大的技术风险，可能出现卵巢过度刺激综合征，危害母体及胎儿健康，费用高昂。	丽珠医药，瑞士雪兰诺，南京欧加农等

资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究总部

2007 年底，子公司太安堂制药开始生产并销售麒麟丸。初期由于缺乏有效的营销网络，其销售一直处于停滞不前的状态。自公司上市后，对这块进行了重点投入，使得麒麟丸的销售快速增长，2011 年同比增长 223% 达到 4600 多万，占公司总营收比重超过 10%。

作为独家品种，公司议价能力较强，目前 30g * 3 瓶/盒装零售价约 198 元，毛利保持 48% 左右水平。

图 4: 2007-2012 年 1 季度麒麟丸销售收入

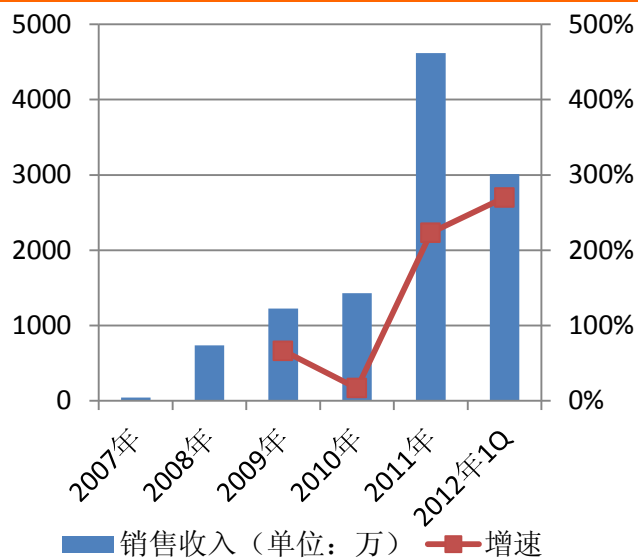
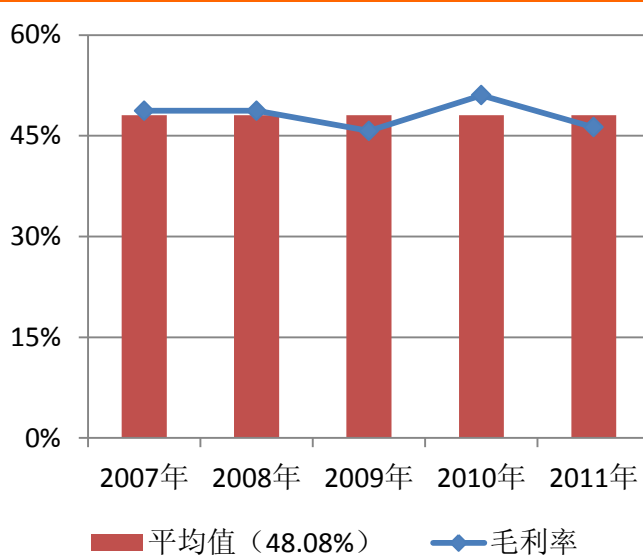


图 5: 2007-2011 年麒麟丸毛利率情况



资料来源：公司历年年报 中投证券研究总部

麒麟丸由处方药事业部专门运作，当前营销队伍约 100 人，主要在北京、上海等大城市医院进行学术推广。今年 1 季度实现销售收入 3012 万，同比增长 270%，终端需求较好。预计 2012 年销售将突破 1 亿，有望成为未来最大的主导品种。

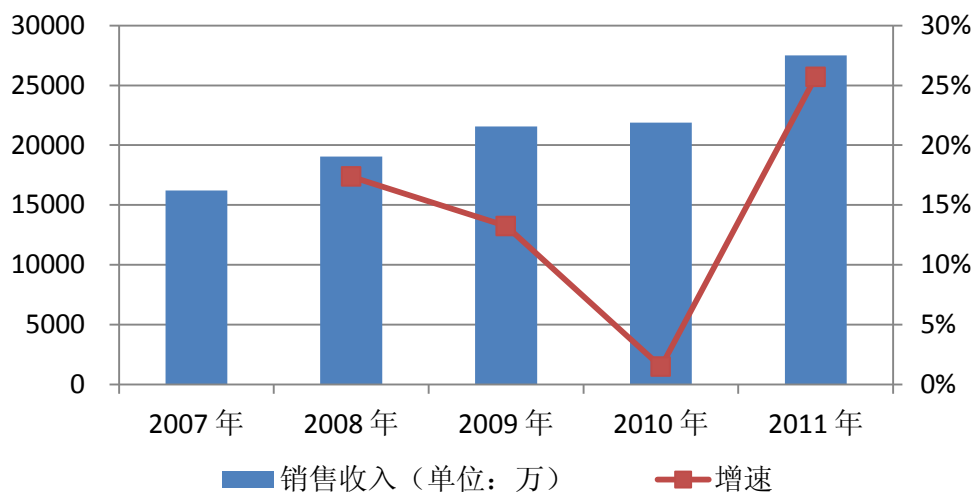
2.3 皮肤药 - 保持稳增态势

我国皮肤病的发病率很高，据有关资料统计，全国总患病率为 1.23%，即约有 0.16 亿人患有不同程度的皮肤病。目前，我国药品零售市场上销售的皮肤科外用 药有 521 个品种，其中化学药品种有近 417 种，占 80%；中成药品种有 104 种左右， 占 20%。从药品功效来看，销售量最大的皮肤病类药品集中在治疗由细菌、真菌、 球菌等致病菌引起的感染性皮炎和因食物、花粉等引起的过敏性皮炎的药品。在皮 肤病外用 药中，用于治疗真菌感染引起的皮肤病的药品尤其突出，占皮肤病外用 药 市场一半左右的份额。

