

2015年04月12日

证券研究报告·公司研究·医药生物

太龙药业(600222)2014年年报点评

买入(维持)

当前价: 13.3元

目标价: 20.0元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产品结构调整, 毛利率逐渐上升

- **事件:** 2014年营业收入、扣非后净利润分别为12.5亿元、0.3亿元, 同比增长-3.9%、-9.0%。2014Q4营业收入、扣非后净利润分别为3.8亿元、0.2亿元, 同比增长-5.1%、25%。
- **公司产品结构调整, 毛利率逐渐上升。** 2014年营业收入同比下降3.9%, 主要原因有两个方面: 1) 公司着手对现有产品结构进行调整, 压缩低毛利及负毛利产品的销量, 重点培育双金连合剂、双黄连口服液(儿童型)等独家品种的市场, 并对部分品种规格实行底价销售模式, 结构调整使公司销售收入下降; 2) 控股子公司因进行新版GSP认证、GMP改造, 同时下游医药经销商集中进行新版GSP认证等使得公司药品销售下滑。我们认为当前下游经销商的GSP认证已经部分完成, 且随着新领先、桐君堂剩余股份并表, 2015年收入增速较快。2014年扣非净利润增速低于收入增速约5个百分点, 主要原因在收入下滑的同时, 期间费用率上升约0.5个百分点。**公司整体毛利率状况较好, 提升约0.7个百分点**, 具体来看如下: 1) 医药商品流通业务毛利率提升明显, 增加约2.5个百分点, 主要是由于桐君堂在控制销售成本的同时, 积极拓展附加值较高的如代客煎药业务等; 2) 医药制造业务由于进行产品结构调整, 对部分品种规格实行底价销售模式, 导致该业务板块的毛利率下滑约0.3个百分点。**从单季度的利润情况来看, 2014Q4的净利润增长25%, 毛利率提升约7个百分点。**我们判断公司医药制造业领域的产品结构调整战略、医药商业领域的成本控制战略均已取得成效。我们认为随着新领先、桐君阁的全部并表(二者在2015年的利润承诺分别为不低于3293万元、2800万元), 且公司原有业务的产品结构调整也将完毕, 在2015年利润将呈现出有质量的增长, 预计或将超过1亿元。
- **桐君堂净利润率低, 改善空间大。**桐君堂当前净利润率约5%, 远低于市场平均水平。由于其后期改善空间大, 我们认为在2015-2017年业绩表现很可能超过承诺业绩(高管承诺2015-2017年净利润分别不低于3293万、3773万、4127万)。在公司100%收购桐君堂后, 我们认为将带来以下改变: 1) 扩大中药饮片业务规模, 注资补充营运资金; 2) 借助公司完善的销售渠道助推桐君堂产品销售增长; 3) 公司和桐君堂的中药产业发挥协同作用。这些措施一方面会促进桐君堂的营业收入增加, 另一方面将提高毛利率和净利率, 从而提升整体业绩; 4) 近期公告与河南省中医学院战略合作, 将有助于桐君堂中医馆专家的聘请, 也是提升桐君堂高附加值服务的途径。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1254.23	1537.52	1896.50	2286.24
增长率	-3.87%	22.59%	23.35%	20.55%
归属母公司净利润(百万元)	32.03	100.75	128.07	163.01
增长率	-11.16%	214.50%	27.11%	27.29%
每股收益EPS(元)	0.06	0.18	0.22	0.28
净资产收益率ROE	4.23%	7.36%	8.55%	9.82%
PE	238	76	60	47
PB	6.43	5.57	5.10	4.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

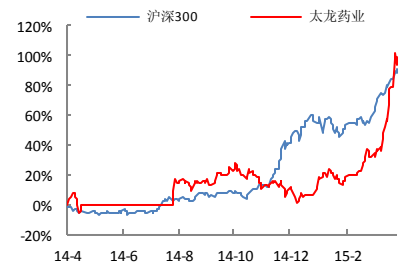
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

