

中药 III



李劲松、王晔

医药行业研究员

021 - 38565948

lijinsong@xyzq.com.cn

太极集团 (600129)

基本面逐渐好转

推荐 (首次)

2009 年 4 月 13 日

投资要点

- 近期我们拜访了公司，与管理层就生产经营和未来的规划进行了深入的沟通。

要点:

经营性盈利有望大幅改善

公司是西南地区最大的医药企业，直接控制了三个上市公司：主营中药生产和销售的太极集团、化学制剂的西南制药、医药商业的桐君阁。2008 年三家公司合计实现了销售收入 48 亿元，营业利润 5136 万元，净利润 5883 万元。

- **品种结构优势突出。**公司本部的主营产品主要是以竞争弱的，或者独家品种发展；虽然品种并不是很多，但是每个品种的销量都已经达到了一定规模。目前拥有的一线品种有曲美、藿香正气口服液、急支糖浆、紫杉醇、国家一类新药太罗；其中前 4 个品种的销售均以过亿，太罗也将在今年突破亿元大关。二线品种包括了通天口服液、补肾胶囊等销售均超过 2000 万元。虽然藿香正气口服液和急支糖浆毛利比较低但是广受赞誉的老品牌，带给企业良好的现金流和生产摊销。而曲美和太罗的毛利高，是公司的主要盈利品种。
- **2009 年销售增长有望加速。**2008 年公司本部的生产和销售仅保持了小幅增长，远低于行业的平均水平。主要是由于拳头产品急支糖浆和曲美受到奥运会的冲击，导致了北方地区的销售受阻。其次是藿香正气口服液消化前期的铺货导致的增长放缓。2009 年随着整体销售环境的变暖，这三个品种的销售均出现了良好增长的势头。太罗随着公司不断加大学术推广力度的基础上，09 年的增长将不会低于 08 年。
- **盈利能力大大增强。**1) 公司的盈利拳头产品曲美和太罗在 09 年的销售增长将超过 20%；2) 藿香正气口服液和急支糖浆自去年下半年提高了出厂价，2008 年年底价格基本已经到位，此举大大减轻了成本上升带给公司盈利的压力。3) 为了推广产品，公司在 08 年大量派发了赠品导致成本上升。若 09 年赠品的派发将得到有效控制，提高产品的毛利水平。

费用减少推动业绩增长

- **高负债率暂时无法缓解。**公司现有的贷款规模约为 21 亿元，主要是由于历史上的企业进行 GMP 改造、收购桐君阁和西南药业的股权、担保事件、现有土地由工业用地转为商业用地补交的转让金。虽然担保由于控股股东的收购基本解决，但是剩余的贷款规模依赖于企业的自身造血功能很难减少，因此预计高负债率暂时无法缓解。
- **利率降低减少财务费用支出。**由于历史原因公司的负债一直比较高，因此也造成了财务费用居高不下的困境。随着 2008 年四季度的利率快速下降，预计利息支出将会减少 2000~3000 万元。同时公司计划发

行公司债，若能够实行将进一步减少利息支出，同时也盘活了现有的资产。

地王资产有望得到重估

- **医药企业中的地王。**04 年爆发的涪陵担保事件虽然造成了公司负债长期偏高，但是也促使政府支援将企业所属的工业用地转换为商业用地以进行商业抵押贷款。目前公司合计拥有的可使用商业用地达到了 4500 余亩，是医药企业中当之无愧的地王，以现有的市价评估达到了 45 亿元。其中可以用于出售的地产包括了成都市的三块合计 200 余亩的土地、重庆市内的 600 余亩。
- **双十计划改善未来公司资产结构。**现在的成都市内的土地和重庆市内的土地基本上已经清理完毕正在寻找买家。公司计划通过土地转让获得 10 亿元的现金用于归还银行贷款，从而使得负债下降 10 亿元。若顺利完成将大大降低拖累企业业绩的两大元凶——高财务费用、高无形资产摊销。

风险提示：

公司最大的风险在于费用的控制能力不足。由于公司的计划性不足，导致企业的经营性业绩多年来呈现前高后低的特征。此外国有企业的特点导致了公司的员工人数过多，三家企业合计有 14000 余人的在职职工。其中本部更是高达 7000~8000 余人，远高于正常的医药企业员工人数。因此我们认为现有的销售费用、管理费用绝对数额很难得到有效降低。费用率的控制有待公司努力。

盈利预测：若公司的费用能够得到有效控制，考虑到公司本部销售收入的增长、西南药业贡献利润的增加，预计 09~11 年公司经营性 EPS 分别为 0.3、0.35、0.4 元。虽然现有的股价基本反映了企业的经营性价值，但是考虑到企业拥有的土地资源尚未得到有效反映，给予“推荐”的评级

