

# 太龙药业 (600222)

## 大股东增持，未来发展战略清晰 推荐（维持）

2015年7月14日

### 盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1254.23	1689.01	1932.80	2158.23
同比（%）	-3.87%	34.67%	14.43%	11.66%
净利润（百万元）	50.17	97.80	112.53	122.51
同比（%）	-2.96%	94.93%	15.06%	8.87%
毛利率（%）	19.89%	21.12%	21.28%	21.26%
每股收益（元）	0.06	0.16	0.19	0.21

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

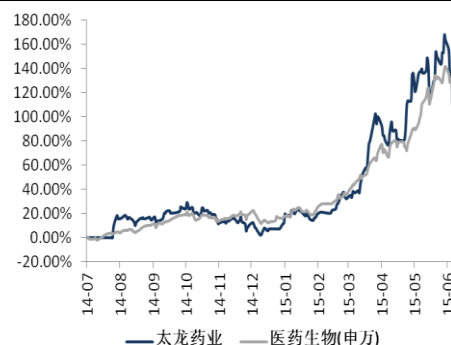
021-63123162

[jenny1727@gmail.com](mailto:jenny1727@gmail.com)

### 投资要点

- **控股股东拟增持**：2015年7月8日，河南太龙药业股份有限公司发布公告称，公司控股股东郑州众生实业集团有限公司计划以自筹资金自2015年7月9日起，于未来12个月内根据市场情况，通过二级市场增持公司股份，累计增持的比例不低于公司总股本的0.1%，不超过公司总股本的1%。此次增持彰显控股股东对太龙药业未来发展的信心，同时也是对公司价值及成长的认可。
- **中药口服液产品提高出厂价**：2015年上半年，公司开始进行内部资源的重新配置，并对母公司现有产品线进行梳理、产品结构进行调整。同时，母公司为应对原材料上涨带来的成本压力，调高大部分中药口服液产品的出厂价格。短期来看，提高出厂价会导致的产品销量下滑降低母公司的收入和净利润，但从长期来看，提高出厂价有助于缓解成本压力，有利于维护产品在市场上的竞争力。
- **桐君堂改组享受税收减免**：2015年6月6日，公司发布公告称，公司全资子公司桐君堂饮片已收到《桐庐县国家税务局税务事项通知书》，同意桐君堂饮片于2015年6月4日完成登记（备案），可按企业所得税优惠备案执行减免税。中药饮片属药用植物初加工，符合国家税收优惠政策范围，此次公司将中药饮片厂改组形成独立子公司，享受国家税收优惠，符合公司的长远发展。
- **加大对新领先支持力度，扩展业务范围**：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。
- **医疗并购基金拟收购和邦生物，试水生物医药**：虽然和邦生物目前所有产品均处于在研阶段，尚未有产品形成生产和销售。但太龙药业此次以并购基金为平台，拟投资无锡和邦生物。符合公司“一核两翼多平台”的发展战略，是公司进行外延式发展而迈出的实质性一步，具有非常积极的意义。也是公司进军生物药领域，布局蛋白质和多肽类药物的重要一步，有利于公司未来的持续发展。维持公司“推荐”评级。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	8.56
一年最低价/最高价	5.79 / 17.99
市净率	3.3
流通A股市值（百万元）	4251.0

### 基础数据

每股净资产（元）	2.56
资产负债率（%）	48.2413
总股本（百万股）	573.89
流通A股（百万股）	496.61

### 相关报告

投资和邦初试水，业绩估值双提升  
跟踪报告 2015.6.22

投资和邦，并购基金迈出第一步  
跟踪报告 2015.6.17

今年业绩弹性，明年看收购落地  
年报点评 2015.4.20

定增并购迎变革，管理层激励动力足  
深度研究报告 2014.10.22

## 1. 控股股东拟增持，给市场注入强心剂

### 1.1. 控股股东拟增持情况

2015 年 7 月 8 日，河南太龙药业股份有限公司发布公告称，公司控股股东郑州众生实业集团有限公司计划以自筹资金自 2015 年 7 月 9 日起，于未来 12 个月内根据市场情况，通过二级市场增持公司股份，累计增持的比例不低于公司总股本的 0.1%，不超过公司总股本的 1%。同时，众生集团承诺，在增持实施期间及法定期限内不减持所持有的公司股份。目前众生集团持有公司股份 131,833,086 股，占公司总股本的 22.97%。

### 1.2. 此次增持背景

公司控股股东众生集团曾于 2013 年 12 月 9 日至 2014 年 12 月 9 日期间，进行公司上市以来的首次增持。当时众生集团通过二级市场以不超过 7.5 元/股的价格，累计增持的公司股份比例不低于总股本的 0.2%，不超过本公司总股本的 3.6%。此次增持将是公司上市以来的第二次控股股东增持。

近期，根据股市变化情况，本着共同促进资本市场平稳健康发展的社会责任，同时基于对公司目前价值判断，公司控股股东进行此次增持。此次增持彰显控股股东对太龙药业未来发展的信心，同时也是对公司价值及成长的认可。

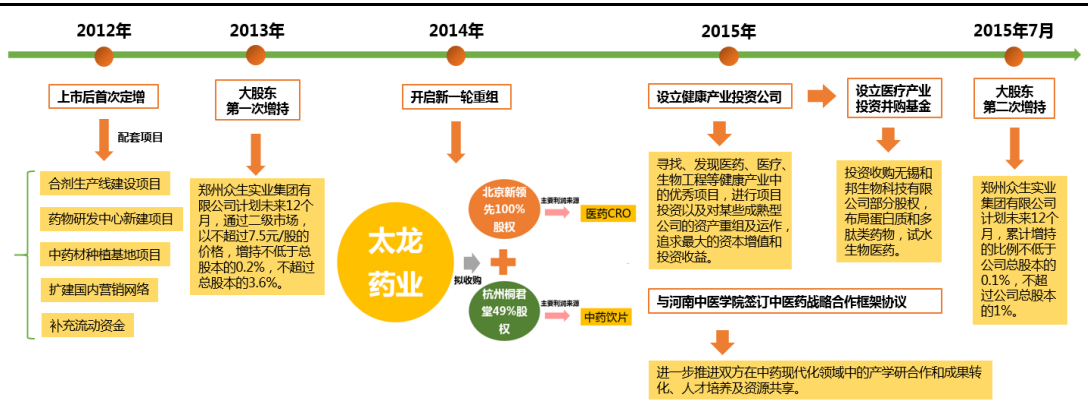
## 2. 贯彻执行“一核两翼多平台”发展战略，公司进入高速发展期

### 2.1. 公司近年来资本运作情况

2011 年底，公司管理层换届。2012 年，新管理层团队锐意创新，开启公司营销模式改革。与此同时，公司为完成扩大产能及产品结构升级的目标，进行上市后的首次定增，并于 2013 年获得证监会批准并成功实施。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“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。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并购基金，并于今年 6 月找到首个投资标的——无锡和邦生物，拟进军生物医药领域。

由此可见，从 2012 年开始，公司通过一系列的资本化运作，希望能借此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 1：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

## 2.2. 公司未来发展规划

公司未来的发展规划目前已经逐步清晰：

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 2：太龙药业未来四大发展方向



资料来源：东吴证券研究所

### 3. 母公司主业——深入调整产品结构，尽快实现产品结构转型

#### 3.1. 中药口服液产品提高出厂价

2015 年上半年，公司开始进行内部资源的重新配置，并对母公司现有产品线进行梳理、产品结构进行调整。同时，母公司为应对原材料上涨带来的成本压力，调高大部分中药口服液产品的出厂价格，对于上述调整，市场的接受和反应需要一定过程，因此，销量出现一定的下滑。短期来看，提高出厂价会导致的产品销量下滑降低母公司的收入和净利润，但从长期来看，提高出厂价有助于缓解成本压力，有利于维护产品在市场上的竞争力。

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。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。未来，公司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。

#### 3.2. 布局大健康产品

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。

### 4. 桐君堂——布局河南市场，享受税收优惠

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。

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。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，桐君堂饮片已经进入河南郑州部分医院进行销售。