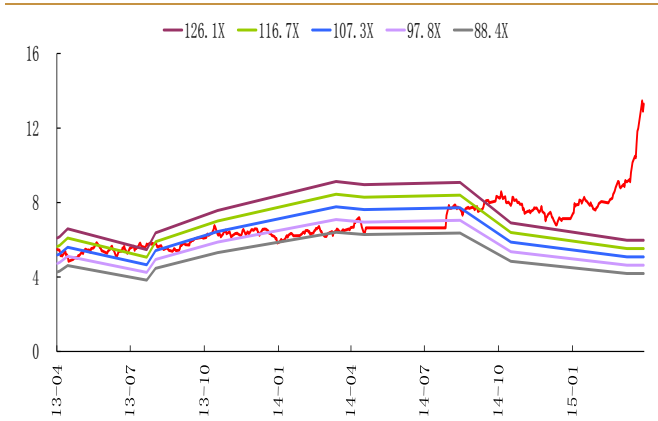
基础数据

总股本(亿股)	5.74
流通A股(亿股)	4.97
52周内股价区间(元)	6.28-14.5
总市值(亿元)	76.33
总资产(亿元)	22.92
每股净资产(元)	2.14

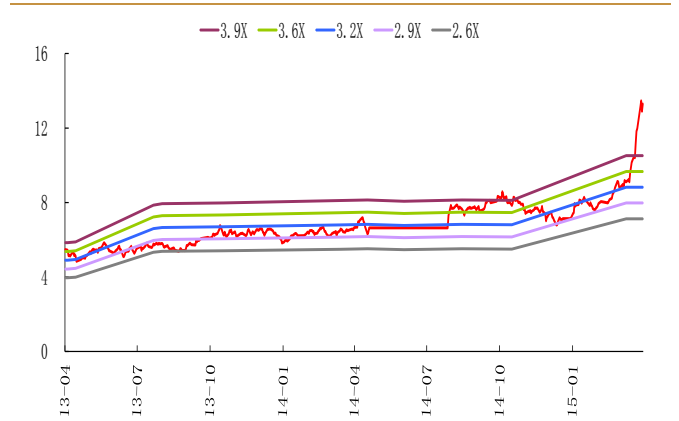
相关研究

1. 太龙药业(600222): 拟收购标的业绩或超预期, 持续推进并购战略(2015-02-04)

- **新领先快速成长，将补充公司在研发实力。**新领先具有技术、研发和管理优势，毛利率较高保持在 77%左右，高于行业水平。此次并购可获得新领先在药品临床前和临床研究方面的技术优势，并与公司的化学药制造业务发挥协同作用，同时借助公司的充沛资金和营销渠道，加快新领先业务发展。新领先的业务主要集中高技术难度、高附加值的产品，主要集中在心脑血管、神经精神、内分泌、抗感染及抗肿瘤等高发病领域，随着国家药审中心对药物审批效率提高，申报临床的药品数量也将上升，预计新领先在 15 年、16 年新领先业绩很可能超承诺业绩（新领先原高管承诺，2015-2017 年净利润分别不低于 2800 万、3350 万、3700 万）。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.18 元、0.22 元、0.28 元，对应市盈率为 76 倍、60 倍、47 倍；公司营销网络逐渐健全，且新领先、桐君堂等存在着业绩超预期、不良资产剥离及持续的外延式扩张等股价催化因素，维持“买入”评级。
- **风险提示：**桐君堂、新领先业绩承诺或低于预期、小儿复方鸡内金咀嚼片市场推广或慢于预期、招标降价等风险。

