

太极集团：负重前行，期待业绩改善

2008 年度报告点评

报告摘要：

- 财务负担过重致业绩大幅下滑，经营性现金流仍十分健康。因公司发了业绩快报，故业绩基本符合预期。实现营业收入48.15亿元，同比增长6.89%；净利润2,350万元，同比下降61.50%，每股收益0.07元；扣除非经常性损益后的净利润仅361万元，每股收益0.01元。经营活动产生的现金流量净额2.97亿元，同比增长21.03%，每股现金流量净额0.91元。业绩大幅下滑主要因：银行利率上调致公司财务费用同比增加3,640万元；含兴奋剂药品在奥运会期间受严格管制，使高毛利品种曲美销售同比下降20%以上；原材料和人工成本增加使毛利率下滑1.41个百分点。
- 营销模式、市场策略调整已基本到位。08年公司实现工业销售14.58亿元，同比增长6.77%。太罗销售取得历史性突破，同比增长近30%；藿香正气口服液全面进入全国市场；西南药业的散列通实现了全国市场的铺货；益保世灵代理销售模式取得了成功；新农合影响下，公司普药品种全面启动了省外代理市场，成为公司新的盈利增长点，形成了包括阿莫西林分散片、复方甘草片、芬尼康、独圣活血片、穿龙骨刺片、四君子合剂、超浓缩六味地黄丸及百咳静糖浆在内，单品销售上千万元的普药产品群。08年商业销售32.86亿元，同比增长了6.77%，坚持“中药为本”经营战略，不断加强中药材特设经营力度，中药饮片和贵细中药材的销售均有大幅提高。
- 09年业绩恢复性增长预期较明朗。09年公司业绩增长点主要在于：公司销售20年的老品种急支糖浆和独家专利产品藿香正气口服液提价，预期可增加毛利约8,500万元。09年预期曲美销售将恢复性增长，销售收入由08年的1.8-1.9亿元恢复至07年约2.5亿元水平。随着贷款利率下调，公司09年预期可节省财务费用2,000万元。09年旗下西南药业做为西南地区最大的普药生产商、唯一的麻醉药生产商，在销售策略上较早地顺应医改的发展趋势，重点产品散列通、益保世灵、美菲康预期销售合计增长约9,000万元，普药增长1.1亿元。09年旗下的桐君阁新增加盟药房1,000家，直营药店100家。
- 历史担保问题已解决，资本运作预期提高安全边际。公司控股股东太极集团有限公司收购了公司对“朝华集团”和“星美联合”担保的债权3.98亿元，彻底解决了公司担保遗留问题。为了优化财务结构，公司09年拟发短期融资券，目前已报至人民银行审批。公司经营层拟定了“双十”计划，拟用3-5年的时间，处置公司土地、房产或股权等闲置资产，归还并降低银行贷款10亿元，以降低财务费用。为减少关联交易及资源浪费，旗下桐君阁、西南药业壳资源有出售可能。
- “增持-B”的投资评级，12个月目标价6.3元。我们整体认为公司凭借一直以来的品牌优势，加之灵活的销售策略、趋于改善的债务结构，09年业绩走出谷底向好的可能性极大。我们维持前期的盈利预测，即09-2010年EPS分别为0.21元、0.28元，维持12个月目标价6.3元，及“增持-B”的投资评级。
- 风险提示：公司上述恢复性增长仍需进一步观察09年一到两个季度的销售和财务数据方可确定，不排除业绩波动的可能。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,078.2	4,504.4	4,814.8	5,525.3	6,296.0
Growth(%)	4.0%	10.5%	6.9%	14.8%	14.0%
净利润	85.1	105.6	58.8	113.2	150.2
Growth(%)	23.6%	-3.3%	-61.7%	190.9%	32.5%
毛利率(%)	24.2%	26.2%	23.0%	25.3%	25.0%
净利润率(%)	1.6%	1.4%	0.5%	1.2%	1.4%
每股收益(元)	0.19	0.19	0.07	0.21	0.27
每股净资产(元)	5.10	5.52	4.92	5.78	6.01
市盈率	42.9	44.4	115.9	39.9	30.1
市净率	1.6	1.5	1.7	1.4	1.4
净资产收益率(%)	5.1%	5.8%	3.6%	6.0%	7.6%
ROIC(%)	4.9%	6.9%	5.7%	7.8%	7.4%
EV/EBITDA	12.1	9.2	11.2	9.9	9.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