2015 年 6 月 6 日，公司发布公告称，公司全资子公司桐君堂饮片已收到《桐庐县国家税务局税务事项通知书》，同意桐君堂饮片于 2015 年 6

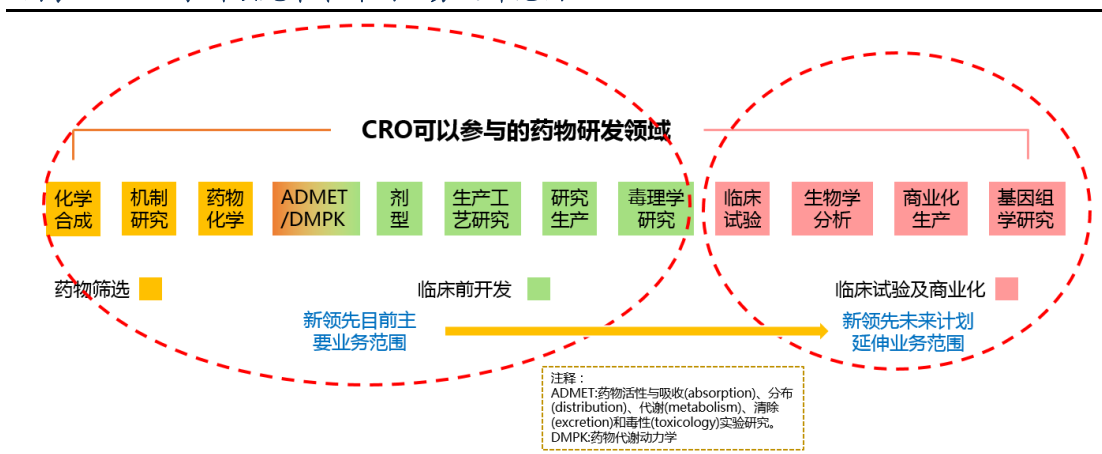
月 4 日完成登记（备案），可按企业所得税优惠备案执行减免税。中药饮片属药用植物初加工，符合国家税收优惠政策范围，此次公司将中药饮片厂改组形成独立子公司，享受国家税收优惠，将有利于提升公司的盈利能力，符合公司的长远发展。

### 5. 新领先——加大支持力度，扩展业务范围

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。

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 3：北京新领先未来计划业务延伸范围



资料来源：东吴证券研究所

### 6. 健康产业并购基金——拟收购和邦生物，试水生物医药

2015 年 6 月 5 日，太龙药业公告太龙金茂并购基金拟投资无锡和邦生物科技有限公司，布局蛋白质和多肽类药物。公司设立的太龙金茂并购基金 6 月 4 日与无锡和邦生物董事长杨建良签订《股权合作框架协议》，标志着公司以并购基金为平台的外延发展迈出实质性一步。

和邦生物目前已完成促胰岛素分泌肽融合蛋白的临床研究，拥有“一种用于测定 GLP-1 及其功能类似物生物活性的细胞株及其应用”国家专利 (CN102649947A)，已建立完善的 HSA 融合蛋白检测技术平台。并同时具有“一种促胰岛素分泌肽与人血清白蛋白的融合蛋白及其制备方法”国家专利 (CN101240033A)，能够用于大规模的工业化生产。此技术平台的应用值得期待，在后续还可以应用于对长效干扰素、长效粒细胞刺

激因子或者长效生长激素等药物的开发。

GLP-1 类型的多肽药及其长效药物包括 GLP-1、Exendin-4、GLP-1-HSA、Exendin-4-HSA、GLP-1-Fc 及聚乙二醇化艾塞那肽等。已上市的产品中包括礼来/Amylin 公司的 Byetta (百泌达 Exendin-4) 和 Bydureon(艾塞那肽缓释剂型)、诺和诺德的 Victoza(诺和力, GLP-1 类似物 Liraglutide 在体内与 HSA 结合)。