皮肤病作为慢性病，患者接受药物治疗的周期一般较长。如果长期使用西药治 疗，会因为皮肤耐受性的增强而影响治疗效果；同时，人体也容易产生各种不利的 病理变化，副作用较大。中药由于具有毒副作用小、原药材自然、价格相对低廉、 善于治疗慢性病等优点，成为越来越多的患者治疗皮肤病的首选。中药皮肤外用 药可以在一定程度上满足人们对于治疗效果和治疗成本的要求，其占整个皮肤病外用 药市场的份额将会逐步扩大。

据 CMH Health Data Ltd 统计，我国 2005 年、2006 年、2007 年的皮肤药外 用药销售额分别为 66.37 亿元、73.49 亿元和 78.32 亿元，市场容量逐步扩大。 其中，中药皮肤病外用 药规模已从 2003 年的 12.71 亿增长到 2008 年的 21.70 亿， 呈现出逐年递增的态势，并且市场份额也在提高。

图 6: 2007-2011 年公司皮肤药销售收入



数据来源: 公司历年年报 中投证券研究总部

公司的皮肤药业务收入自 2007 年保持了年均 14%的复合增速，2011 年达到 27498 万，毛利率从 37.36%提高至 40.81%。

其中，公司主营产品消炎癣湿药膏因为原药材自然、不含激素，不存在皮肤萎缩、耐受性差等西药常见的副作用，具备疗效独特，简单易用等优点，受到患者青睐。从 SFDA 南方所零售终端数据来看，2010 年消炎癣湿药膏占抗真菌类份额达到 3.5%，并有上升趋势。销售收入由 2007 年的 6298 万快速增长到 2011 年的约 12500 万，预计未来 3 年将保持 12% 以上的稳健增速。

表 5：抗真菌类皮肤药零售终端竞争格局

品种	2010 年份额	生产厂家
复方酮康唑	27.53%	西安杨森等
硝酸咪康唑	24.28%	西安杨森
复方苦参水杨酸	6.02%	成都金鼎药业和湛江一禾药业等
联苯苄唑	5.91%	拜耳医药等
曲安奈德益康唑	4.88%	福建太平洋制药
特比萘酚	4.74%	中美史克和滇虹药业等
皮宝消炎癣湿药膏	3.50%	太安堂
珊瑚癣净	3.47%	贵州神奇制药
曲咪新	3.14%	顺德顺峰药业和天门科田药业等
酮康他索	2.99%	顺德顺峰药业
其它	13.55%	

数据来源：SFDA 南方所零售终端数据 中投证券研究总部

解毒烧伤膏、肤特灵、皮宝霜、克痒敏醋等二线皮肤药品牌的销售额也逐年上升，主要原因是公司借助区域销售代理商的营销网络，进军第三终端，取得了一定销售成果。

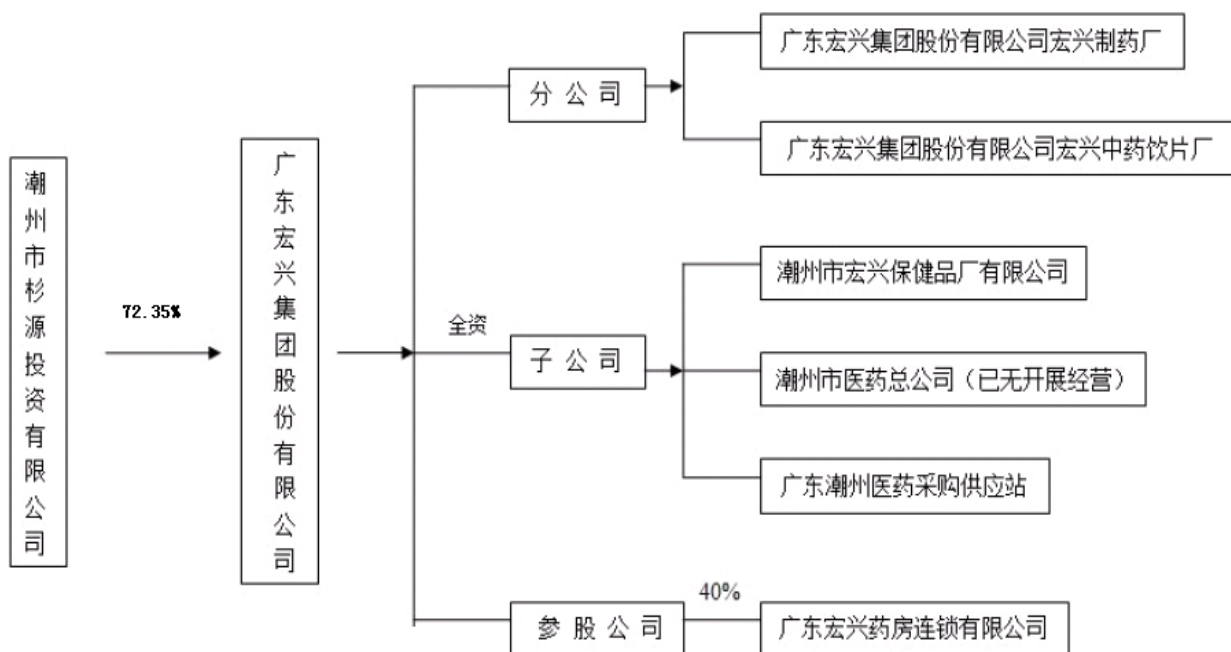
此外，除了以上皮肤药、麒麟丸、心宝丸外，公司去年代理贵州绿太阳的痛经软膏，该品种效果好于皮肤外用，见效快。我国未婚少女和痛经的发病率很高，因此该药品有较广的市场需求。目前公司准备在重庆、广州、北京、上海、深圳等进行重点推广，去年该产品收入有 1000 多万，今年的销售指标为 5000 万，也是未来公司的一个亮点品种。

