

太龙药业 (600222)

2015年10月14日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

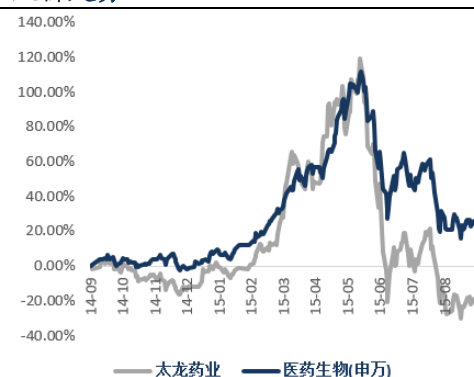
Hongyang614@gmail.com

中性 (下调)

投资要点

- 公司现有四大业务板块:** 在公司完成对桐君堂和新领先的股权收购后。公司目前已形成以中药口服液为主的药品制剂业务、中药饮片业务、药品研发技术服务和医药商业共同构筑的四大主要业务板块。其中,桐君堂的中药饮片业务和新领先的医药研发业务,都保持稳健的发展趋势,已经构成公司收入和利润的主要来源。
- 未来发展规划:** 未来,公司将重点加大对桐君堂和新领先的支持力度。公司将把更多的资源投入到这两个优势板块中,尽快把中药饮片和药品研发业务的规模做大,获得更加持续稳健的盈利能力。
- 公司大健康产品正式上市:** 2015年9月,公司的两款大健康产品,“双花凉茶”和“怀山药植物饮料”已经在正式上市销售。目前这两款产品首先在河南省推广销售,刚推出市场反应情况良好。前期主要以口碑营销为主要推广模式,公司有信心通过一定时间推广放量,将这两款饮品打造成上亿级规模的大健康产品。
- 桐君堂——扩建营销网络,重点发展河南市场:** 公司拟使用募集资金1.16亿元,以增资方式投入桐君堂药业有限公司,为上市公司全资子公司桐君堂扩建营销网络建设项目。此次建设的煎药及饮片配送中心,将更有利于提高公司在医疗服务领域的影响力,实践探索提升公司全产业链终端增值服务的模式,增强公司的竞争力,并直接带动公司在区域内的饮片销售业务。
- 新领先——进军临床 CRO 业务:** 公司将使用募集资金投资2000万元,在深蓝海建设临床 CRO 项目。公司计划成立临床试验技术服务平台和数据管理中心,把北京深蓝海医药科技发展有限公司打造成一支专业化程度高、运作管理标准的研究型团队和实力强大的由国内知名医药专家组成的顾问团队,延伸公司 CRO 业务板块的产业链。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计 2015-2018 年公司收入 11.75 亿、14.00 亿、16.14 亿、17.71 亿 (原预测为 15-17 年 16.89 亿、19.33 亿、21.58 亿), 实现净利润 0.15 亿、0.93 亿、1.09 亿、1.22 亿 (原预测为 15-17 年 0.91 亿、1.10 亿、1.21 亿), EPS 0.03、0.16、0.19、0.21 (原预测为 15-17 年 0.16 元、0.19 元、0.21 元), 对应 2015-2016 年 PE 为 221.3 倍、41.5 倍、34.9 倍、31.6 倍。考虑到公司今年产品线调整等原因造成的业绩下滑,要完成全年计划的营业收入 16.89 亿元,净利润 0.94 亿元的业绩指标,已经有较大的困难。故我们下调公司评级至“中性”。但我们依然看好公司未来的长远发展。
- 风险提示:** 行业政策风险; 原材料价格波动风险; 市场风险; 研发失败风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	6.64
一年最低价/最高价	5.55 / 17.95
市净率	2.56
流通A股市值 (百万元)	3297.5

基础数据

每股净资产 (元)	2.57
资产负债率 (%)	43.75
总股本 (百万股)	573.89
流通A股 (百万股)	496.61

相关报告

- “大股东增持, 未来发展战略清晰” —— 太龙药业跟踪报告 2015. 07. 14
- 太龙药业深度研究报告 —— 2014. 10. 21

1. 公司发展近况

1.1. 国企改革暂无明确时间表

2015 年 9 月 13 日,国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》,国企改革顶层设计文件出炉。公司隶属于地方政府国资委,河南省国资委和地方国资委对于该意见目前还未形成具体的改革方案,相关细则也需要较长一段时间才能出台。现阶段,国企改革不会对公司的日常生产经营及未来的发展战略造成重大影响。

