



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

太极集团调研纪要

近期我们调研了太极集团(600129.CH/人民币 8.59, 未有评级), 和公司董事长及其他高管进行了交流。

公司概况: 公司的中药板块以涪陵制药厂为核心, 主要产品包括急支糖浆、藿香正气口服液、太罗和盖保世灵; 化学药板块以西南药业为核心, 主要生产包括抗生素在内的化学药品, 医药流通板块以桐君阁为核心, 经营医药物流和连锁。中药材种植方面, 公司拥有自己的药材供应基地, 自供比例在20%左右。2012年上半年营业收入36.95亿元, 同比增长5.21%, 其中医药工业收入12.58亿元, 同比增长17.04%, 医药商业收入23.73亿元, 同比增长10.08%; 实现归属母公司所有者的净利润3,426.76万元, 同比增长20.16%; 扣非后净利润增长10.94%; 每股收益0.0803元, 扣非后每股收益-0.0245元。

调研背景: 公司是川渝地区最大的医药集团之一, 控股桐君阁(000591.CH/人民币 7.12, 未有评级)和西南药业(600666.CH/人民币 6.87, 未有评级)两家上市公司, 产业链完整, 但近年来在良好的行业发展环境中, 公司成长较慢; 公司虽然持有大规模的土地资产, 但没有有效盘活以降低公司资产负债率和财务成本; 公司多年前开始研究虫草的人工种植, 近年来虫草价格大幅攀升, 公司的虫草项目备受关注。

调研纪要:

一、主业经营方面

公司的第一大产品藿香正气口服液上半年表现不佳, 下半年会有所好转。藿香正气口服液在同类产品中市场占有率超过30%, 居第一位, 2011年销售收入过4亿元, 同比增长30%以上, 是公司单品销售额最大的产品, 但今年上半年增速仅为2%, 增长缓慢的主要原因一是和天气有关, 今年的高温天气持续时间短; 二是经销商去年提前备货应对今年提价。今年藿香正气口服液出厂价提高了1元, 提价幅度约为去年出厂价的20%。由于上半年经销商库存得到一定消化, 下半年增速会有所恢复, 但由于下半年属于淡季, 预计全年增速不高; 公司的胶囊产品受到毒胶囊事件影响上半年收入同比下降-3.47%, 随着事件影响消逝, 下半年会有所恢复。

新版基药目录是公司老产品迎来新增长的契机。公司预计我国的基药目录不久后将会扩容, 公司准备了2-3个独家产品进入新版目录, 其中一个产品进入目录后销售额有望明显增长达到5亿元。目前公司的藿香正气口服液和太罗进入15-16个省份的基药补充目录, 对销量的促进作用明显。

新产品天胶试销理想, 扩产在即。天胶以驴皮为原料, 市场上的主要竞品为东阿阿胶等一线产品。天胶终端价格低于东阿阿胶等主要竞品, 上半年在川渝地区试销情况强于同类一线品种。目前公司的天胶产能为5,000万元左右, 今年10月将扩大产能到100吨约1亿元, 一年后将扩大产能到500吨。

公司2011年营业收入104亿元, 规划到2015年达到200亿元, 年复合增速17.76%; 其中医药工业2011年收入约10亿元, 规划到2015年达到30亿元, 年复合增速31.61%。

二、资本运作方面

公司的资产负债率高达 78.50%，短期借款和长期负债共约 36 亿元，上半年财务费用近 1.2 亿元，对公司的利润影响巨大。同时，公司拥有大量土地资源和一些上市公司股权。公司目前拥有手续完备、可供开发的土地约 5,000 余亩，多分布在重庆和成都两地，评估价值近 60 亿元，公司还不同程度持有 5 家上市公司股权，以今年 6 月 31 日收盘价计算，市值合计约 20 亿元。

未来公司将充分利用土地变现和上市公司股权减持所获得的资金降低公司的资产负债率，推动公司医药工商业发展，并在不影响医药主业的情况下，通过合作的方式推动对土地资源的综合开发，提高土地的利用效益。公司计划 3 年之内变现涪陵区约 1,500 亩土地，获得约 20 亿元收入，用于归还贷款和进行生产投入。今年上半年已实现 7,800 万元收入，预计下半年有 2 亿元的土地拆迁收入。公司今后还可能减持上市公司股权偿还贷款。

三、中药材种植方面

公司下属企业重庆中医药高科技发展有限公司 2002 年与重庆中药研究院合作成立了康定中藏药业科技有限责任公司，目前已在繁育冬虫夏草寄主幼虫和虫感染菌技术方面取得重大进展，已经申请了 8 个专利，目前的卵孵虫比例已到达 90%，虫感染菌比例已提高到 100%，感染后的成活率已接近 80%，基本标志小试成功。有望开始中试，中试历时 3 年，公司在中试时将选择 1 千户藏民，每户拿出 30 平米种植。如果中试成功，将进入大试，大试开始后公司将组织万户藏民种植，产量约 2 吨，价值 50 亿。目前公司正在尝试向藏民提供感菌虫，由藏民进行种植。今后技术成熟后，公司的收入主要来自于向农户出售感菌虫，以及回收成品后出售的差价。

此外，公司目前在重庆仙女山、甘肃天水拥有 2 万亩半夏药材基地，在重庆涪陵、石柱、武隆等地拥有 3 万余亩紫菀、前胡、金荞麦、白芷、紫苏种植基地。公司目前的药材自供比例在 20% 左右。

初步结论：公司在川渝地区具有竞争优势，主要产品具有一定的市场竞争力。虽然公司目前在进一步挖掘传统产品的市场潜力，并积极发展新产品，但不足以推动公司业绩出现快速增长。公司基本面和业绩的明显改观还需要顺利盘活土地资源以降低负债率和财务费用。公司目前正在积极推动土地资源的盘活进程。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371