

主导品种增速较快 增发有利完善产业链

赵冰

021-53519888-1902

执业证书编号: S0870511030004

基本数据 (2012Q1)

报告日股价 (元)	25.00
12mth A 股价格区间 (元)	19.10/27.25
总股本 (百万股)	100
无限售 A 股/总股本	39.99%
流通市值 (亿元)	10.00
每股净资产 (元)	9.96
PBR (X)	2.51
DPS (2011, 元)	不分配

主要股东 (2012Q1)

太安堂集团	46.75%
华宇投资	10.73%
柯少芳	9.95%

收入结构 (Y2011)

皮肤药类	65.88%
心宝丸	11.24%
麒麟丸	11.06%
其他	11.73%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WY12-CI03

相关报告:

首次报告日期: 2012年7月30日

■ 报告目的:

近期我们对太安堂进行了调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

主导品种增速较快

公司主要品种为皮肤药系列、心宝丸、麒麟丸等。2011年三者的销售收入分别为27498.26万元、4692.92万元和4616.51万元。公司的铍宝系列为中药制剂,目前在广东市场占有率第一。公司对薄弱区域加强销售以及产能瓶颈得到解除,皮肤药系列2011年获得28%的增长率,今年仍有望保持较高增速。麒麟丸一季度销售收入突破3000万,全年有望达到1亿元水平。

收购和代理丰富公司产品线

公司通过收购杉源获得宏兴集团52%股份,宏兴集团拥有丹田降脂丸、心灵丸、参七脑康胶囊等独家品种,加上公司的心宝丸,形成了心脑血管系统的治疗药物系列。公司还独家代理了贵州绿太阳制药有限公司五个苗药品种,收购了广东雷霆国药有限公司的70个药品生产批文,形成了中药皮肤药类、心血管药类、妇儿及生育健康药类等优势品种。

增发项目有利于完善公司产业链

公司打算增发募集资金8.02亿元,用于太安堂及宏兴集团中成药技术改造项目、中药GAP基地建设以及物流中心、研发中心、营销网络建设等6个项目。两个技术改造项目有利于提高公司生产能力,尽快实现公司储备产品的产业化。GAP建设项目有利于保障公司药材供应,保证质量。通过GAP种植基地建设、营销网络布局等项目,向产业上下游延伸,有效的减低公司采购、流通等环节的成本,有利于提高公司管理效率及盈利能力。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予“跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.74元,预计12年、13年EPS为1.02元、1.37元,以7月30日收盘价24.22元计算,市盈率分别为23.68倍和17.73倍。中药上市公司12年、13年市盈率中值分别为24.20倍和19.06倍。公司2012年的估值水平略低于行业平均水平。我们认为,公司主导品种销售增长迅速,收购有利于丰富产品线,形成销售协同效应,我们看好公司未来的发展前景,给予“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	417.37	587.77	777.86	1005.14
年增长率	32.90%	40.83%	32.34%	29.22%
归属于母公司的净利润	74.15	102.26	136.59	177.04
年增长率	31.36%	37.91%	33.57%	29.61%
每股收益(元)	0.74	1.02	1.37	1.77
PER(X)	32.66	23.68	17.73	13.68

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、主导品种增速较快

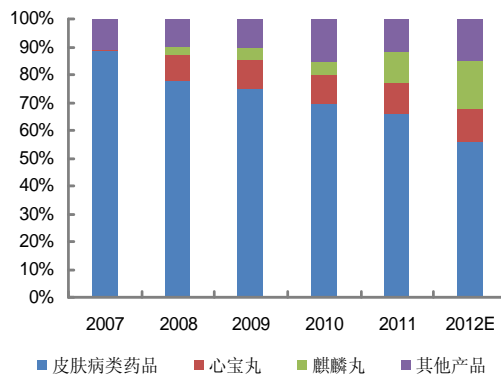
公司主要品种包括皮肤药系列、心宝丸、麒麟丸等，2011年三者的销售收入分别为27498.26万元、4692.92万元和4616.51万元，同比上年分别增长25.71%、46.36%、223.21%。公司的铍宝系列为皮肤外用药的中药制剂，目前在广东市场占有率较高。公司上市前只有一条产能1000万支的软膏剂生产线，受产能限制，2010年增长率仅为1.47%。2011年新增产能逐步投产，产能瓶颈解除。另外，公司以前的销售主要集中在华南，而华中、西北、东北销售薄弱。去年公司加强了在薄弱的销售力量，整体来看，东北、华南和西北的销售额分别增长了100.76%、49.07%和29.72%，两个因素共同作用下，皮肤药在2011年实现了25.71%的收入增长，毛利率达到40.81%。今年皮肤药有望继续保持较高的增速。