图 1：公司 PE-Band


数据来源：Wind, 西南证券

图 2：公司 PB-Band


数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1254.23	1537.52	1896.50	2286.24	净利润	50.17	100.75	128.07	163.01
营业成本	1004.77	1216.96	1496.95	1792.71	折旧与摊销	44.01	0.50	0.50	0.50
营业税金及附加	4.47	5.48	6.77	8.16	财务费用	44.93	1.08	1.34	1.61
销售费用	72.62	92.25	113.79	137.17	资产减值损失	0.76	1.29	-0.23	-0.10
管理费用	64.92	92.25	113.79	137.17	经营营运资本变动	34.83	-73.28	-129.68	-136.45
财务费用	44.93	1.08	1.34	1.61	其他	-85.16	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.76	1.29	-0.23	-0.10	经营活动现金流净额	89.54	30.34	-0.01	28.57
投资收益	2.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	-726.02	655.18	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	632.20	655.35	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.82	1310.53	0.00	0.00
营业利润	64.21	128.20	164.10	209.51	短期借款	214.55	-605.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.97	2.57	2.17	2.10	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.18	130.76	166.27	211.61	股权融资	0.00	82.40	0.00	0.00
所得税	15.00	30.01	38.20	48.60	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	50.17	100.75	128.07	163.01	其他	3.14	-9.24	-1.34	-1.61
少数股东损益	18.14	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	197.69	-531.84	-1.34	-1.61
归属母公司股东净利润	32.03	100.75	128.07	163.01	现金流量净额	193.41	809.03	-1.34	26.96
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	657.37	1466.40	1465.06	1492.02	成长能力				
应收和预付款项	535.23	648.51	800.03	966.07	销售收入增长率	-3.87%	22.59%	23.35%	20.55%
存货	191.08	230.15	283.63	339.97	营业利润增长率	0.93%	99.66%	28.00%	27.67%
其他流动资产	66.41	81.21	100.17	120.76	净利润增长率	-2.96%	100.81%	27.11%	27.29%
长期股权投资	3.10	3.10	3.10	3.10	EBITDA 增长率	4.46%	-15.25%	27.86%	27.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	664.19	9.01	9.01	9.01	毛利率	19.89%	20.85%	21.07%	21.59%
无形资产和开发支出	138.49	138.49	138.49	138.49	三费率	14.55%	12.07%	12.07%	12.07%
其他非流动资产	35.84	-619.84	-620.34	-620.84	净利率	4.00%	6.55%	6.75%	7.13%
资产总计	2291.71	1957.02	2179.14	2448.58	ROE	4.23%	7.36%	8.55%	9.82%
短期借款	605.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.65%	2.19%	6.61%	7.59%
应付和预收款项	232.33	303.45	365.57	438.26	ROIC	6.37%	9.26%	14.46%	15.46%
长期借款	120.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA/销售收入	12.21%	8.44%	8.75%	9.26%
其他负债	148.22	164.27	196.20	229.93	营运能力				
负债合计	1105.55	587.72	681.77	788.19	总资产周转率	0.59	0.72	0.92	0.99
股本	496.61	573.89	573.89	573.89	固定资产周转率	1.91	-	-	-
资本公积	313.26	318.38	318.38	318.38	应收账款周转率	4.58	5.09	5.17	5.09
留存收益	254.56	355.31	483.37	646.39	存货周转率	5.87	5.76	5.80	5.73
归属母公司股东权益	1064.43	1247.58	1375.65	1538.66	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	88.93%	--	--	--
少数股东权益	121.73	121.73	121.73	121.73	资本结构				
股东权益合计	1186.16	1369.31	1497.37	1660.39	资产负债率	48.24%	30.03%	31.29%	32.19%
负债和股东权益合计	2291.71	1957.02	2179.14	2448.58	带息债务/总负债	65.58%	20.42%	17.60%	15.22%
					流动比率	1.51	5.49	4.94	4.54
					速动比率	1.31	4.97	4.41	4.01
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	153.14	129.78	165.93	211.62	每股收益	0.06	0.18	0.22	0.28
PE	238.26	75.76	59.60	46.82	每股净资产	2.07	2.39	2.61	2.89
PB	6.43	5.57	5.10	4.60	每股经营现金	0.16	0.05	0.00	0.05
PS	6.09	4.96	4.02	3.34	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	43.42	48.20	37.71	29.44					
股息率	--	--	--	--					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	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
行业评级	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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn