

——“推荐”评级

报告要点

► 2014年,公司实现营业收入12.54亿元,同比减少3.87%;营业利润0.64亿元,同比增长0.93%;利润总额0.65亿元,同比减少2.71%;归属于母公司净利润0.32亿元,同比减少11.16%。实现每股收益0.065元,同比下降19.98%。

► 公司2014年第四季度的利润表现非常优异,单季度实现营业收入3.82亿元,占全年总收入的30.49%,实现归属于母公司净利润0.21亿元,贡献了全年净利润的65%。2014年第四季度的业绩表现从一定程度上印证了公司的努力已经取得了部分成效。公司2015年的业绩表现将会更加令人期待。

► 公司主业未来将形成以儿童型双黄连口服液和小儿复方鸡内金咀嚼片为主打的儿童药系列产品,与双金连合剂、双黄连口服液的抗感系列形成有力互补。并补充一系列以大健康为主题的保健类产品。

► 2015年4月3日,公司与河南中医学院签订《^{变革”}中医药战略合作框架协议》,实现科研成果转化、中医药合作研发、战略资源共享,立体布局中医药。公司有望依托自身在河南省内的商业资源,以及与河南中医学院及其下属医院的进一步深入合作,将桐君堂中药饮片业务拓展至河南省内,开辟新增长空间。

► 2015年4月,公司参股子公司太龙健康产业投资有限公司与江苏金茂创业投资管理有限公司合作设立了医疗产业投资基金——“南京太龙金茂医药产业投资企业”。公司希望通过不断寻找,发现医药、医疗、生物工程等健康产业中的优秀项目,进行项目投资和项目储备,以实现资本增值和投资收益,为公司今后的健康持续发展打下更加坚实的基础。

► 根据公司非公开发行的备考合并盈利预测,并结合新领先和桐君堂均存在业绩超预期的可能,因预计2015年净利润约为1亿元。系列并购战略的实施或许仅仅是开始。未来公司还将通过资本运作,以太龙健康产业投资为平台,通过设立的医疗并购基金,开启新一轮的并购风暴,更加坚定的将企业做大做强。综上所述,给予太龙药业“推荐”评级。

2015年4月20日

证券分析师—许希晨

执业资格证书: S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

证券分析师—洪阳

执业资格证书: S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

相关报告

2014.10.29 —— “增发并购迎变革,管理层激励动力足”

目录

一、	2014 年业绩略有下滑，四季度表现值得关注	3
二、	公司未来发展——继续贯彻执行“一核两翼多平台”发展战略	5
三、	母公司主业——深入调整产品结构，尽快实现产品结构的转型	6
四、	“桐君堂”——今年全面布局河南市场	8
五、	新领先——继续加大支持整合力度	10
六、	设立医疗产业投资基金	12
七、	盈利预测与估值	12
八、	风险提示	13

一、 2014 年业绩略有下滑，四季度表现值得关注

太龙药业位于河南省郑州高新技术产业开发区，是集生产、经营、科研于一体的现代化制药企业。公司成立于 1993 年，1999 年在上海证券交易所上市，是河南省医药行业首家上市公司。

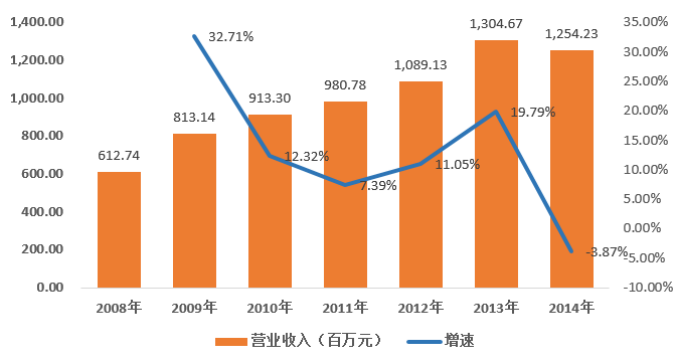
公司曾经是市场上最著名的双黄连口服液生产企业，受制于公司体制等多方面因素的影响，上市后多年来发展较为缓慢。但近几年，随着公司内部改革与外部资本运营的联合作用，以及“一核两翼多平台”发展战略的制定，公司开始步入新的快速发展阶段。

公司于 2014 年启动新一轮资产重组方案，收购杭州桐君堂医药药材有限公司 49% 股权和北京新领先医药科技发展有限公司 100% 股权。经过近一年的努力，此次重组于 2015 年 1 月 30 日获得了中国证监会核准，并于 2015 年 3 月 18 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记。

收购桐君堂剩余 49% 股权，将增强公司对中药饮片业务的控制及支持力度，更好地支持桐君堂中药饮片业务的发展；收购新领先，将使公司获得优秀的医药研发平台，增强公司研发实力，扩展公司业务领域。此次收购的顺利完成，正是公司实施“一核两翼多平台”发展战略的重要步骤，也将有助于增强公司的盈利能力。

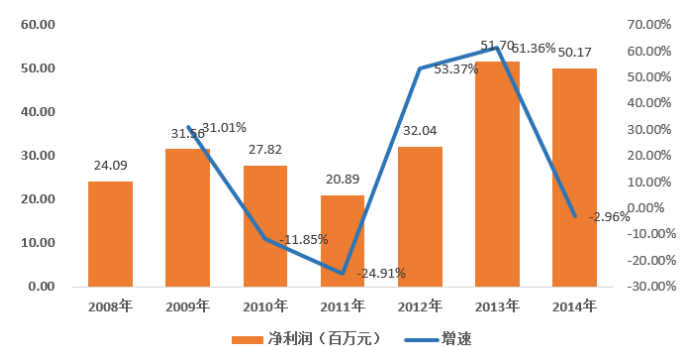
2014 年，公司实现营业收入 12.54 亿元，同比减少 3.87%；营业利润 0.64 亿元，同比增长 0.93%；利润总额 0.65 亿元，同比减少 2.71%；归属于母公司净利润 0.32 亿元，同比减少 11.16%。实现每股收益 0.065 元，同比下降 19.98%。

图表 1: 2008-2014 年公司营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 2008-2014 年公司净利润及增长情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 2014 年度业绩下滑主要是由于以下一些原因造成的：

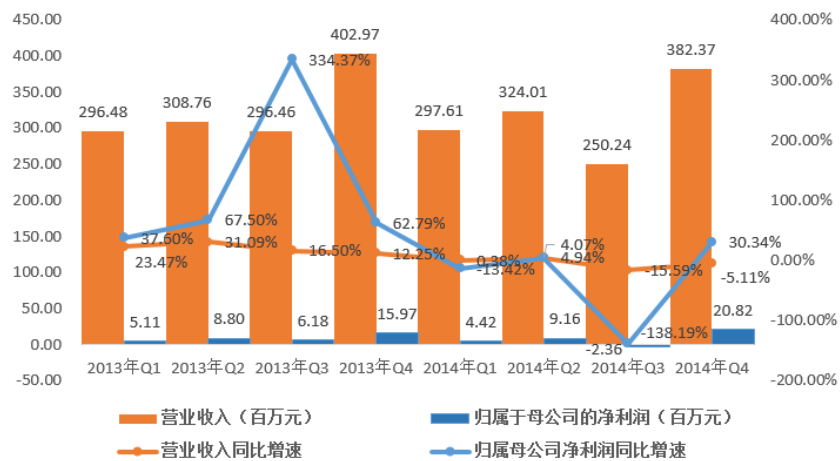
1、公司下游医药经销商集中进行新版 GSP 认证，公司药品销售受到一定影响；

2、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，此次调整使公司销售收入有一定比例的下降；

3、公司控股子公司因进行新版 GSP 认证、GMP 改造也使其销售收入有所下降。

从单季度的数据来看，公司 2014 年第四季度的利润表现非常优异。公司 2014 年第四季度实现营业收入 3.82 亿元，比去年同期 4.03 亿元下降了 5.11%，但实现归属于母公司净利润 0.21 亿元，比去年同期 0.16 亿元增长了 30.34%，贡献了全年净利润的 65%。公司在 2014 年第四季度营收同比下降的情况下，归属于母公司净利润却实现了 30%以上的增长。

图表 3：2014 年公司单季度营收及归属于母公司净利润情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

总体来看，2014 年，公司销售队伍在完成营销模式的改革后，市场直控终端的数量和质量均取得了较大的提升，终端销售保持了稳步增长。同时，公司根据现有产品的情况，结合市场变化趋势，对现有产品进行结构调整，逐步压缩低毛利产品的产销量，加大对较高毛利产品的市场开发支持力度，促进这些产品销量的提升。

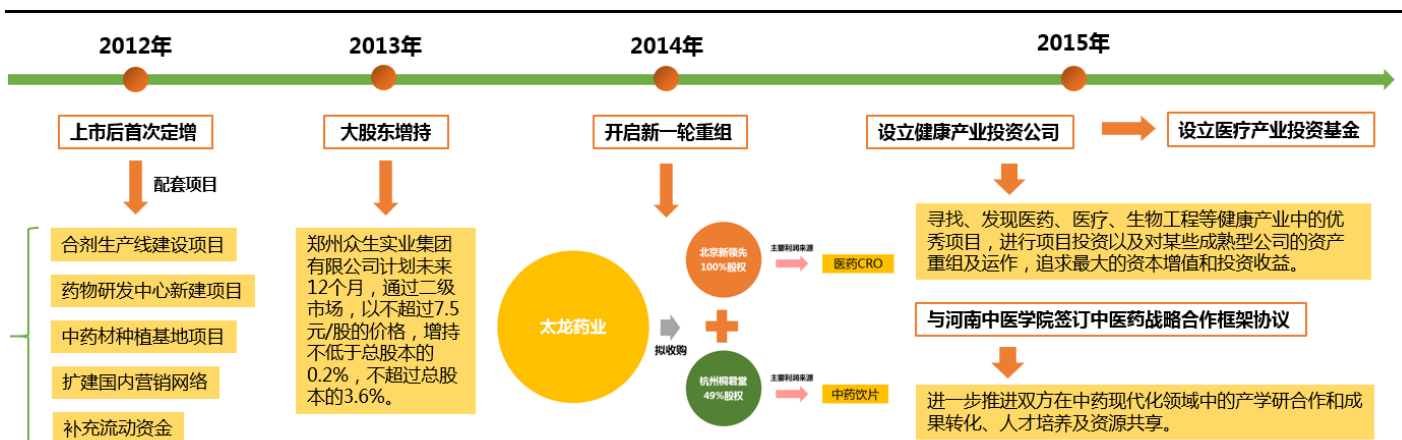
虽然受 GSP 认证、GMP 改造、产品结构调整等因素影响，公司 2014 年业绩略有下滑，但 2014 年第四季度的业绩表现从一定程度上印证了公司的努力已经取得了部分成效。公司 2015 年的业绩表现将会更加令人期待。

二、 公司未来发展——继续贯彻执行“一核两翼多平台”发展战略

2011 年底，公司管理层换届，李辉先生出任公司总经理一职。2012 年，新管理层团队锐意创新，开启公司营销模式改革。2013 年，公司根据整体宏观运营环境以及医药产业环境变化，确定了“一核两翼多平台”的发展战略，即以大健康为核心，以实体主业经营、资本运作为两翼，对内创新商业模式，开展多种形式的合作，对外搭建共赢创业多平台发展。

与此同时，2012 年，公司为了完成扩大产能及产品结构升级的目标，开启了上市后的首次定增，并于 2013 年获得证监会批准并成功实施。2014 年，公司启动资产重组方案，收购杭州桐君堂 49% 股权和北京新领先 100% 股权。2015 年，公司通过下属子公司设立医疗产业投资基金。由此，公司开始了一系列的资本化运作，并希望通过发挥资本市场的资源配置功能，进一步优化资本结构，以真正实现公司未来的突破式发展。

图表 4：太龙药业近年来资本运作情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，公司未来的发展战略逐步清晰：

一、通过内部产品结构调整及外延式发展促进公司主业增长（尽快形成以儿童型双黄连口服液和小儿复方鸡内金咀嚼片为主打的儿童药系列产品，与双金连合剂、双黄连口服液系列形成有力互补。同时补充一系列以大健康为主题的保健类产品）；

二、以桐君堂为主体打通中药饮片全产业链，扩大桐君堂中药饮片业务范围，提升盈利能力，做大做强中药饮片业务；

三、新领先的医药 CRO 业务往纵、横两个方向延伸，使公司业务保持稳定、快速发展；

四、以太龙健康产业投资有限公司为平台，设立医疗产业投资基金，开启医药并购新时代，为公司今后的健康持续发展打下更加坚实的基础。

图表 5：太龙药业未来四大发展方向



资料来源：东吴证券研究所

三、 母公司主业——深入调整产品结构，尽快实现产品结构的转型

1、公司的儿童型双黄连口服液和双金连合剂均为独家产品，比普通型双黄连口服液等传统产品毛利率高。为了尽快提升这些新产品的销量，从 2014 年下半年开始，公司采取底价销售的模式，

加大儿童型双黄连口服液和双金连合剂部分品规的 OTC 市场开发，目前已经取得了一定的成效。其中，儿童型双黄连口服液 2014 年销售收入超过 2 千万元。2015 年，公司还是以提升新产品的销量为主要目标，所以目前的底价销售模式还将持续一段时间。

同时，公司于 2014 年 12 月 28 日购买江西施美制药有限公司小儿复方鸡内金咀嚼片的新药证书和生产批件，目前正在为受让药品批件做技术转让申报工作。如果进展顺利，我们预计 2015 年下半年小儿复方鸡内金咀嚼片就能正式上市销售。

公司未来将形成以儿童型双黄连口服液和小儿复方鸡内金咀嚼片为主打的儿童药系列产品，与双金连合剂、双黄连口服液的抗感系列形成有力互补。

2、围绕公司大健康产业发展规划，公司目前正在开发一系列科技含量高、市场需求大的保健类产品，如钙加锌口服液、五味西洋参颗粒等保健品。未来公司将继续补充一系列以大健康为主题的保健类产品，尽快使钙加锌、山药口服液、玉米肽等保健品和健康食品补充进销售体系中，并产生实际效益。我们预计今年年底前，公司的一部分大健康产品就可以实现上市销售。

图表 6：太龙药业未来布局大健康产品



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3、公司大输液产品包括玻瓶输液和非 PVC 软袋输液产品两种，公司目前将继续减少两类产品的产销量。一、玻瓶输液已不是市场的主流产品，且销售价格越来越低；二、输液产品的招标周期较长，公司非 PVC 软袋输液生产线 GMP 认证完成后，许多地区的新一轮招标尚未开始，公司产品无法在各地形成销售，且不具竞争优势。因此，公司输液产品的经营目前处于亏损状态，2014 年公司的大输液产品亏损超过 2 千万元。目前，公司正在积极寻求对外合作的方式来摆脱大输液产品的销售和盈利困境。

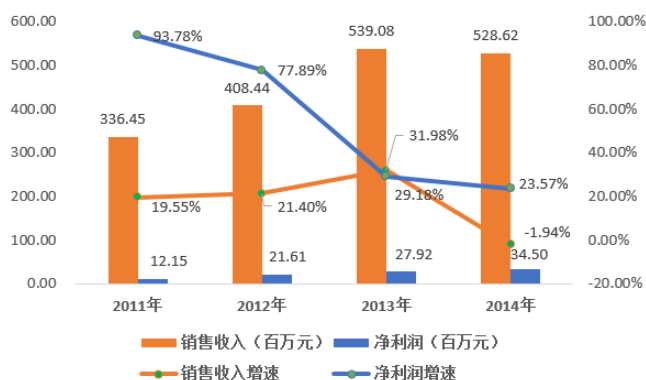
四、“桐君堂”——今年全面布局河南市场

1、中药饮片业务快速增长

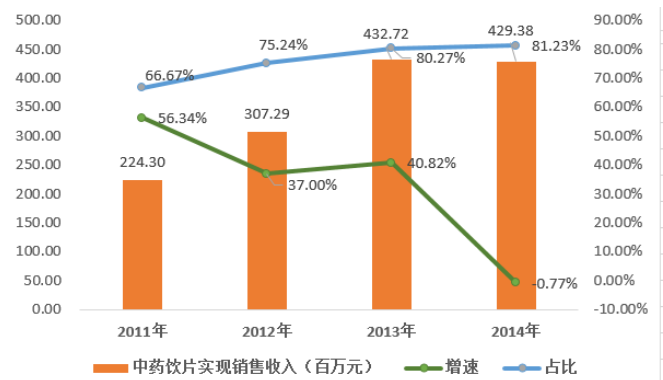
桐君堂药业有限公司已由设立之初的单纯医药流通企业，成功转型为以中药和中药饮片为重点发展方向的综合性中药企业。