1.2. 公司并购重组进展情况

2015 年上半年,公司完成对桐君堂药业有限公司和北京新领先医药科技发展有限公司的股权收购。桐君堂和新领先成为公司的全资子公司,中药饮片业务和新药研发业务成为公司收入和利润的主要来源。根据目前的进展情况,桐君堂和新领先均已于 2015 年 3 月并表。

1.3. 大股东增持进展

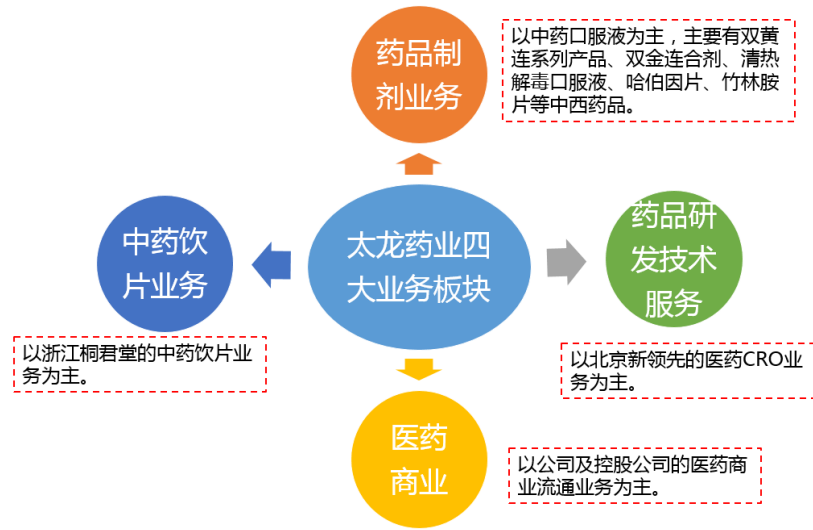
2015 年 7 月 8 日,公司发布公告称,公司控股股东郑州众生实业集团有限公司计划以自筹资金自 2015 年 7 月 9 日起,于未来 12 个月内根据市场情况,通过二级市场增持公司股份,累计增持的比例不低于公司总股本的 0.1%,不超过公司总股本的 1%。目前,该增持事项还在进展中。

2. 公司目前四大业务板块及未来发展规划

2.1. 公司现有四大业务板块

在公司完成对桐君堂和新领先的股权收购后。公司目前已形成以中药口服液为主的药品制剂业务、中药饮片业务、药品研发技术服务和医药商业共同构筑的四大主要业务板块。其中,桐君堂的中药饮片业务和新领先的医药研发业务,都保持稳健的发展趋势,已经构成公司收入和利润的主要来源。

图表 1: 公司四大业务板块



资料来源：东吴证券研究所

2.2. 未来发展规划

未来，公司将重点加大对桐君堂和新领先的支持力度。

公司将把更多的资源投入到这两个优势板块中，尽快把中药饮片和药品研发业务的规模做大，获得更加持续稳健的盈利能力。

同时，公司将尽快完成母公司产品结构的调整，形成以儿童型双黄连、小儿复方鸡内金咀嚼片为主的儿童系列产品，提高双金连合剂等高毛利产品的份额。随着 9 月公司山药饮品、双花凉茶等新品的上市，公司不断丰富新的产品线。对于公司的固体制剂业务和医药商业，公司将会维持一个较为稳定的规模和利润。

