



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

## 太安堂调研纪要

我们调研了太安堂(002433.CH/人民币 27.57, 未有评级), 和公司管理层进行了交流。

### 公司概况:

公司自2007年整合麒麟药业资产后, 主业从生产和销售皮肤病用药扩展到心脑血管用药和不孕不育治疗药物, 产品覆盖领域迅速扩大。2010年6月上市后, 通过收购兼并, 产品种类从上市之初的108个大幅增加到352个, 其中不乏多种拥有较大市场潜力的产品。公司的营业收入从2010年的3.14亿元增长到今年预计的5.5亿元, 收入结构由皮肤用药独大到目前皮肤药、心脑血管药、不孕不育药三大类占比快速趋于均衡。目前心宝丸是公司心脑血管用药主要品种, 麒麟丸是公司的不孕不育治疗药物的主要品种。

### 访问纪要:

#### 1. 心宝丸产品相关情况?

心宝丸04年进入国家医保目录, 现在进入4省基药, 分别为山东、河北、吉林、新疆。其中山东省销售情况比较好, 12年预计将实现1,500万的销售收入。心宝丸出厂价为5.5元, 终端价为8元。预计12年全年销售收入7,200万左右, 同比增长约53%。心宝丸毛利率低, 使用成本在治疗冠心病类中药中居于低端, 预计产品降价的压力相对较小。主流类似产品每日常费5-7元, 心宝丸不到3元/天。该产品由于价格低, 很适合基础市场, 目前的主打方向也是基层市场。公司今年积极申请心宝丸进入将要公布的新版基药目录, 如果进入基药目录, 预计2013年销售收入翻倍。2012年上半年, 以心宝丸为主的心脑血管药占公司收入比重的15%, 毛利率为51.90%。

生产心宝丸的还有一家心宝制药, 由于是国有企业, 机制、激励机制难以和公司相比。目前其相对市场份额在快速萎缩。

#### 2. 公司的心脑血管产品线情况?

我国的心脑血管用药市场今年过1,000亿, 每年至少以15%以上的速度增长。中药在心脑血管用药市场具有优势。公司2011年公司通过收购雷霆国药和宏兴集团后, 心脑血管产品种类大幅增加, 除原有的心宝丸之外, 增加了冠心康片、心灵丸、丹田降脂丸、参七脑康胶囊等潜力品种, 还有十多种一般品种。目前通过增发准备扩大生产线和销售队伍, 挖掘潜力品种的市场。

#### 3. 麒麟丸相关情况?

麒麟丸是公司不孕不育药的主要品种, 适用于肾虚精亏、血气不足、腰膝酸软、倦怠乏力、面色不华, 男子精液清稀、阳痿早泄, 女子月经不调。或男子不育症、女子不孕症见有上述症候者。是公司的独家产品, 非医保目录品种, 原为国家中药二类保护品种, 目前第一个保护期已过, 公司准备增加适应症后再次申请中药保护品种, 以免受其它企业仿制。

麒麟丸是目前国内稀缺的治疗男女不孕不育症的药物，适用患者范围广，男子不育症及女子不孕症均可治疗，且技术风险低，副作用小。根据广州中医药附属医院等6家医院研究基地对麒麟丸的试验结果表明：麒麟丸对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有良好的治疗效果，治疗总有效率86.5%。

由于压力增加导致内分泌失调，以及不良生活习惯、环境污染等原因，我国的适育人群的不孕不育率在上升，据统计国内适育群体的不孕不育患病率超过10%，市场规模约90亿。各种致病原因中较突出的是女性人流导致子宫内膜变薄、输卵管堵塞等，以及男性的不良生活习惯。麒麟丸治疗这些方面的疗效突出。

人员建设：09年开始建团队主要是针对麒麟丸，11年底有50人，截止到现在98人，其中代理7个人，年底达120人；区域：自营5个省区，11个省区，年底进入15个省区；到明年自营至少增加150人。销售主要辐射三甲医院。北医3院销售700万，明年预计达到1,500万销售收入，明年打造7家过1,000万的医院。销售方针：增加地区、增加医院、增加科室。目前自营与代理各占收入50%。

公司的麒麟丸2011年收入4,600万，今年前三季度超过8,000万元，全年预计过1亿，同比增长越120%，明年预计销售收入达到1.7-2亿，公司预测17年将超过5个亿。麒麟丸是非医保品种。2012年上半年占公司收入比重31%，毛利率47.71%。

#### 4. 皮肤药销售情况？

公司的皮肤药主要产品为消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏等，另有7-8种二线产品。皮肤药是公司的传统业务，2012年上半年收入约8,330万元，占公司收入比例的42%，毛利率约41%。2012年上半年收入下降约30%，3季度有所好转，乐观预计全年可能持平。主要原因在于公司调整销售队伍，预计2013年恢复增长。

#### 5. 公司的营销方面？

公司作为汕头企业，2003年将营销决策总部迁入上海，摆脱地方文化的束缚。目前，在渠道建设方面，巩固华南强势地位，开拓华东广阔市场，并以上海为新中心辐射全国。除麒麟丸外，公司的大部分收入来自OTC终端和第三终端。由于公司的大部分产品定位于中低端市场，因此，公司今后的重点是大量增加销售人员，加强营销激励机制，广泛铺货，发展基层市场，并逐步锻炼高端销售队伍，适时进入高端医院。

#### 6. 定向增发项目情况？

定向增发投资重点之一是生产线。对宏兴来说，目前产能是最大瓶颈。比如丹田降脂丸没有全国代理，主要是因为缺货。今年10月10日，非公开发行股票相关事项获得有条件通过。公司此次拟非公开增发不超过3,900万股，增发价不低于20.55元/股，募集资金总额不超过80,189.2万，资金将用于“太安堂中成药技术改造项目”、“宏兴中成药技术改造项目”、“中药GAP种植基地建设项目”、“物流中心建设项目”、“营销网络及信息化建设项目”、“太安堂研发中心（上海）升级改造项目”六个项目。项目实施将有利于公司打破产能瓶颈，提高成本控制能力和产品创新能力。生产线从开始建设至投产需要2年。

**初步结论：**公司的心脑血管药和不孕不育药迅速增长，体现了突出的产品定位和市场营销能力。公司的多数产品不在医保范围，受到降价的压力较小。从发展历史看，公司具备两方面的优势：一是整合能力，能够通过不断收购兼并实现快速发展和产品储备；二是在基层市场的经验丰富。公司目前多数储备产品定位于中低端基层非医保市场，能够和公司的优势结合，受益于我国基层医疗市场的发展。我们初步看好公司今后在基层市场的发展潜力。目前估值较高，对应增发摊薄后的2013年市盈率约29倍。目前市场普遍预计新基药目录年内公布，而且对心宝丸进入目录抱有一定期望，所以股价短期难给出较好机会。但明年上半年，如果中药降价，在此前后行业股价表现会受到明显影响，可能会形成该股的较好介入机会，因为公司的产品价格低，可降价的空间小，而且多数产品不在发改委限价范围内，因此受降价的实质影响不大。

## 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