2011 年—2014 年，桐君堂主营业务持续快速增长，分别实现销售收入 3.36 亿元、4.08 亿元、5.39 亿元和 5.29 亿元，同比分别增长 19.55%、21.40%、31.98%和-1.94%。分别实现净利润 0.12 亿元、0.22 亿元、0.28 亿元和 0.35 亿元，同比增长 93.78%、77.89%、29.18%和 23.57%。桐君堂主营业务的快速增长主要源于其中药饮片业务规模随着行业快速增长而迅猛发展。2011 年—2014 年，桐君堂中药饮片业务分别实现销售收入 2.24 亿元、3.07 亿元、4.33 亿元和 4.29 亿元，占同期主营业务收入的比重分别为 66.67%、75.25%、80.27%和 81.23%，同比分别增长 56.34%、37.00%、40.82%和-0.77%。

图表 7：2011-14 年桐君堂营收净利润增长情况



图表 8：2011-14 年桐君堂中药饮片销售及占比情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年度，因进行 GSP 认证，桐君堂中药饮片销售受到一定影响，但通过加强成本控制等方式，公司净利润较上年同期实现 20% 以上增长。

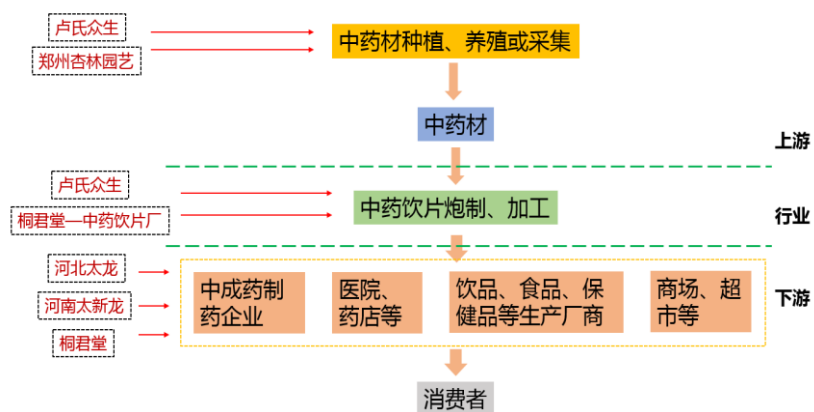
目前桐君堂生产销售的中药饮片数量目前达到 700 多个品种、1000 多个品规，销售范围主要集中在华东地区，在浙江省中药饮片销售中名列前茅。

以桐君堂为代表的传统医药项目被列入杭州市第三批非物质文化遗产名录，并入选浙江省非物质文化遗产候选名录，公司的“药祖桐君”品牌具有较强的传统影响力。

2、打通中药饮片种植加工销售全产业链

收购桐君堂剩余 49% 股权后，增强公司对桐君堂中药饮片业务的控制及支持整合力度。公司将围绕桐君堂打通中药饮片从中药材种植——中药饮片加工——饮片销售及异地终端的销售扩张整个产业链。

图表 9：太龙药业围绕桐君堂打通中药饮片种植加工销售全产业链



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3、全面布局河南市场

2015 年 4 月 3 日，公司与河南中医学院签订《中医药战略合作框架协议》，实现科研成果转化、中医药合作研发、战略资源共享，立体布局中医药。协议中提到，未来，河南中医学院的专家将以桐君堂中医馆为平台开展坐诊及多种传统中医诊疗项目，将桐君堂打

造成特色老字号为底蕴，优质专家和药品闭环的中医药连锁平台，打开中医药服务的发展空间。

目前，河南中医学院有 3 所直属附属医院（河南中医学院第一附属医院、河南中医学院第二附属医院、河南中医学院第三附属医院）和 6 所非直属附属医院（洛阳正骨医院、郑州市中医院、安阳市中医院、开封市中医院、濮阳市中医院、郑州市大肠肛门病医院）。