公司参股设立的并购基金也将继续为公司储备并购项目，降低公司的并购风险，实现公司对医药行业优质资源的整合。

图表 2：公司四大业务未来发展规划



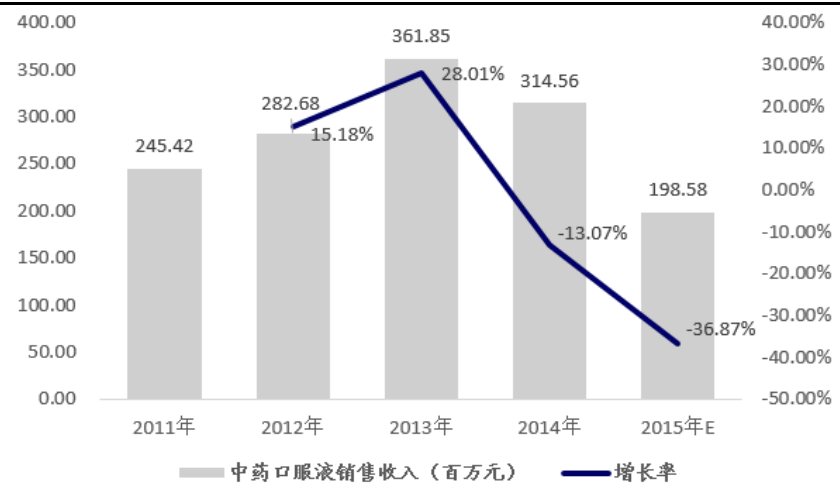
资料来源：东吴证券研究所

3. 母公司发展情况

3.1. 上半年全面提高中药口服液产品出厂价

今年一季度，公司整体提高中药口服液的出厂价，其中主要产品双黄连口服液、双金连合剂及儿童型双黄连口服液的涨价幅度均在 20% 及以上。出厂价的提高及市场环境的变化对公司的销售形成较大的影响。今年上半年中药口服液销售收入仅有 8464 万，比去年同期减少 38.21%。

图表 3：2011-2015E 母公司中药口服液销售收入及增长情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司今年为应对生产成本的增长，调高中药口服液系列产品的出厂价格。虽然短期内，这一系列调整，对原有的口服液产品市场产生较大影响，产品的销量在一定阶段都出现较大幅度的下降。但从长期来看，此次上调出厂价，未来将有助于公司提供更为优质的产品和服务，提升双黄连口服液、双金连合剂及儿童型双黄连口服液等产品市场竞争能力。

3.2. 恶劣招标环境影响公司销售计划

今年的招标形势异常严峻，对公司的影响较大，很多地区的招标价格较往年大幅降低。同时还普遍存在着二次议价等现象。公司原本计划今年将公司部分产品进入医院渠道销售，但目前受制于招标等因素影响，相关进度也一直都是停滞不前。

3.3. 小儿复方鸡内金咀嚼片的移交工作进度晚于预期

公司原本计划小儿复方鸡内金咀嚼片今年下半年就可以在国内上市。但从目前的情况来看，小儿复方鸡内金咀嚼片的移交工作进度晚于预期，尽管相关的生产准备工作都已经全部完成，但必须等交接手续全部完成后才能正式生产上市，我们预计上市时间将延期至明年初。

3.4. 产品结构调整还需时日

目前，公司的产品结构调整还需要持续一段时间。此次调整的目标是压缩低毛利产品的产销量，重点支持高毛利产品的市场开发，计划形成以儿童型双黄连口服液、小儿复方鸡内金咀嚼片为主的儿童型系列产品，并提高双金连合剂的市场份额，同时适时推出一些新大健康产品，丰富公司的产品线。但由于目前部分产品的上市进度晚于预期及提价带来的销量大幅波动，我们预计公司整体的产品结构调整将会持续到明年中旬。

3.5. 大健康产品正式上市，添加新的利润点

2015 年 9 月，公司的两款大健康产品，“双花凉茶”和“怀山药植物饮料”已经在正式上市销售。其中双花凉茶的销售工作由母公司的销售团队负责，山药饮品的销售工作则是由公司子公司焦作太龙大健康销售

团队负责。目前这两款产品首先在河南省推广销售，刚推出市场反应情况良好。前期主要以口碑营销为主要推广模式，公司有信心通过一定时间推广放量，将这两款饮品打造成上亿级规模的大健康产品。

图表 4: 公司新推出的怀山药植物饮料和双花凉茶



资料来源: 东吴证券研究所

3.6. 其他

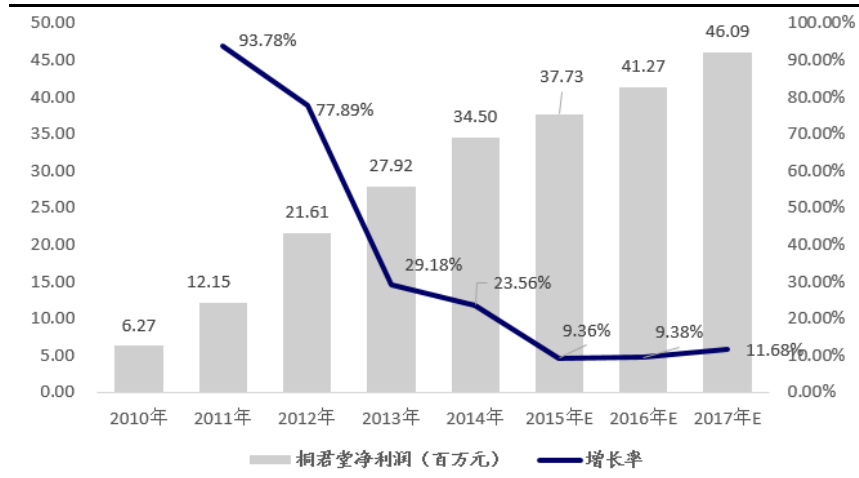
公司的固体制剂类相关产品此次并未同时涨价，价格依然维持在原先水平。销售也是受市场环境相应下滑，但这一类产品本身销售占比较小，对公司整体影响不大。公司大输液业务的生产销售目前已经停滞，但相关资产如土地、厂房、设备等始终处于闲置状态。公司第三季度的销售情况依照目前来看并未出现明显好转，但随着第四季度进入传统销售旺季，公司部分产品的销售有望回暖。

4. 桐君堂——扩建营销网络，重点发展河南市场

桐君堂的发展已经步入正轨。2015 年上半年，桐君堂实现净利润 1413.64 万元，较上年同期增长 15.62%。在如此多变的市场环境下，桐君堂净利润始终维持稳定的增长。虽然今年上半年销售收入略有下滑，但

并不会影响公司未来的发展。

图表 5: 2011-2017E 桐君堂净利润及增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.1. 增资扩建营销网络

公司拟使用募集资金 1.16 亿元, 以增资方式投入桐君堂药业有限公司, 为上市公司全资子公司桐君堂扩建营销网络建设项目: 该项目包括两部分内容, 一是分别在郑州和桐庐新建扩建煎药及饮片配送中心, 通过为中医院、中医门诊的诊疗机构提供代煎药业务, 从而拉动在该区域内的饮片销售业务, 二是在桐庐扩建饮片物流仓库。相关资金将很快落实到位。

4.2. 提升区域饮片销售业务

今年上半年, 桐君堂的中药饮片已经进入河南省部分医院进行销售。未来, 公司将与更多的公立医院进行合作销售桐君堂的中药饮片。此次建设的煎药及饮片配送中心, 将更有利于提高公司在医疗服务领域的影响力, 实践探索提升公司全产业链终端增值服务的模式, 增强公司的竞争力, 并直接带动公司在区域内的饮片销售业务。

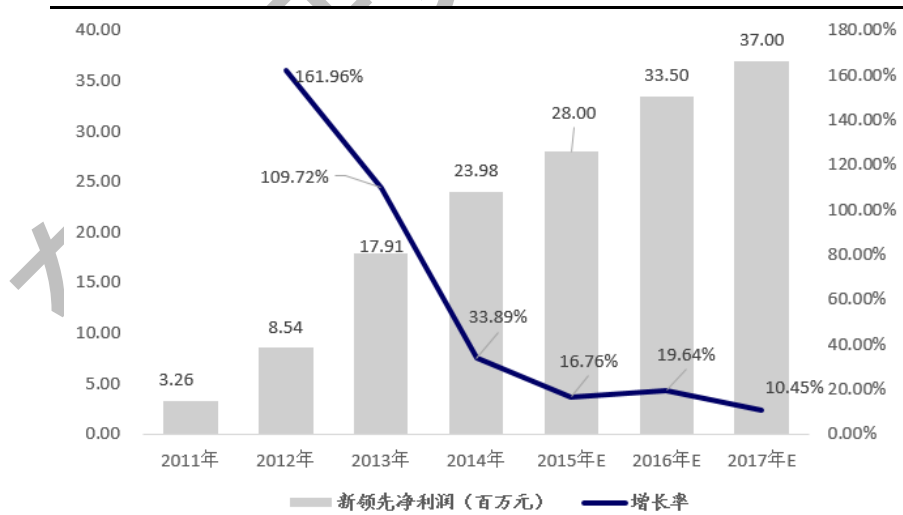
4.3. 中药配方颗粒

目前，中药配方颗粒的相关政策尚未开放。如果未来，国家的相关政策开放并鼓励中药配方颗粒的发展，公司也会考虑向中药配方颗粒产业转型。

5. 新领先——进军临床 CRO 业务

新领先目前的经营和业绩都保持良好发展趋势。2015 年上半年，新领先实现净利润 1421.24 万元，较上年同期增长 65%。

图表 6: 2011-2017E 新领先净利润及增长情况

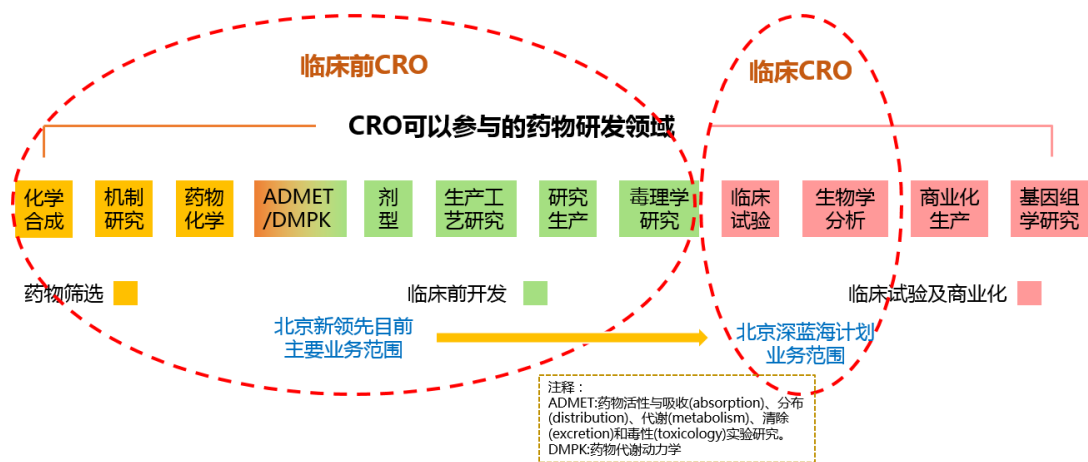


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.1. 以深蓝海为平台，延伸临床 CRO 业务

深蓝海作为新领先的全资子公司，之前主要为新领先提供辅助性研究工作。如今，公司将使用募集资金投资 2000 万元，在深蓝海建设临床 CRO 项目。公司计划成立临床试验技术服务平台和数据管理中心，把北京深蓝海医药科技发展有限公司打造成一支专业化程度高、运作管理标准的研究型团队和实力强大的由国内知名医药专家组成的顾问团队，延伸公司 CRO 业务板块的产业链。

图表 7：新领先和深蓝海覆盖业务范围



资料来源：东吴证券研究所

此举标志着公司从临床前 CRO 向临床 CRO 迈出重要的一步，未来，公司将以新领先作为临床前 CRO 的主要平台，而以深蓝海作为临床 CRO 的主要平台。目前，公司已经有部分临床 CRO 项目正在进行中，未来，相关临床 CRO 的业务都会向深蓝海进行转移。

6. 并购基金——继续寻找合适的标的

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。

目前，和邦生物所有产品均处于在研阶段，尚未有产品形成生产和销售。短期内无法为公司贡献利润。同时，公司及并购基金也在继续积极寻找新的投资标的。

7. 盈利预测与投资评级

目前，太龙药业的利润主要来源于桐君堂的中药饮片业务和新领先的医药 CRO 业务。

上市公司母公司的中西药产品业务和医药流通业务上半年均出现亏损，我们预计第四季度情况会略有好转。

桐君堂和新领先从上半年的情况看，发展稳定，我们以业绩承诺为基础，同时考虑到公司近期加大对桐君堂和新领先的支持和投资力度，我们判断有超预期的可能性。

我们预计 2015-2018 年公司收入 11.75 亿、14.00 亿、16.14 亿、17.71 亿（原预测为 15-17 年 16.89 亿、19.33 亿、21.58 亿），实现净利润 0.15 亿、0.93 亿、1.09 亿、1.22 亿（原预测为 15-17 年 0.91 亿、1.10 亿、1.21 亿），EPS 0.03、0.16、0.19、0.21（原预测为 15-17 年 0.16 元、0.19 元、0.21 元），对应 2015-2016 年 PE 为 221.3 倍、41.5 倍、34.9 倍、31.6 倍。考虑到公司今年产品线调整等原因造成的业绩下滑，要完成全年计划的营业收入 16.89 亿元，净利润 0.94 亿元的业绩指标，已经有较大的困难。故我们下调公司评级至“中性”。但我们依然看好公司未来的长远发展。