三、宏兴集团正处于整合阶段

2011年12月初，公司公告拟以13600万收购潮州彬源投资100%股权，从而间接控股宏兴集团52.40%股份。之后，公司通过对宏兴现金增资1亿，对其持股比例增加到72.35%。

宏兴集团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”、“大娘中卫生馆”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。

图 7：宏兴集团资产框架



数据来源：公司资料 中投证券研究总部

目前企业系一家从事中药生产、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。主要生产片剂，胶囊剂等7个剂型，共203个药品生产批准文号。

其中拥有丹田降脂丸、心灵丸、滋肾宁神丸、参七脑康胶囊、复方鹧鸪菜散、调经白带丸等多个国家独家品种，列入OTC的共有128个品种，列入医保的共有94个品种。2011年公司销售收入达5000多万。

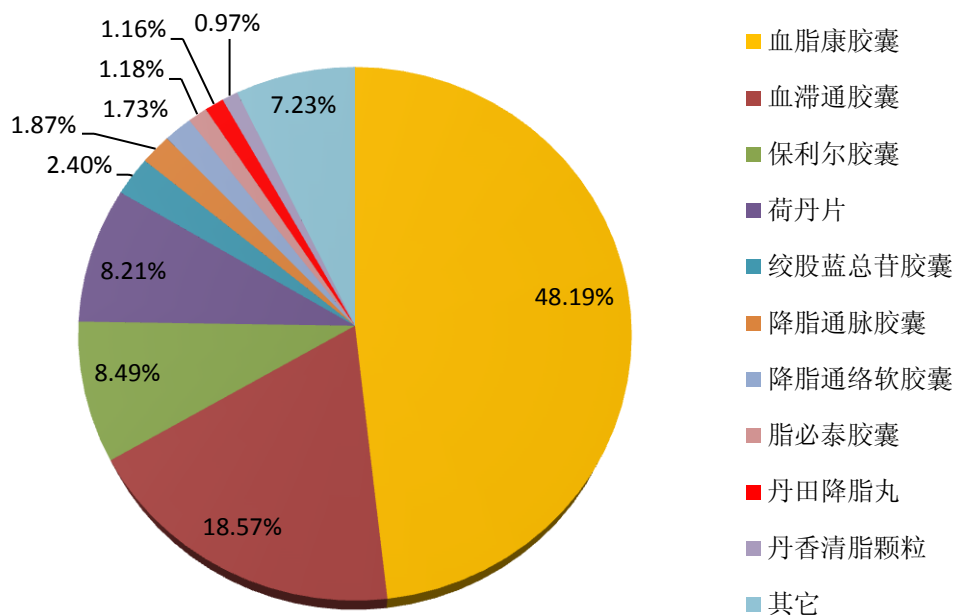
表 6: 宏兴集团部分独家品种情况

品种	原材料	适应症	医保情况
心灵丸	麝香、牛黄、熊胆、蟾酥、珍珠、冰片、三七、人参、水牛角干浸膏。	活血化瘀，益气通脉，宁心安神。用于胸痹心痛，心悸气短，头痛眩晕等症，以及心绞痛、心律失常及伴有高血压病者。	北京医保
丹田降脂丸	丹参、田七、人参、当归、川芎、泽泻、首乌等	降低血清脂质，改善微循环，用于高脂血症。	医保乙类
参七脑康胶囊	人参、三七、川芎、红花、何首乌、丹参	益气活血，滋补肝肾，用于气虚血瘀肝肾不足型缺血性中风恢复期，症见半身不遂，舌强言蹇，手足麻木，头痛眩晕，气短乏力，耳鸣健忘。	——
复方鹧鸪菜散	鹧鸪菜、盐酸左旋咪唑	驱虫消积，用于小儿蛔虫病。	——

数据来源：公司资料 中投证券研究总部

作为目前宏兴集团主导品种，丹田降脂丸在高脂血症方面有独到疗效，去年销售额超过 1000 万，未来几年内有望实现较快增长，市场占比将会提升。

图 8: 2011 年样本医院降脂类中成药竞争格局



数据来源：SFDA南方所 中投证券研究总部

心灵丸属于北京医保品种，但由于没有跟进营销，销量还很小。其它如参七脑康胶囊、复方鹧鸪菜散、滋肾宁神丸等也存在较大的市场开拓空间。

总体来看，宏兴集团众多的产品批文资源可以间接节省公司在研发方面的投入，补充和丰富了在心脑血管等内服中成药产品线，未来将成为新的主要利润贡献来源之一。目前后续人员整合和经营调整已经开始逐步落实。

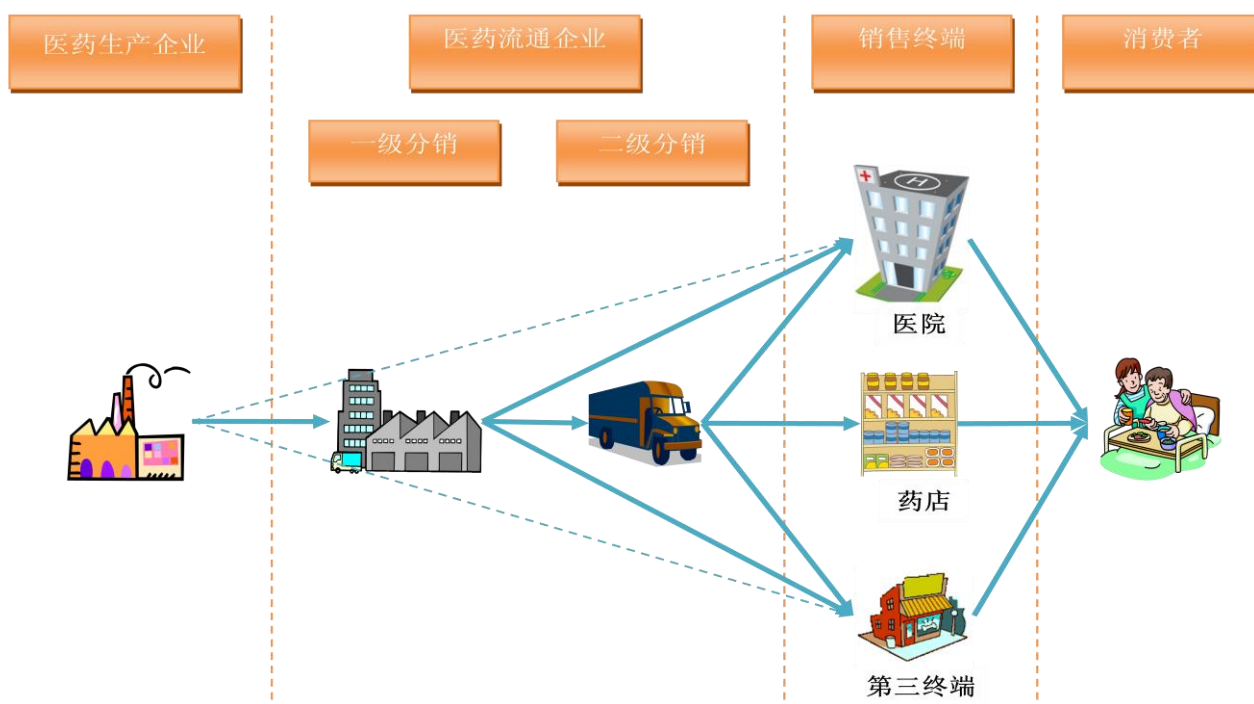
四、销售体系继续加强健全

总体来看，公司的销售人员约 400 人，营销框架和体系初具规模，但在理念、人才、模式、资源整合等方面存在一定瓶颈，需要继续提升。

近年来公司持续加强自身的营销网络建设，形成了以广州、上海为中心辐射全国 18 个省、直辖市 6 万多个 OTC 销售终端的营销网络。在渠道拓展方面，在拥有了广泛的 OTC 网络以后，公司着手启动了第三终端开发战略，通过与各大医药公司的合作，在乡镇卫生院、诊所、社区卫生服务中心等第三终端推广品牌产品，推行差异化的营销策略。

目前公司已构筑了以 OTC 零售终端和第三终端并行发展的网络布局。2011 年，公司销售收入中，药店销售约占 40%，第三终端销售占 49%，医院渠道占 11%。广泛的营销网络和多元化的营销渠道为公司发展夯实了前期基础。