增持-B

上次评级：增持-B

目标价格：

6.30元

期限：12个月 上次预测：6.30元

现价：8.64元

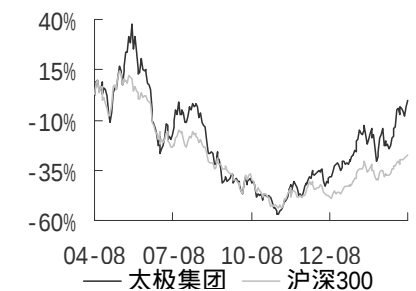
报告日期：

2009-04-03

市场数据

总市值(百万元)	2,837.20
流通市值(百万元)	2,837.20
总股本(百万股)	328.38
流通股本(百万股)	328.38
12个月最高/最低	3.59/15.79元
十大流通股股东(%)	17.43%
股东户数	37,449

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.66	19.98	26.84
绝对收益	38.68	61.72	(0.54)

研究员

洪露

高级行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

前期研究成果

太极集团：逐步走出逆境，业绩改善可期

2009-03-09

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-3**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,078.2	4,504.4	4,814.8	5,525.3	6,296.0	成长性					
减: 营业成本	3,092.5	3,326.3	3,708.3	4,130.1	4,722.0	营业收入增长率	4.0%	10.5%	6.9%	14.8%	14.0%
营业税费	18.6	23.6	28.7	30.9	35.3	营业利润增长率	13.8%	-16.1%	-45.7%	198.1%	34.3%
销售费用	456.9	507.7	515.5	613.3	698.9	净利润增长率	23.6%	-3.3%	-61.7%	190.9%	32.5%
管理费用	364.9	306.8	321.7	417.2	478.5	EBITDA 增长率	9.5%	37.1%	-11.4%	21.7%	7.5%
财务费用	111.6	146.3	183.0	163.9	143.9	EBIT 增长率	11.6%	53.2%	-31.8%	35.2%	10.2%
资产减值损失	3.8	6.6	6.7	17.0	12.3	NOPLAT 增长率	3.0%	30.3%	-12.4%	21.3%	9.8%
加: 公允价值变动收益	0.1	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	-7.0%	7.1%	-12.1%	16.1%	1.8%
投资和汇兑收益	82.6	9.9	0.4	-	-	净资产增长率	-12.8%	8.2%	-10.8%	17.5%	3.9%
营业利润	112.5	94.5	51.3	152.8	205.2	利润率					
加: 营业外净收支	4.3	35.3	30.7	5.5	5.0	毛利率	24.2%	26.2%	23.0%	25.3%	25.0%
利润总额	116.8	131.7	82.0	158.3	210.2	营业利润率	2.8%	2.1%	1.1%	2.8%	3.3%
减: 所得税	31.7	29.5	23.2	45.1	60.0	净利率	1.6%	1.4%	0.5%	1.2%	1.4%
净利润	85.1	105.6	58.8	113.2	150.2	EBITDA/营业收入	8.1%	10.0%	8.3%	8.8%	8.3%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	5.5%	7.6%	4.9%	5.7%	5.5%
货币资金	661.3	790.7	1,173.3	791.4	758.7	运营效率					
交易性金融资产	0.3	-	-	-	-	固定资产周转天数	139	116	103	90	78
应收帐款	822.5	817.6	427.2	791.0	862.8	流动营业资本周转天数	-10	4	-3	-3	14
应收票据	24.9	63.6	97.4	75.7	88.0	流动资产周转天数	209	192	186	163	146
预付帐款	194.1	162.3	117.1	129.5	143.7	应收帐款周转天数	30	28	26	25	24
存货	637.1	638.4	680.6	709.1	772.6	存货周转天数	52	52	50	46	43
其他流动资产	0.0	0.0	0.1	0.0	-	总资产周转天数	519	465	440	386	340
可供出售金融资产	11.3	23.5	8.8	12.0	-	投资资本周转天数	286	259	235	207	197
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	51.6	15.7	16.0	16.7	16.7	ROE	5.1%	5.8%	3.6%	6.0%	7.6%
投资性房地产	129.9	131.2	163.2	148.9	159.8	ROA	1.5%	1.8%	1.0%	1.9%	2.5%
固定资产	1,520.0	1,382.5	1,376.8	1,376.5	1,364.8	ROIC	4.9%	6.9%	5.7%	7.8%	7.4%
在建工程	128.2	115.2	92.5	42.4	26.1	费用率					
无形资产	1,427.9	1,415.0	1,570.4	1,540.7	1,565.9	销售费用率	11.2%	11.3%	10.7%	11.1%	11.1%
其他非流动资产	215.6	244.1	249.1	253.6	255.7	管理费用率	8.9%	6.8%	6.7%	7.6%	7.6%
资产总额	5,824.7	5,800.2	5,967.6	5,887.9	6,015.3	财务费用率	2.7%	3.2%	3.8%	3.0%	2.3%
短期债务	1,583.0	1,710.1	1,733.5	1,669.9	1,623.1	三费/营业收入	22.9%	21.3%	21.2%	21.6%	21.0%
应付帐款	1,055.5	759.5	707.1	848.3	972.1	偿债能力					
应付票据	808.0	754.0	1,002.5	756.3	797.3	资产负债率	71.2%	68.8%	72.9%	67.7%	67.2%
其他流动负债	477.5	359.7	686.5	508.7	489.5	负债权益比	247.8%	220.0%	269.2%	209.9%	204.8%
长期借款	155.7	348.5	182.3	180.0	150.0	流动比率	0.60	0.69	0.60	0.66	0.68
其他非流动负债	70.2	56.0	39.3	25.1	9.7	速动比率	0.43	0.51	0.44	0.47	0.47
负债总额	4,149.9	3,987.7	4,351.2	3,988.3	4,041.7	利息保障倍数	2.01	2.35	1.28	1.93	2.43
少数股东权益	445.6	515.9	443.9	583.9	616.1	分红指标					
股本	252.6	252.6	328.4	328.4	328.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	976.6	1,043.9	844.0	987.4	1,029.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,674.8	1,812.5	1,616.4	1,899.6	1,973.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	85.1	105.6	58.8	113.2	150.2	EPS(元)	0.19	0.19	0.07	0.21	0.27
加: 折旧和摊销	157.5	160.6	165.6	170.0	174.3	BVPS(元)	5.10	5.52	4.92	5.78	6.01
资产减值准备	3.1	6.6	6.7	17.0	12.3	PE(X)	42.9	44.4	115.9	39.9	30.1
公允价值变动损失	-0.1	0.1	-	-	-	PB(X)	1.6	1.5	1.7	1.4	1.4
财务费用	99.8	108.4	144.1	183.0	163.9	P/FCF	-	86.5	4.6	-4.1	-34.5
投资收益	-82.6	-9.9	-0.4	-	-	P/S	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	21.8	42.0	35.3	45.1	59.9	EV/EBITDA	12.1	9.2	11.2	9.9	9.2
营运资金的变动	201.6	-252.4	563.7	-565.0	-9.7	CAGR(%)	10.0%	12.5%	50.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	273.6	240.0	1,012.7	-55.9	530.9	PEG	4.3	3.6	2.3	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-192.4	-49.6	-7.2	-49.3	-40.1	ROIC/WACC	0.7	1.0	0.8	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	-404.4	-86.5	-158.2	-350.8	-210.3	REP	1.8	1.3	1.9	1.3	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁	上海联系人
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhouong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034