麒麟丸主要用于不孕不育症的治疗，一季度销售收入突破3000万，全年有望达到1亿元水平。麒麟丸在公司未来五年的营销计划中占据重要地位，公司与北医三院发起成立了男性生育诊治联盟，在营销策略上公司成立了麒麟丸专项事业部着重推广这一新兴产品，目前在上海已经进入仁济医院、国妇婴、红房子医院等，全国已经覆盖1000家左右。重点省份中，江苏、河北、北京、四川、广东等由专项事业部负责销售，其他部分区域主要交给代理商。去年收购的宏兴集团拥有十二太保丸、参茸保胎丸、产后补丸等妇科用药，与公司的麒麟丸形成一个生殖及妇产用药产品系列，公司打算未来进行产品系列营销，促进整体增长。今年麒麟丸计划销售1个亿，明年争取达到2亿元。目前，样本医院北医三院今年有望达到600~800万的销售，明年预计可以实现1000万的销售。整体来看，不孕不育市场增长很快，但没有领导品牌。

心宝丸2011年在销售增长带来的规模效应以及提价因素的共同作用下，毛利率增加了10.15个百分点。公司希望心宝丸能够进入新版基药目录，子公司的心灵丸进入全国医保目录，参七脑康进入各省医保目录。心宝丸目前已经进入山东、河北、吉林、新疆等地的基药目录，从既往情况来看，进入基药目录对心宝丸的销售能有较大的促进。我们预计今年心宝丸能实现40%~50%的销售增长。

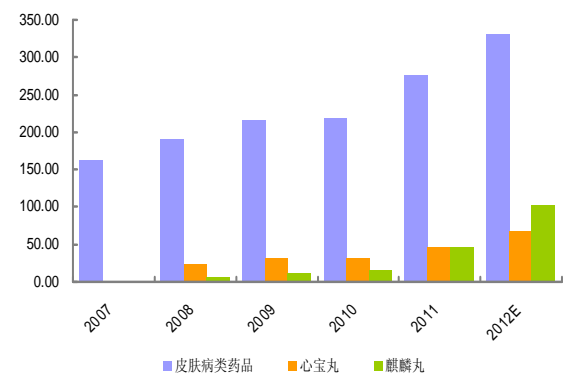
公司今年的销售目标为5.8-6亿，希望能保持每年30~40%的增长。今年是公司二五规划的最后一年。2013-2017年是三五规划，公司希望能达到中型制药企业的规模，即到2017年实现50亿元的销售，其中麒麟丸目标10个亿，心脑血管系列目标15亿元。

图 1 公司主营业务收入结构



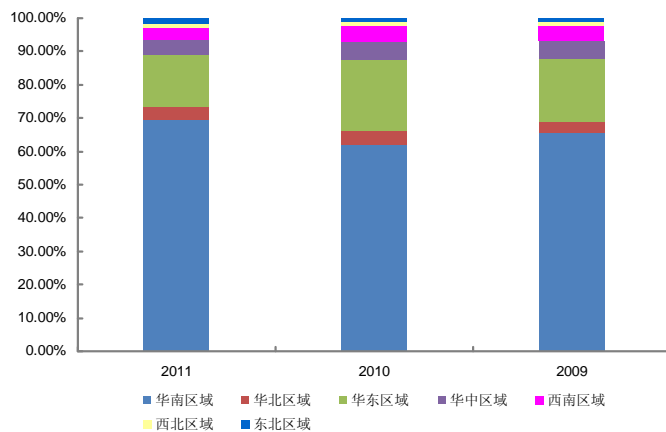
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 2 公司主导品种销售情况 (百万元)



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 3 公司销售情况分区域分析



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、收购和代理丰富公司产品线

公司通过收购杉源获得宏兴集团 52% 股份, 宏兴集团拥有 203 个中药品种, 其中包括丹田降脂丸、心灵丸、参七脑康胶囊等独家品种, 加上公司的心宝丸, 形成了心脑血管系统的治疗药物系列。宏兴集团列入 OTC 的共有 128 个品种, 列入医保的共有 94 个品种。2011 年销售收入 5000 多万。

公司还获得了贵州绿太阳制药有限公司生产的肤痔清软膏、日晒防治膏、貂胰防裂膏、痛经软膏、复方辣椒碱乳膏等五个产品所有规格的国内外市场的十年总代理权, 并同意贵州绿太阳制药有限公司使用“铍宝”商标作为上述产品的品牌以利于公司拓展市场。此外, 通过收购广东雷霆国药有限公司的 70 个药品生产批文, 公司最终形成了以中药皮肤科药类、心血管药类、妇儿及生育健康药类等优势品种为主