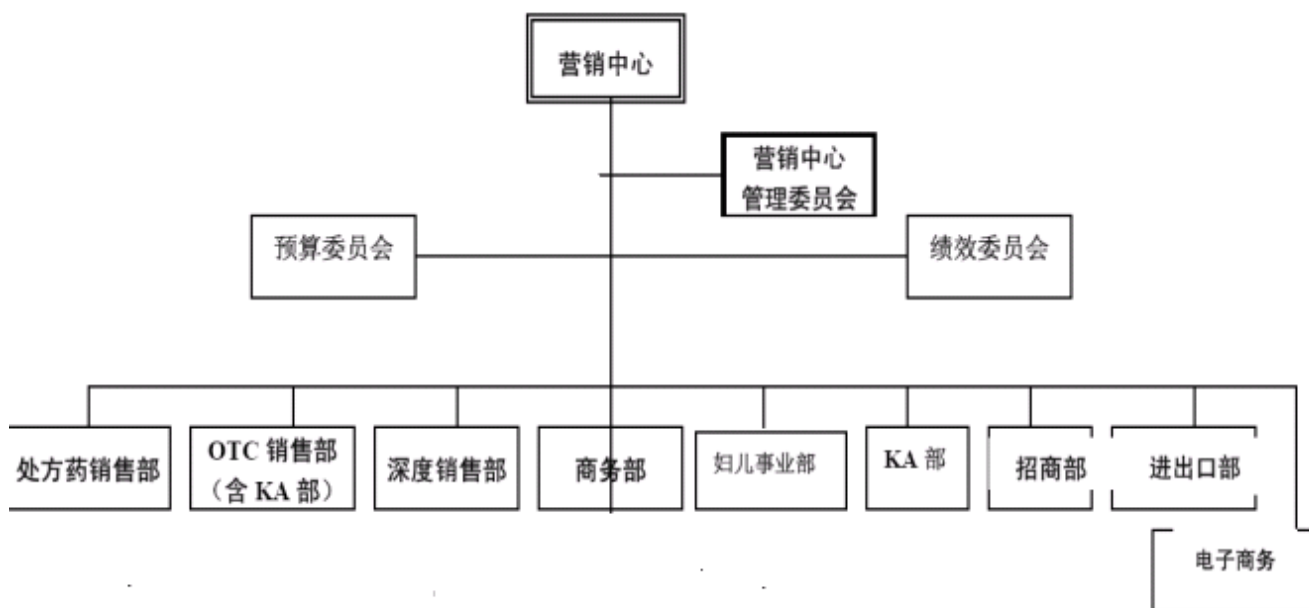
图 9：公司销售体系流程



数据来源：公司资料 中投证券研究总部

公司通过加强拓展产品销售市场，加大品牌建设力度、渠道招商工作和学术推广力度，市场开发向广度和深度延伸，逐渐形成了全国性的销售网络和服务体系。

图 10: 公司销售组织架构



数据来源: 公司资料 中投证券研究总部

根据公司发展的要求, 营销部门调整机构设置, 整合渠道队伍, 组建了以下 9 大销售事业部:

处方药 (麒麟丸为主)、OTC (痛经软膏及指定产品)、深度销售部 (肤痔清 15g 等皮肤科和呼吸类重点产品)、商务分销 (一级客户管理和维护, 消炎癣湿药膏的销售)、招商 (肤痔清 35g 及其它产品)、妇儿 (宏兴集团妇科、滋补类产品等)、KA (重点客户合作)、电子商务部 (麒麟丸和痛经软膏 B2C 业务)、进出口部 (国际市场拓展和销售) 等。

公司前期已从外面引进了一批营销人才, 今后将通过整合内部资源, 集中推广, 对人员队伍的整顿、与经销商合作、加强第二终端的开发力度、保持第三终端的延伸等方式, 实现营销能力和销售渠道的稳步扩张。

五、增发募投项目有望夯实产业链发展基础

为了完善中药特色药物品种格局、优化产品结构、提高整体竞争力，公司拟利用自身在皮肤病类、心血管疾病类、不孕不育症药品领域已有的优势，投建多条中成药生产线，同时向产业上、下游做适当延伸，并提高企业在营销、物流及信息化等方面的支撑能力。

公司本次拟非公开增发不超过 3900 万股，增发价不低于 20.55 元/股，募集资金总额不超过 80189.2 万，将用于“太安堂中成药技术改造”、“宏兴中成药技术改造”、“中药 GAP 种植基地建设”、“物流中心建设”、“营销网络及信息化建设”、“太安堂研发中心（上海）升级改造”等项目。

表 7：公司拟增发募投项目情况

序号	项目名称	项目情况	投资额（万）	建设期（年）
1	太安堂中成药技术改造	在麒麟园生产基地内建设，新增丸剂生产线 2 条（含全自动小丸剂和蜜丸生产线各 1 条），全自动片剂，软膏剂外用酊剂生产线各 1 条。	15,087.50	1.5
2	宏兴中成药技术改造	由公司全资子公司杉源投资下属控股子公司宏兴集团负责实施。建成中药丸剂车间、口服固体制剂车间、口服液体制剂车间。	23,030.60	—
3	中药 GAP 种植基地建设	粤东白绒草和甘木通 GAP 种植基地和上海崇明蛇床子 GAP 种植基地。	10,021.00	2
4	物流中心建设	建设建筑总面积 20,000 平方米的现代化药品物流中心，包括仓储作业区、配送区和办公辅助区及配套的公用工程设施。	10,018.10	
5	营销网络及信息化建设	拟增加建设或改扩建北京、重庆、广州、深圳、济南、郑州、沈阳、太原、合肥、昆明、西安、贵阳等 12 个省级办事处等。	18,032.00	
6	太安堂研发中心（上海）升级改造	对上海研发中心继续升级改造，在太安堂研发中心增加成立皮肤病药物研究中心、妇科痛经产品研究中心及冠心病药物研究中心。	4,000.00	
合计			80,189.20	

资料来源：公司公告 中投证券研究总部

六、推荐评级

整体来看，公司处于主业转型期，销售渠道和网络正在加强健全，未来有待持续优化和提升，同时增发募投项目的实施将夯实产业链上下游的发展。

我们预计公司 2012-14 年 EPS 为 1.03、1.40 和 1.85 元，同比分别增长 40%、36%和 32%（增发摊薄后分别为 0.74、1.01 和 1.33 元），给予推荐的投资评级，建议保持关注。

表 8：公司主营收入和成本预测（单位：万）

营业收入	2009 年	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
皮肤病类	21557	21874	27498	30798	34494	38633
增速	13%	1%	26%	12%	12%	12%
心宝丸	3109	3206	4693	9386	15017	21024
增速	37%	3%	46%	100%	60%	40%
麒麟丸	1224	1428	4617	10156	17266	25899
增速	66%	17%	223%	120%	70%	50%
其它产品	2937	4868	4899	10777	14011	18214
增速	26%	66%	1%	120%	30%	30%
其它业务收入	—	—	30	32	33	35
合计	28827	31404	41737	61149	80821	103805
营业成本						
皮肤病类	13379	13473	16276	18066	20053	22259
心宝丸	1817	1824	2193	4277	6800	9452
麒麟丸	664	700	2481	5409	9141	13711
其它产品	1772	2933	3078	6310	8203	10664
其它业务成本	—	—	3	3	4	4
合计	17,632	18,930	24,031	34065	44201	56091
毛利率						
皮肤病类	37.94%	38.41%	40.81%	41.34%	41.86%	42.38%
心宝丸	41.55%	43.11%	53.26%	54.43%	54.72%	55.04%
麒麟丸	45.71%	51.02%	46.26%	46.75%	47.06%	47.06%
其它产品	39.66%	39.75%	37.16%	41.45%	41.45%	41.45%
其它业务	—	—	89.41%	89.41%	89.41%	89.41%
合计	38.83%	39.72%	42.42%	44.29%	45.31%	45.97%

数据来源：公司历年年报 中投证券研究总部

附录：公司简介

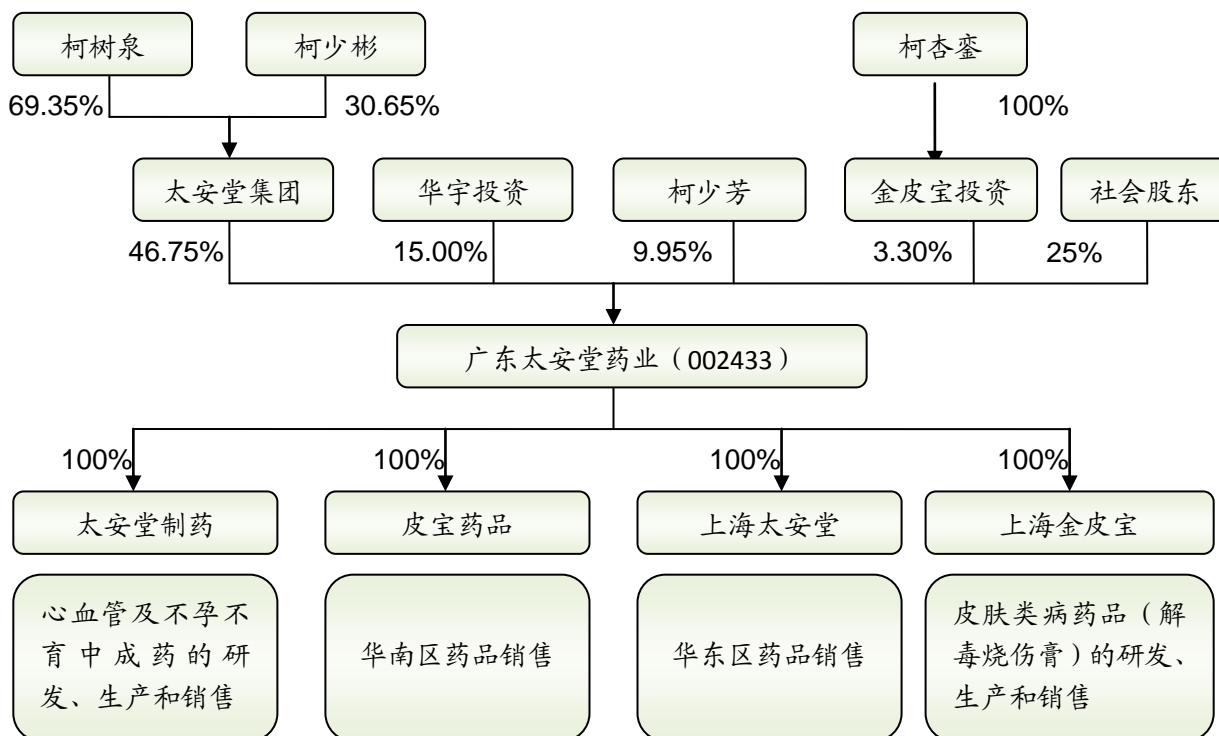
公司基本情况

广东太安堂药业股份有限公司是以中药皮肤药及特效中成药等为主导产品，集科研、生产、销售于一体的专业化制药企业。旗下拥有：上海金皮宝制药有限公司、广东皮宝药品有限公司、上海太安堂医药药材有限公司等多家子公司，设有广东省中药皮肤药工程技术研发中心、太安堂博士后工作站等研发机构。