8. 风险提示

1、行业政策风险：煎药配送中心、中药饮品物流仓库均属于医药行业，国家对医药行业政策的变化将对公司产生较大影响；

2、原材料价格波动风险：中药材是中药饮片产品的主要原材料，中药材的价格波动将对经营业绩造成直接影响；

3、市场风险：国际大型 CRO 组织迫于动物保护和成本上升的压力，正将产业逐步往印度和中国转移，未来可能会对公司业绩产生一定的影响；

4、研发失败风险：任何产品的研发均具有一定的不确定性，存在一定的研发失败的风险。

附表 1: 公司主要业务板块盈利预测表:

单位: 百万元	2014 年	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E	2018 年 E
母公司——营业收入	477.06	448.62	512.62	650.85	728.20
——净利润	14.78	-38.82	18.25	25.86	30.65
桐君堂——营业收入	655.80	594.51	740.55	804.23	874.84
——净利润	33.16	37.73	41.27	46.09	51.70
新领先——营业收入	65.12	74.35	86.70	94.00	98.30
——净利润	23.98	28.00	33.50	37.00	39.50
合计	32.03	15.21	93.02	108.95	121.85

东吴证券

附表 2: 太龙药业主要财务数据

资产负债表 (百万)					利润表 (百万元)				
元)	2015E	2016E	2017E	2018E	2015E	2016E	2017E	2018E	
流动资产	1,850.34	2,160.65	2,289.09	2,568.30	营业收入	1175.48	1399.87	1614.08	1771.34
现金	687.25	765.45	680.66	810.56	营业成本	902.77	1061.10	1218.63	1324.96
应收款项	300.54	400.65	450.28	500.68	营业税金及附加	3.29	3.92	4.52	4.96
存货	200.45	280.68	300.50	412.68	销售费用	79.93	86.09	98.46	106.63
其他	662.10	713.87	857.65	844.38	管理费用	95.21	100.79	116.21	127.54
非流动资产	943.44	1,186.00	1,260.00	1,425.06	财务费用	68.41	50.40	58.11	63.77
长期股权投资	2.34	5.66	6.98	10.68	投资净收益	1.00	1.50	2.00	2.00
固定资产	830.34	930.45	1,100.88	1,212.32	资产减值损失	1.82	1.86	1.90	1.95
无形资产	93.00	105.00	112.00	150.68	营业利润	25.04	97.21	118.25	143.53
其他	17.76	144.89	40.14	51.38	营业外净收支	0.80	0.65	0.56	0.38
资产总计	2793.78	3346.65	3549.09	3993.36	利润总额	25.84	97.86	118.81	143.91
流动负债	971.31	986.22	1,035.22	1,085.22	所得税费用	1.65	2.10	2.42	2.66
短期借款	680.00	650.00	720.54	680.98	少数股东损益	8.98	2.74	7.44	19.40
应付账款	180.98	198.34	167.34	223.56	归属母公司净利润	15.21	93.02	108.95	121.85
预收款项	60.33	87.88	97.34	130.68	EBIT	47.17	97.86	118.81	143.91
非流动负债	230.44	250.45	260.99	280.64	EBITDA	48.99	99.72	120.71	145.86
长期借款	150.00	160.00	180.00	210.60					
其他	80.44	90.45	80.99	70.04					
负债总计	1201.75	1236.67	1296.21	1365.86	重要财务与估值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	186.98	198.34	200.00	210.32	每股收益(元)	0.03	0.16	0.19	0.21
归属母公司股东权益	1,189.34	1,275.43	1,311.56	1,423.68	每股净资产(元)	2.57	2.89	3.14	3.56
负债和股东权益总计	1376.32	1473.77	1,511.56	1,634.00	发行在外股份(百万股)	573.89	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(%)	23.20%	24.20%	24.50%	25.20%
					股息率	1.00%	1.20%	1.49%	1.85%
					销售净利率(%)	3.56%	6.84%	7.21%	7.97%
					资产负债率(%)	26.70%	26.18%	28.43%	30.01%
					收入增长率(%)	1.69%	9.75%	15.30%	9.74%
					净利润增长率(%)	2.75%	182.65%	17.13%	11.84%
					P/E	221.30	41.50	34.90	31.60
					P/B	2.78	2.47	2.27	2.01
					EV/EBITDA	83.64	41.09	33.95	28.09

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：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