图表 10：河南中医学院 3 所直属附属医院基本信息及特色

医院	级别	床位数	特色
河南中医学院第一附属医院	三级甲等	1700	河南省规模最大、建院最早的综合性和中医医院。
河南中医学院第二附属医院	三级甲等	1500	中心中医药文化氛围浓郁，成立了省内首家“精品中药房”。
河南中医学院第三附属医院	三级甲等	1000	拥有河南中医事业终身成就奖获得者 7 人，河南省名中医 7 人，拥有国家首批“河南邵氏针灸流派传承工作室” 1 个。

资料来源：医院网站，东吴证券研究所

河南省内目前虽然也有一些本地的中药饮片企业，如河南弘景中药饮片有限公司、河南南阳中药饮片厂、南阳市乾景中药材开发有限公司等，但这些企业员工数一般都在二三十人，较为分散且规模也都相对较小。

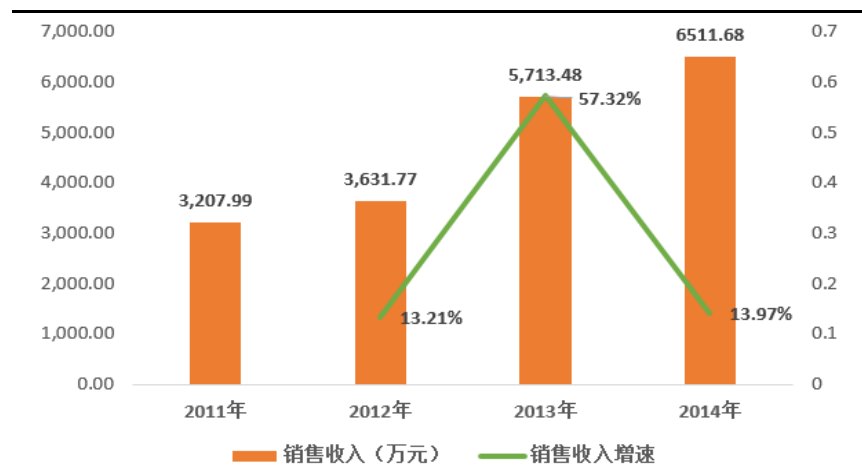
未来，公司有望依托自身在河南省内的商业资源，以及与河南中医学院及其下属医院的进一步深入合作（3 家直属附属医院的年中药饮片消费规模约为 3-4 亿），将桐君堂的中药饮片业务拓展至河南省内，开辟新的增长空间。

五、新领先——继续加大支持整合力度

北京新领先属于技术型 CRO 企业，公司有合成、制剂和临床研究三大技术平台。当前的核心业务是 3 类及 6 类化药临床前研发和技术服务。新领先以合成技术为核心，重点开发高技术难度、高附加值的产品。目前公司客户覆盖国内多家主流仿制药企。

2011年—2014年,新领先分别实现销售收入3.21千万元、3.63千万元、5.71千万元和6.51千万元,2012年、2013年、2014年分别较上年同期增长了13.21%、57.32%、13.97%。新领先主营业务的增长主要是由于经过长期的技术积累,承接的技术开发项目快速增长。

