太龙药业（600222）

主业调整，一核两翼快速发展

增持（维持）

2016 年 4 月 20 日

证券分析师　洪阳
执业资格证书号码：
S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

投资要点

- **中药口服液等产品结构调整拉低整体净利润：**2015 年，公司实现营业收入 10.17 亿元，同比下降 18.88%；实现归属于上市公司股东净利润 555.70 万元，同比下降 82.65%；归属于上市公司股东扣非后净利润 402.12 万元，同比下降 86.82%。2015 年，公司对母公司中药口服液等主要产品进行产品结构调整，压缩低毛利产品的产销量，加大高毛利新产品市场开发力度。同时，公司调高大部分产品的出厂价格。受原有市场库存的消化、主要市场的产品转换及招标等工作的影响，2015 年公司中药口服液产品销售收入及净利润均出现较大幅度的下滑。
- **中药饮片业务快速发展：**2015 年 3 月份，公司完成桐君堂全部资产交割工作，桐君堂全部资产和业务并入上市公司。2015 年度桐君堂实现销售收入 5.25 亿元，净利润 4334.48 万元，超预期完成业绩承诺。同时，为支持桐君堂发展，公司变更部分募集资金投资项目，向桐君堂增资 1.15 亿元，用于桐君堂营销网络项目建设，支持桐君堂开拓河南市场，扩大煎药服务和饮片配送能力，其中桐君堂郑州煎药中心业现已建成并开始运营。
- **研发实力大幅提升：**2015 年北京新领先正式成为公司全资子公司，公司研发实力获得根本性提升。2015 年，新领先实现销售收入 7407.05 万元，净利润 2922.81 万元。同时，为支持新领先开展临床 CRO 业务，公司向新领先增资 2000 万元。2015 年，新领先获得临床批件 30 项，开始申报生产批件 4 项，申请专利 16 项。
- **大健康产业初起步：**公司控股子公司焦作怀牌饮料有限公司研制生产的怀山药饮料已经上市形成销售，该产品上市后取得了良好的市场反映和消费者口碑。
- **践行“一核两翼”发展战略：**2015 年，公司充分践行“一核两翼”战略思想，完成了北京新领先 100%股权和桐君堂 49%股权的并购重组，并与山东国际信托、众生集团共同出资参股设立太龙健康产业投资公司，太龙健康已参与以医药健康为方向的产业基金的设立，并已开始进行项目投资。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年公司实现营业收入 14.00 亿、16.14 亿、17.71 亿，实现归属于上市公司净利润分别为 0.93 亿、1.09 亿、1.22 亿，对应 EPS 分别为 0.16、0.19、0.21，对应 PE 分别为 54.0 倍、45.5 倍、41.1 倍。虽然受到产品结构和价格调整影响，公司没有完成 2015 年度盈利预测，但考虑到公司产品结构调整已经接近尾声，同时桐君堂及新领先正处于快速发展期以及公司有较为强烈的外延并购预期，我们依然看好公司未来的长远发展。因此，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；产品价格波动风险；市场风险；研发失败风险。

股价走势

市场数据

收盘价（元）	8.64
一年最低价/最高价	5.55 / 17.98
市净率	3.35
流通A股市值(百万元)	4290.7

基础数据

每股净资产（元）	2.58
资产负债率（%）	43.20
总股本（百万股）	573.89
流通A股（百万股）	496.61

相关报告

“天然植物饮品全新上市，结构调整静待业绩回升”太龙药业——2015.10.14
“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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

太龙药业（600222）主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**1,354.96**	**2,160.65**	**2,289.09**	**2,568.30**
现金	578.33	765.45	680.66	810.56
应收款项	328.97	400.65	450.28	500.68
存货	207.27	280.68	300.50	412.68
其他	67.87	713.87	857.65	844.38
非流动资产	**1284.60**	**1,186.00**	**1,260.00**	**1,425.06**
长期股权投资	48.48	55.66	56.98	66.68
固定资产	689.80.34	930.45	1,100.88	1,212.32
无形资产	104.67	105.00	112.00	150.68
其他	17.76	144.89	40.14	51.38
资产总计	**2639.56**	**3346.65**	**3549.09**	**3993.36**
流动负债	**1037.14**	**986.22**	**1,035.22**	**1,085.22**
短期借款	728.00	650.00	720.54	680.98
应付账款	115.08	198.34	167.34	223.56
预收款项	41.24	87.88	97.34	130.68
非流动负债	**103.02**	**250.45**	**260.99**	**280.64**
长期借款	100.00	160.00	180.00	210.60
其他	80.44	90.45	80.99	70.04
负债总计	**1140.16**	**1236.67**	**1296.21**	**1365.86**
少数股东权益	18.67	18.34	20.00	21.32
归属母公司股东权益	1,480.74	1475.43	1511.56	1,523.68
负债和股东权益总计	**1499.40**	**1473.77**	**1,511.56**	**1,634.00**

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**1017.38**	**1399.87**	**1614.08**	**1771.34**
营业成本	774.58	1061.10	1218.63	1324.96
营业税金及附加	3.26	3.92	4.52	4.96
销售费用	71.86	86.09	98.46	106.63
管理费用	114.36	100.79	116.21	127.54
财务费用	61.82	50.40	58.11	63.77
投资净收益	3.16	1.50	2.00	2.00
资产减值损失	61.82	1.86	1.90	1.95
营业利润	**-8.56**	**97.21**	**118.25**	**143.53**
营业外净收支	2.50	0.65	0.56	0.38
利润总额	**-7.16**	**97.86**	**118.81**	**143.91**
所得税费用	-11.56	2.10	2.42	2.66
少数股东损益	-1.15	2.74	7.44	19.40
归属母公司净利润	**5.56**	**93.02**	**108.95**	**121.85**
EBIT	5.24	97.86	118.81	143.91
EBITDA	10.38	99.72	120.71	145.86

重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益(元)	**0.01**	**0.16**	**0.19**	**0.21**
每股净资产(元)	2.58	2.89	3.14	3.56
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(%)	23.86%	24.20%	24.50%	25.20%
股息率	1.00%	1.20%	1.49%	1.85%
销售净利率(%)	0.43%	6.84%	7.21%	7.97%
资产负债率(%)	43.20%	26.18%	28.43%	30.01%
收入增长率(%)	-18.88%	9.75%	15.30%	9.74%
净利润增长率(%)	-82.65%	182.65%	17.13%	11.84%
P/E	235.83	54.00	45.50	41.10
P/B	3.65	3.47	3.27	3.01
EV/EBITDA	83.64	41.09	33.95	28.09

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	49.27	112.74	86.45	135.63
投资活动现金流	-223.84	89.45	98.34	123.55
筹资活动现金流	97.12	265.56	245.66	180.69
现金净增加额	-77.45	254.45	260.44	289.12
折旧和摊销	20.6	39.8	40.6	50.2
无形资产摊销	2.0	2.4	2.6	2.8
长期待摊费用摊销	0.8	0.9	1.0	1.2
现金及现金等价物净增加额	156.4	162.6	185.4	201.4

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