图表 4：GLP-1 及 Exendin-4 药物开发进展

国内外产品	药物特征	注射频率	最新进展
百泌达 (礼来公司和 Amylin 制药公司)	Exendin-4, 短效	每天 2 次	2005 批准上市, 2009 年中国市场上市
利拉鲁肽 (诺和诺德公司)	利拉鲁肽 (GLP-1) 衍生物体内与 HSA 结合	每天 1 次	2011 年批准上市
Bydureon/bydureon pen (阿斯利康公司)	Exendin-4 微囊缓释技术, 长效	每周 1 次	2012 年 Bydureon 上市, 2014 年注射笔类型上市
GLP-1-Fc(礼来公司)	GLP-1 与免疫球蛋白的 Fc 融合, 长效	每周 1 次	完成 III 期临床
GLP-1-HSA (GSK 公司)	GLP-1 与人血清白蛋白 HSA 融合, 长效	每周 1 次	2014 年获批上市
Exendin-4-HSA(和邦生物)	Exendin-4 与 HSA 融合, 长效	每周 1 次	2015 年获得临床批件
Exendin-4 (浙江华阳)	Exendin-4 与 HSA 融合, 长效	-	2014 年申请临床
GLP-1(仁会生物)	GLP-1 (7-36), 人源	-	2011 年申请生产
GLP-1-HSA (江苏泰康)	GLP-1 类似物与 HSA 融合, 长效	-	2013 年获批临床
聚乙二醇化艾塞那肽 (派格生物)	聚乙二醇与 Exendin-4 融合, 长效	-	2012 年获批临床
艾塞那肽缓释微球 (山东绿叶)	微球缓释技术, 长效	-	2013 年临床审评

资料来源：公司网站，东吴证券研究所

从短期来看，和邦生物目前所有产品均处于在研阶段，尚未有产品形成生产和销售。虽然公司的长效蛋白质药物注射用促胰岛素分泌肽融合蛋白已经获得临床批件，但离真正上市销售还需要至少 5 年的时间。但从长远来看，太龙药业此次以并购基金为平台，拟投资无锡和邦生物。符合公司“一核两翼多平台”的发展战略，是公司进行外延式发展而迈出的实质性一步，具有非常积极的意义。也是公司进军生物药领域，布局蛋白质和多肽类药物的重要一步，有利于公司未来的持续发展。如果和邦生物的在研产品未来能够成功上市，将给上市公司带来非常可观的利润，同时也将给公司在生物药领域开拓出一片新的天地。

## 7. 盈利预测与投资建议

目前，太龙药业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。

对于母公司的医药工业业务，通过营销改革，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，我们预计母公司的医药工业增速将会加快。不过，由于上半年公司提高中药口服液产品的出厂价，导致销量出现较为明显的下滑，也给母公司的利润增长增加不确定性。

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。尤其考虑到 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，以及公司子公司改组享受税收优惠，利润率将会得到大幅提升。

据此逻辑，我们预计 2015 年和 2016 年太龙药业实现合并净利润 0.93 亿和 1.10 亿元。

由于“收购利润”所带来的明确弹性，太龙药业 2015 年业绩大幅增长是非常明确的逻辑。同时，由于公司外延式并购的加速，未来将会有更多优秀的企业被公司收购，也将给公司带来非常可观的利润，这将有利于提升公司的综合竞争力和盈利能力，使公司迈入一个全新的发展阶段。

综上所述，我们给予公司“推荐”评级。

## 8. 风险提示

- 1、和邦生物新产品研发失败的风险；
- 2、母公司主业销售不达预期的风险；
- 3、公司投资并购进度不及预期的风险。

图表 5：太龙药业主要盈利预测

单位：百万元	2014 年	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E
母公司——营业收入	477.06	553.39	723.42	950.46
——净利润	14.78	34.07	37.76	39.42
桐君堂——营业收入	655.80	694.51	740.55	804.23
——净利润	33.16	37.73	41.27	46.09
新领先——营业收入	65.12	74.35	86.70	94.00
——净利润	23.98	28.00	33.50	37.00
<b>合计</b>	<b>32.03</b>	<b>93.32</b>	<b>110.28</b>	<b>121.26</b>