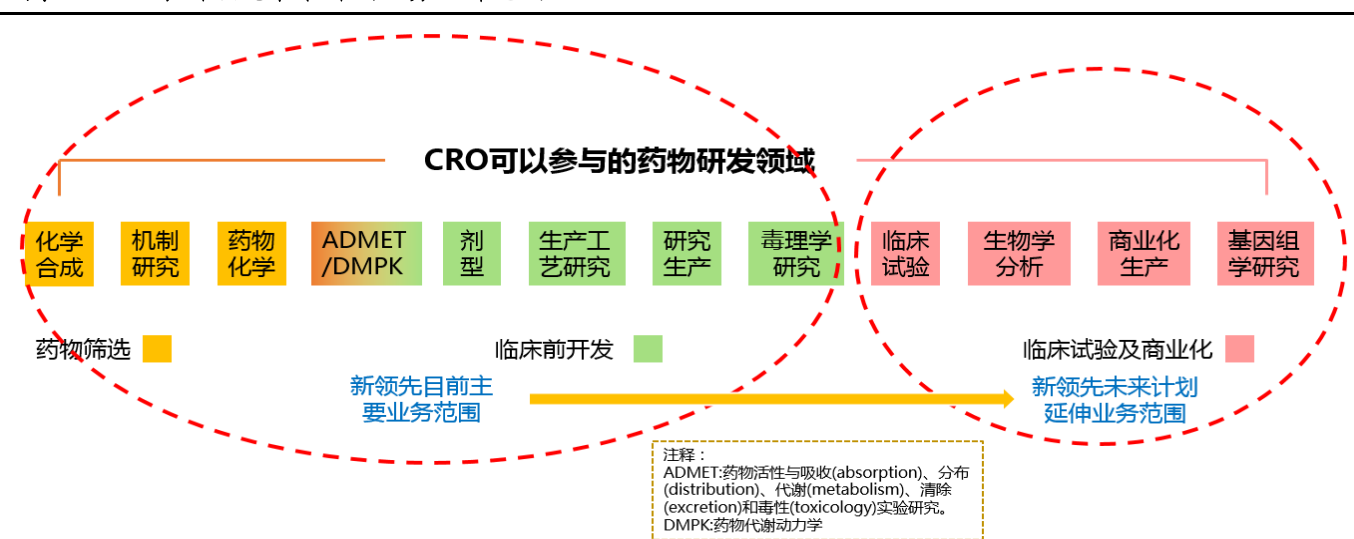
图表 11: 2011-2014 年北京新领先销售收入及增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司将继续大力支持新领先成长为“上规模、优秀的新药研发和临床 CRO 企业”。公司未来将进行纵向、横向同时发展。纵向发展主要是指从化学仿制药向生物仿制药、化学创新药和中药研发等领域突破; 横向发展主要是将公司业务从临床前 CRO 向临床 CRO 扩展。

图表 12: 北京新领先未来计划业务延伸范围



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

六、 设立医疗产业投资基金

2015年4月,公司参股子公司太龙健康产业投资有限公司与江苏金茂创业投资管理有限公司合作设立了医疗产业投资基金——“南京太龙金茂医药产业投资企业”。

此次太龙健康与江苏金茂的合作模式是LP和GP模式。太龙健康作为基金的LP(有限合伙人)出资人,主要负责提供资金,江苏金茂作为基金的GP(普通合伙人),主要负责基金的管理和维护。

公司希望通过不断寻找,发现医药、医疗、生物工程等健康产业中的优秀项目,进行项目投资和项目储备,以实现资本增值和投资收益,为公司今后的健康持续发展打下更加坚实的基础。

七、 盈利预测与估值

太龙药业目前的利润主要来源于母公司的医药工业业务、桐君堂的中药饮片业务和新领先的医药CRO业务。考虑到桐君堂和新领先都提供了业绩承诺,并且公司进行了营销改革,再结合新产品的推广及下半年小儿复方鸡内金咀嚼片的上市,预计母公司的医药工业增速将会加快,因此,我们将公司的利润分拆为三部分进行假设分析。

预计2015年、2016年母公司主业的营收分别为5.54亿元和7.23亿元,净利润为3900万元和5060万元。

桐君堂和新领先则以业绩承诺为基础,我们判断有超预期的可能性,尤其是2015年随着公司对桐君堂产能建设、渠道扩张和精品饮片推广,利润率将会得到大幅提升。公司已经确定桐君堂今年全年并表,新领先从3月开始并表,因此两家被并购公司的利润将集中体现在2015年。据此逻辑,2015年和2016年太龙药业预计实现合并净利润0.98亿和1.25亿元。

由于“收购利润”所带来的明确弹性,根据我们的测算,2015年归属于母公司的净利润同比增幅将接近甚至超过200%。因此,2015年太龙药业业绩大幅增长是非常明确的逻辑。所以2015年主要体现在公司业绩弹性上。