公司继承传统，以柯氏祖传中医药宝典《万氏医贯》、《玉井瑰宝》精髓为依托，逐步研发生产了“消炎癣湿药膏”、“麒麟丸”、“心宝丸”、“祛痹舒肩丸”等疗效显著的产品；公司自我创新，博采古今中外医药精华，融汇现代制药最新尖端科技，大胆探索中药现代化发展新路径，全力构筑皮宝研发立体网络，取得了多项中药现代化课题的技术突破。成为国内中药皮肤病外用药市场的领军企业。

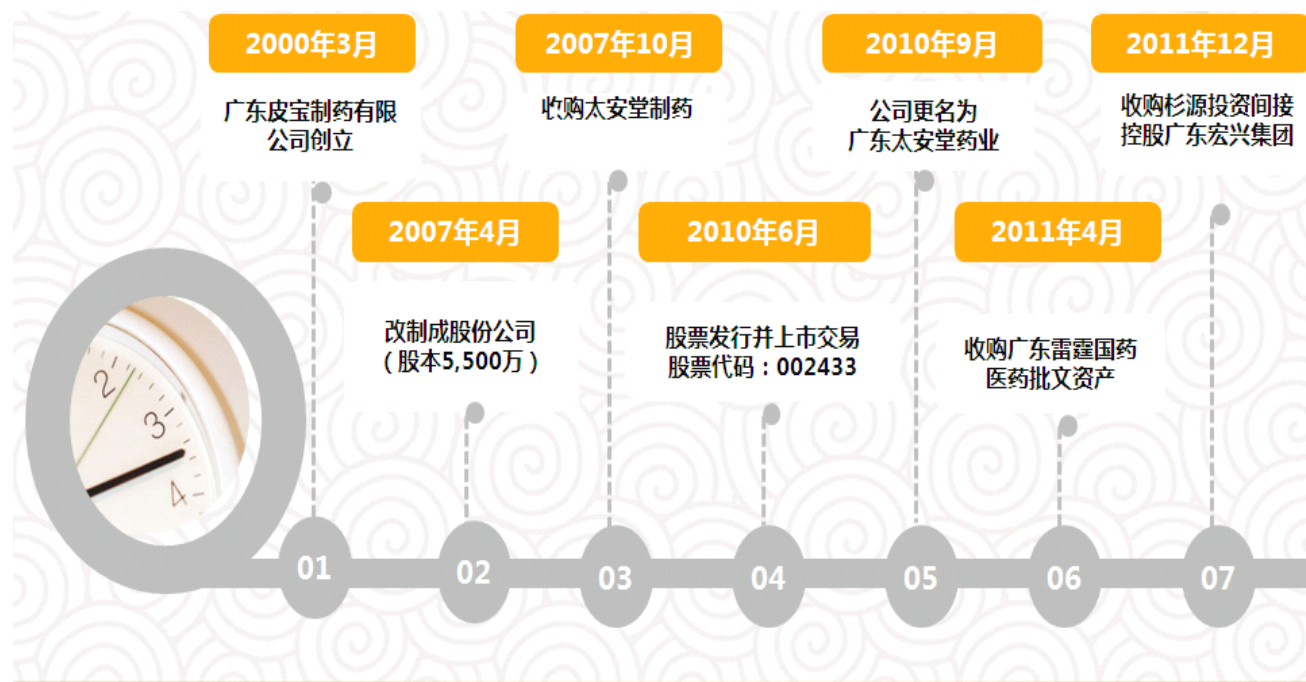
公司坚持走中药现代化、产业化之路，注重产品品牌与产品体系建设，目前，公司已形成铍宝、麒麟两大品牌下较为完备的产品体系，拥有软膏剂、丸剂等 18 个剂型的 352 个药品品种的生产批件，其中 3 个产品是国家中药保护品种，22 个药品独家品种，97 个药品被列入基本药物目录，175 个药品被列入医保目录。皮肤病类药品为公司收入和利润的主要来源，心血管病类药品和不孕不育症类药品的销售增长迅速。

附图 1：公司股东架构



资料来源：公司资料 中投证券研究总部 注：控股子公司还有宏兴集团

附图 2: 公司 2000 年以来发展历程



数据来源: 公司资料 中投证券研究总部

附表 1: 公司主要控股子公司情况

公司全称	注册地	业务性质	注册资本	经营范围	持股比例
广东皮宝药品有限公司	广州	医药销售	300 万	批发: 中药材(收购)、中成药、抗生素、化学药制剂、中药饮片、化妆品、消毒剂、保健食品剂	100 %
上海太安堂医药药材有限公司	上海	医药销售	2000 万	销售中成药、化学药制剂、抗生素、生化药品、生物制品, 化妆品, 医疗器械(一类), 日用百货, 生物及医药技术专业领域内的“四技”服务等	100 %
潮州市杉源投资有限公司	潮州	投资	22858 万	包装印刷行业投资, 服装行业投资, 房地产行业投资, 医药行业投资、食品行业投资等	100 %
广东宏兴集团股份有限公司	潮州	药品生产 销售	16117 万	新药研究开发, 销售中药材, 中成药, 化学药制剂, 抗生素原料药, 抗生素制剂。制药机械, 日用化学品, 包装材料, 五金、交电, 建筑材料。	72.35 %
上海金皮宝制药有限公司	上海	医药生产	7000 万	药物研究、开发, 软膏剂、乳膏剂、中药提取车间生产, 化妆品(发用、护肤、美容修饰类)生产	100 %
汕头市太安堂药品有限公司	汕头	药品销售	800 万	批发: 中成药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂(药品经营许可证有效期至 2016 年 9 月 28 日)	100 %

数据来源: 公司资料 中投证券研究总部

附表 2: 公司本次非公开增发方案主要情况

方面	主要内容
发行方式:	向特定投资者非公开发行 A 股股票
发行对象:	本次非公开发行的发行对象为证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构、合格境外机构投资者和其他投资者,发行对象不超过十名。本次发行股票全部采用现金认购方式。本次发行不向本公司控股股东及其控制的企业发行。
定价基准日:	公司第二届董事会第十四次会议决议公告日(2012 年 1 月 20 日)
发行价格:	不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%,即发行价格不低于 20.55 元/股
发行数量:	不超过 3,900 万股
股票上市地:	深圳证券交易所
锁定期安排:	投资者认购的股票自本次非公开发行结束之日起 12 个月内不得转让
募集资金用途:	公司拟募集资金净额不超过 80,189.20 万元 。

数据来源: 公司资料 中投证券研究总部

附表 3: 公司 IPO 募集资金投向情况

资金投向	项目	投资额(单位: 万)
IPO	全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目	7019.80
	全自动丸剂 GMP 生产线建设项目	4587.50
超募资金	竞买月浦南工业园区土地使用权及上盖物等相关资产	12000.00
	液体制剂全自动 GMP 生产线项目	4100.00
	洗剂全自动 GMP 生产线项目	3900.00
	太安堂研发中心(上海)建设项目	2500.00
	丸剂口服固体制剂全自动 GMP 生产项目	3000.00
	胶囊口服固体制剂全自动 GMP 生产项目	3000.00
	收购潮州市杉源投资有限公司 100% 股权	7777.26
	归还银行贷款	6549.00
	补充流动资金	15000.00
合计		69433.56

数据来源: 公司 2011 年报 中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	781	689	894	1190
现金	250	183	242	311
应收账款	109	171	201	273
其他应收款	3	4	4	6
预付账款	50	68	90	113
存货	319	220	302	417
其他流动资产	51	43	55	69
非流动资产	613	635	669	696
长期投资	1	0	0	0
固定资产	215	284	313	321
无形资产	92	126	169	208
其他非流动资产	305	225	186	167
资产总计	1394	1324	1563	1886
流动负债	380	211	309	447
短期借款	267	162	249	366
应付账款	27	34	41	57
其他流动负债	85	15	19	25
非流动负债	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	0	0	0
负债合计	384	211	309	447
少数股东权益	14	14	14	14
股本	100	100	100	100
资本公积	695	695	695	695
留存收益	201	305	445	630
归属母公司股东权益	996	1100	1240	1425
负债和股东权益	1394	1324	1563	1886

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-112	86	33	15
净利润	74	103	140	185
折旧摊销	14	11	14	15
财务费用	-1	14	13	20
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-205	-47	-137	-211
其他经营现金流	6	4	2	6
投资活动现金流	-303	-33	-48	-43
资本支出	118	0	0	0
长期投资	0	-3	0	0
其他投资现金流	-185	-36	-48	-43
筹资活动现金流	205	-120	74	96
短期借款	267	-105	87	116
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-62	-14	-13	-20
现金净增加额	-209	-66	59	69

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	417	611	808	1038
营业成本	240	341	442	561
营业税金及附加	4	5	6	8
营业费用	60	88	121	156
管理费用	28	43	61	75
财务费用	-1	14	13	20
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	85	119	163	216
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	88	123	166	219
所得税	13	19	26	34
净利润	74	103	140	185
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	103	140	185
EBITDA	97	145	191	251
EPS (元)	0.74	1.03	1.40	1.85

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.9%	46.5%	32.2%	28.4%
营业利润	33.3%	40.9%	36.4%	32.4%
归属于母公司净利润	31.4%	39.6%	35.6%	31.8%
获利能力				
毛利率	42.4%	44.3%	45.3%	46.0%
净利率	17.8%	16.9%	17.4%	17.8%
ROE	7.4%	9.4%	11.3%	13.0%
ROIC	7.0%	10.5%	12.0%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	27.5%	15.9%	19.8%	23.7%
净负债比率	69.69	76.84%	80.66	81.73%
流动比率	2.06	3.27	2.89	2.66
速动比率	1.22	2.23	1.92	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.45	0.56	0.60
应收账款周转率	5	4	4	4
应付账款周转率	12.35	11.08	11.84	11.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.03	1.40	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.12	0.86	0.33	0.15
每股净资产(最新摊薄)	9.96	11.00	12.40	14.25
估值比率				
P/E	31.65	22.68	16.73	12.69
P/B	2.36	2.13	1.89	1.65
EV/EBITDA	24	16	12	9

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

- 周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究总部，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究总部，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究总部，负责生物制药及医药流通研究；
王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究总部，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434