资料来源：东吴证券研究所

附表 1: 太龙药业主要财务数据

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1,450.09</b>	<b>1,850.34</b>	<b>2,160.65</b>	<b>2,289.09</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,254.23</b>	<b>1,689.01</b>	<b>1,932.80</b>	<b>2,158.23</b>
现金	657.37	687.25	765.45	680.66	营业成本	1,004.77	1,332.22	1,521.50	1,699.39
应收款项	277.32	300.54	350.67	360.89	营业税金及附加	4.47	6.42	7.34	8.20
存货	191.08	200.45	230.45	250.22	销售费用	72.62	101.85	118.29	134.89
其他	324.32	662.10	814.08	997.32	管理费用	64.92	67.22	77.70	86.55
<b>非流动资产</b>	<b>841.61</b>	<b>943.44</b>	<b>1,186.00</b>	<b>1,260.00</b>	财务费用	44.93	60.13	69.58	77.26
长期股权投资	3.10	2.34	5.00	6.00	投资净收益	2.46	2.00	2.50	2.80
固定资产	655.18	830.34	930.45	1,100.88	资产减值损失	0.76	1.56	0.86	1.42
无形资产	83.26	93.00	105.00	112.00	<b>营业利润</b>	<b>64.21</b>	<b>121.61</b>	<b>140.03</b>	<b>153.32</b>
其他	100.07	17.76	145.55	41.12	营业外净收支	1.37	1.80	1.85	1.96
<b>资产总计</b>	<b>2,291.71</b>	<b>2,793.78</b>	<b>3,346.65</b>	<b>3,549.09</b>	<b>利润总额</b>	<b>65.18</b>	<b>123.13</b>	<b>141.52</b>	<b>154.88</b>
<b>流动负债</b>	<b>960.07</b>	<b>971.31</b>	<b>986.22</b>	<b>1,035.22</b>	所得税费用	15.00	25.34	28.99	32.37
短期借款	605.00	680.00	650.00	720.54	少数股东损益	18.14	6.48	2.25	1.25
应付账款	153.26	180.98	198.34	167.34	<b>归属母公司净利润</b>	<b>32.03</b>	<b>91.32</b>	<b>110.28</b>	<b>121.26</b>
预收款项	50.22	60.33	87.88	97.34	EBIT	65.18	123.13	141.52	154.88
<b>非流动负债</b>	<b>145.48</b>	<b>230.44</b>	<b>250.45</b>	<b>260.99</b>	EBITDA	65.94	124.69	142.38	156.30
长期借款	120.00	150.00	160.00	180.00					
其他	25.48	80.44	90.45	80.99					
<b>负债总计</b>	<b>1,105.55</b>	<b>1,201.75</b>	<b>1,236.67</b>	<b>1,296.21</b>					
少数股东权益	121.73	186.98	198.34	200.00	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
归属母公司股东权益	1,064.43	1,189.34	1,275.43	1,311.56	每股收益(元)	<b>0.06</b>	<b>0.16</b>	<b>0.19</b>	<b>0.21</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,186.16</b>	<b>1,376.32</b>	<b>1,473.77</b>	<b>1,511.56</b>	每股净资产(元)	0.20	0.54	1.34	1.56
					发行在外股份(百万股)	496.61	573.89	573.89	573.89
					ROIC(%)	17.10%	13.30%	12.80%	18.90%
					ROE(%)	21.40%	23.10%	24.70%	25.20%
					毛利率(%)	19.89%	21.12%	21.28%	21.26%
					股息率	1.00%	1.20%	1.49%	1.85%
					销售净利率(%)	17.20%	19.50%	20.55%	21.10%
					资产负债率(%)	26.70%	26.18%	28.43%	30.01%
					收入增长率(%)	-3.87%	34.67%	14.43%	11.66%
					净利润增长率(%)	-2.96%	94.93%	15.06%	8.87%
					P/E	133.1	50.8	42.6	38.8
					P/B	3.64	3.65	5.35	6.78
					EV/EBITDA	34.54	48.8	35.7	26.0

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，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>