对于太龙药业而言,一系列并购战略的实施或许仅仅是刚刚开始。未来,公司还将通过资本运作,以太龙健康产业投资为平台,

通过设立的医疗并购基金，开启新一轮的并购风暴，更加坚定的将企业做大做强。因此 2016 年将预期可以实现企业并购战略落地。

综上所述，我们给予太龙药业“推荐”评级。

图表 13: 太龙药业分拆业务利润预测分析表

单位: 百万元	2013 年	2014 年	2015 年 E	2016 年 E
母公司——营业收入	404.29	477.06	553.39	723.42
——净利润	23.17	14.78	38.74	50.60
桐君堂——营业收入	539.08	528.62		
——净利润	27.92	34.50	37.73	41.27
新领先——净利润	17.91	24.00	21.00 (并表)	33.50
合计	36.06	32.03	97.47	125.37

资料来源: 东吴证券研究所

八、 风险提示

- 1、医药产品招标所产生的不确定性风险;
- 2、公司主业调整速度低于预期的风险;
- 3、桐君堂布局河南市场进度低于预期的风险;
- 4、新领先业务拓宽低于预期的风险;
- 5、无法找到合适并购对象的风险。

附表 1: 太龙药业主要财务数据

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	利润表 (百万元)	2013	2014	2015E
流动资产	1184.9	1450.09	1678.60	营业收入	1304.7	1254.23	1690.1
现金	455.6	657.4	834.2	营业成本	1051.4	1004.77	1309.3
应收款项	550.1	598.8	698.8	营业税金及附加	5.0	4.47	5.8
8 存货	148.8	162.4	182.7	营业费用	74.5	72.62	100.7
其他	30.3	43.2	53.2	管理费用	65.6	75.6	85.6
非流动资产	768.8	841.61	823.80	财务费用	42.7	44.93	52.8
长期股权投资	27.2	27.2	37.2	投资净收益	0.0	2.46	0.0
固定资产	622.0	634.9	739.9	其他	-1.9	0.00	-6.0
无形资产	77.9	84.1	90.1	营业利润	63.6	64.21	103.17
其他	41.7	49.6	50.6	营业外净收支	3.4	2.0	15.3
资产总计	1953.6	2291.71	2635.5	利润总额	67.0	65.18	118.47
流动负债	657.3	960.07	880.0	所得税费用	15.3	15.0	14.3
短期借款	406.5	473.7	450.7	少数股东损益	15.6	18.1	6.7
应付账款	183.4	232.5	200.5	归属母公司净利润	36.1	32.03	97.47
其他	67.4	73.8	63.8	EBIT	108.2	122.3	142.3
非流动负债	203.9	145.5	128.9	EBITDA	148.2	153.7	156.7
长期借款	140.0	130.0	110.0				
其他	63.9	58.9	68.9	重要财务与估值指标	2013	2014	2015E
负债总计	861.2	1105.6	998.9	每股收益(元)	0.07	0.06	0.17
17 少数股东权益	47.6	53.4	23.4	每股净资产(元)	2.10	1.91	2.02
归属母公司股东权益	1044.8	948.7	967.7	发行在外股份(百万股)	496.6	496.6	573.9
负债和股东权益总计	1953.6	2134.4	2938.7	ROIC(%)	6.3%	6.6%	6.8%
				ROE(%)	3.5%	3.7%	3.9%
				毛利率(%)	19.4%	20.7%	22.3%
				EBIT Margin(%)	8.3%	8.8%	8.6%
				销售净利率(%)	2.8%	3.0%	3.6%
				资产负债率(%)	44.1%	45.2%	46.2%
				收入增长率(%)	19.8%	7.2%	7.9%
				净利润增长率(%)	78.5%	16.1%	17.3%
				P/E	114.44	114.44	114.44
				P/B	3.95	3.95	3.95
				EV/EBITDA	33.66	33.66	33.66
现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E				
经营活动现金流	-6.6	87.45	85.23				
投资活动现金流	-23.0	6.88	8.65				
筹资活动现金流	358.8	89.8	82.8				
现金净增加额	329.1	46.33	42.33				
折旧和摊销	40.0	63.0	23.0				
资本开支	-18.3	-21.6	-26.6				
营运资本变动	-176.3	-192.1	-197.1				
企业自由现金流	-46.8	-73.8	-76.8				

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>