产品结构完善，已形成三足鼎立之势

买 入

——太安堂（002433）2012 年中报点评——

事件:

12 年上半年营业收入、净利润分别为 2.05 亿、0.28 亿，同比增长分别为 30.81%、35.06%；扣非后净利润为 0.28 亿，同比增长 46.33%；基本 EPS、扣非后 EPS 分别为 0.22 元、0.22 元，同比增长分别为 33.33%、47.37%。

点评:

- **中报财务概况。**12 年上半年营业收入、扣非后净利润分别为 2.05 亿、0.28 亿，同比增长分别为 30.81%、46.33%，扣非净利润增速超过营业收入的主要原因是：盈利能力增强。从单季度看，11 年第 1 季度综合毛利率为 43.5%同比增长 2.5 个百分点、第 2 季度同比提高 2.8 个百分点。分产品看，心宝丸为主的心血管产品前半年销售额为约 3100 万同比增长 150%，其毛利率为 51.9%同比增长 10.89 个百分点，主要是由心宝丸提价所致；前半年销售费用为 2000 万元同比增长为 -19%；前半年营业外净收入为 20 万，而去年同期为 1700 万元。

- **下半年核心看点。**心宝丸市场产品定位清晰，将迎来快速增长。其以 2.3 元/天超高性价比进入了山东、河北、吉林、新疆等 4 省基药目录，尤其是在乡镇卫生院等第三终端深受基层患者喜爱，现销售开始逐渐放量。2011 年销售额约为 4700 万，12 年前半年销售额约 2800 万左右同比增长 150%，估计 12 年有望翻倍，未来可望成为 4 亿级别品种（现正在申请 120mg 规格的，随着规格多元化存在进一步提价基础）；麒麟丸作为独家品种，议价能力较强。由销售队伍约 100 人左右处方药事业部专门运作麒麟丸，在以北京、上海为首的全国大部分城市推广，上半年北京、上海增速很快。12 年前半年实现销售收入约 6400 万同比增长 478%。由于终端需求较好，预计 2012 年销售将破亿，有望成为未来最大的主导品种；前半年皮肤病类药品销售收入 8300 万同比下降 31%，主要是销售结构调整所致，从终端数据看，6 月底已经出现恢复。

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	314	417	584	788	1064
增长率（%）	--	33	40	35	35
净利润（百万）	56	74	101	139	181
增长率（%）	--	32	36	32	32
每股收益（元）	--	0.57	0.78	1.08	1.40
市盈率（倍）	--	--	32	23	18

以 8 月 20 日股价为准

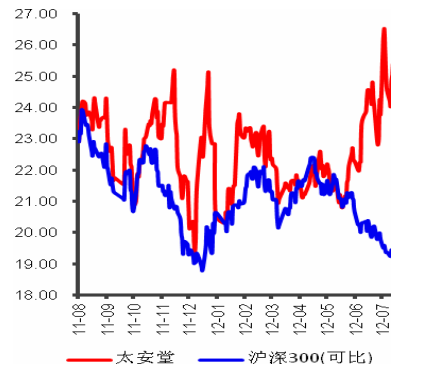
分析师

梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：023-63812537
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)		1.29
流通 A 股(亿股)		0.4
52 周内股价区间(元)		19.1—35.9
总市值(亿元)		31.84
总资产(亿元)		13.89
每股净资产(元)		10.12
当前价（元）		24.68
目标价	6 个月	30
	12 个月	33

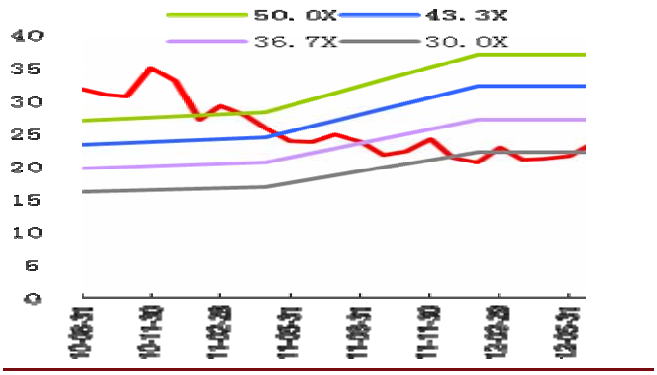
- **通过收购产品梯队不断完善，初步形成皮肤类、心血管类、不孕不育类“三足鼎立”之势。**近几年公司在皮肤病药品的基础上，通过收购不断丰富自身产品结构，拓展原有储备的潜力品种，现形成皮肤病类（消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏等）、心血管疾病类（心宝丸、心灵丸、冠心康片、冠心康胶囊、丹田降脂丸等）、不孕不育症（麒麟丸）三大优势系列药品的“三足鼎立”之势，其中包括 22 个药品独家品种、97 个基药产品、3 个中药保护品种；同时在呼吸科疾病用药（白绒止咳糖浆等）、儿科保健用药（复方鹧鸪菜散等）、健康保健用药（祛痹舒肩丸）、妇科疾病用药（痛经软膏等）等领域产品线也不断得到扩充。

- **差异化营销策略运用的淋漓尽致。**差异营销策略主要体现以下两点：其一是心宝丸通过对第三终端开发战略实现快速销售。公司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，实行差异化的营销策略；其二是麒麟丸通过上海、北京等一线城市的学术推广使该产品快速放量。公司根据不同产品特性采用不同的销售渠道（药店、第三终端、医院销售额约占与营业收入分别为 40%、50%、10%）营销策略，截止到目前非常成功。

- **估值与投资策略。**我们预测：2012 年、2013 年、2014 年的 EPS 分别为 0.78 元、1.08 元、1.40 元，对于的 EPS 分别为 32X、23X、18X。我们认为：如果暂不考虑新增发股份，公司对应 12 年 PE 为 24 倍被严重低估，同时考虑到公司产品结构的健全（22 个独家品种、3 个中药保护品种、97 个基药品种），建议投资者积极关注。首次给予“买入”评级。

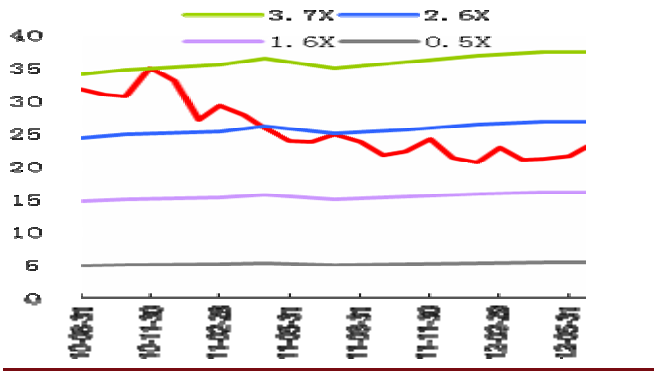
- **风险提示：**1）中长期看，中药材价格可能是稳步向上将对公司毛利率构成威胁；2）公司收购过来的品种在整合过程中存在不确定性；3）皮肤病类药品增速可能低于预期。

图 1：公司 PE-Band



数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

图 2：公司 PB-Band



数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对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。我公司或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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：（010）57631234

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://www.swsc.com.cn/