的产品格局。

在营销方面,根据公司发展的要求,公司营销部门整合渠道队伍,组建了麒麟丸事业部、皮科处方药事业部、商务分销事业部,电子商务部等事业部,其中,麒麟丸事业部采用自营加招商的模式进行销售,心血管事业部主要是招商模式。商务分销事业部主要进行全国 120 多家一级经销商的维护、1500 多家二级经销商的管理和普药的销售。对于公司的 OTC 品种,公司有 200 多人的队伍管理 6 万家药店,其中重点管理的药店数量为 2 万家。对于第三终端市场,公司有大约 800 人的兼职销售人员,采取类似于修正的终端推广模式,对于公司而言,这种模式成本效益较好。

三、增发项目有利于构建公司完整产业链

公司打算增发 8.02 亿元,用于太安堂及宏兴集团中成药技术改造项目、中药 GAP 基地建设以及物流中心、研发中心、营销网络建设等 6 个项目。增发预案显示以不低于 20.55 元的价格,发行不超过 3900 万股。

公司计划在梅州兴宁市和上海崇明建立两个 GAP 种植基地,其中崇明基地 500 亩,主要种植蛇床子,兴宁县基地 1000 亩,种植蛇床子和木通。GAP 建设项目有利于保障公司药材供应,保证质量。通过 GAP 种植基地建设、营销网络布局等项目,向产业上下游延伸,有效的减低公司采购、流通等环节的成本,有利于提高公司管理效率及盈利能力。

太安堂及宏兴集团的技术改造项目分别拟投资 15,087.50 万元、23,030.60 万元,前者新增生产线主要生产冠心康片、冠心康胶囊、解毒降脂片、复方醋酸地塞米松乳膏、克痒敏酊、壮腰健肾丸等产品;后者新增生产线主要生产心灵丸、通窍益心丸、丹田降脂丸、参七脑康胶囊、翠莲解毒片、复方鹧鸪菜散、保和口服液、乌鸡白凤口服液、归芪养血糖浆等产品。

四、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司 11 年实现每股收益为 0.74 元,预计 12 年、13 年 EPS 为 1.02 元、1.37 元,以 7 月 30 日收盘价 24.22 元计算,市盈率分别为 23.68 倍和 17.73 倍。中药上市公司 12 年、13 年市盈率中值分别为 24.20 倍和 19.06 倍。公司 2012 年的估值水平略低于行业平均水平。我们

认为，公司主导品种销售增长迅速，收购有利于丰富产品线，形成销售协同效应，我们看好公司未来的发展前景，给予“跑赢大市”评级。

五、风险提示

- 1、定增失败；
- 2、主导品种销售情况不及预期；
- 3、收购整合不力。

六、附表

附表1 益盛药业损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	314.04	417.37	587.77	777.86	1,005.14
二、营业总成本	250.39	332.56	467.46	617.16	796.86
营业成本	189.30	240.31	329.33	434.37	560.65
营业税金及附加	2.33	3.65	8.82	11.67	15.08
销售费用	40.46	59.94	70.53	93.34	120.62
管理费用	17.50	28.30	47.02	62.23	80.41
财务费用	-0.63	-1.40	11.76	15.56	20.10
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	63.64	84.81	120.31	160.70	208.28
加: 营业外收入	4.46	4.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.10	1.27	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	67.00	87.54	120.31	160.70	208.28
减: 所得税	10.55	13.39	18.05	24.10	31.24
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	56.45	74.15	102.26	136.59	177.04
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	56.45	74.15	102.26	136.59	177.04
七、摊薄每股收益 (元)	0.56	0.74	1.02	1.37	1.77

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
皮肤药	274.98	329.98	395.97	475.17
心宝丸	46.93	68.05	95.27	123.85
麒麟丸	46.17	101.56	167.58	251.37
其他产品	48.99	88.18	119.04	154.75
合计	417.06	587.77	777.86	1005.14
分业务主营成本测算 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
皮肤药	162.76	194.69	233.63	280.35
心宝丸	21.93	31.30	44.78	59.45
麒麟丸	24.81	54.84	90.49	135.74
其他产品	30.78	48.50	65.47	85.11
合计	240.28	329.33	434.37	560.65
分业务增速	2011A	2012E	2013E	2014E

皮肤药	25.71%	20.00%	20.00%	20.00%
心宝丸	46.36%	45.00%	40.00%	30.00%
麒麟丸	223.21%	120.00%	65.00%	50.00%
其他产品	0.64%	80.00%	35.00%	30.00%
合计	32.81%	40.93%	32.34%	29.22%
毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E
皮肤药	40.81%	41.00%	41.00%	41.00%
心宝丸	53.26%	54.00%	53.00%	52.00%
麒麟丸	46.26%	46.00%	46.00%	46.00%
其他产品	37.16%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	42.39%	43.97%	44.16%	44.22%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。