

评级: 买入

目标价格: 15 元

资产重组 带动公司二次腾飞

——太极集团深度报告——

研究员

胡海浪

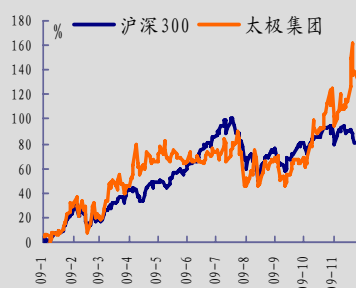
电话: 023-63812537

邮箱: hhl@swsc.com.cn

市场数据

总股本 (百万股)	329
总市值 (百万元)	4209.4
流通比例	100%
52 周最低/最高 (元)	5.59/13.94

09 年初以来行业表现比较



相关报告

《无论卖谁 获益的是太极》

-----2009/12/18

《太极集团简要分析》

-----2009/09/15

主要观点:

减轻债务是公司的核心问题 如公司双十计划开展顺利,未来三年成功处置 10 亿元左右的闲置资产,其不但给公司带来持续收益,更能大大的改善公司的财务状况,减轻负债比例,2010-2012 年将下降到 50%的水平。

重组 是业绩改善的关键 公司的重组已不是一个新话题,在重庆市国有企业整体上市加速推进的背景下,重组可能有意向不到的结果,但太极集团在医药产业的优势明显,应当会作为最后的整合平台;我们猜测认为最简单的是两家公司获得的回归,最理想的是医药商业的剥离。

“新”的太极集团 推进医药产业加速增长 公司是一个营销导向的综合型药企,营销网络广布全国,控股的桐君阁配送能力基本伸及西南所有地区,因而,在新医改的促进下,公司在重庆市和四川省都会获益;并且四川省和重庆市是一个农村基础较差的地区,对国家加大补贴会有较大的弹性反映。2009 年公司正式迈向恢复增速继续加快,主营业务各项增长良好,几个沉淀的主打产品,通过销售结构调整,都实现了新的增长。依托公司强大的销售能力,重点产品整体 20%增长不是问题。

子公司收益医改,增强公司在西南地区的优势 桐君阁加大流通范围,整理已有流通渠道,开展采购联盟,将有效加强公司对西南地区客户群的稳固;西南药业获益新医改,普药生产将扩大产能,散列通诉讼最终获胜,对公司的业绩贡献将是源源不绝。

公司具备价值重估计 给予“买入”评级 公司要处理的土地资产如重新评估,公司的净资产将巨量增加,市净率将不到一倍,加上公司重组预期强烈,手中股权价值超过 14 亿,2010 年上半年以前可变现的股权,按 09 年全年平均价格来算,超过 8 亿;业务上,公司已经在积极寻觅中药保健和中药式快速消费品的发展道路。因此,多角度考虑公司的价值,42 亿的市值完全没有体现公司未来即将爆发的潜力,我们给予公司最低 15 元的目标价格。

主要财务预测数据*

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	4407	4815	5320	5932	6733
净利润	64	24	39	58	77
摊薄 EPS(元)	0.25	0.07	0.12	0.18	0.23
PE(X)	62.7	220.6	133.9	89.4	67.2
PB(X)	2.2	3.2	3.1	2.9	2.7
ROIC	4.82%	4.42%	4.08%	4.98%	6.05%

*未计算资产处理后带来的收益和资产结构的变化

目 录

1. 投资要点.....	1
2. 公司基本情况.....	2
3. 债务问题是公司的核心.....	4
3.1 粗狂扩张 毛利率收窄.....	4
3.2 资产扩张 债务伴随.....	4
4. 两种途径解决公司历史问题.....	5
4.1 资产处理 可减轻负债 同时增加收入.....	5
4.2 实行重组 调整资产结构.....	6
4. “新”太极 主打产品加速增长.....	8
5. 子公司收益医改 为集团稳固西南.....	14
5.1 西南药业：集团的赚钱利器.....	14
5.2 桐君阁：终端为王 制胜西南.....	14
6. 投资建议.....	15

图 表

图表 1 公司主要架构.....	2
图表 2 集团基本覆盖了川渝所有地区.....	2
图表 3 太极集团本部产品平均毛利率 60%—70%，但占比不到 10%.....	4
图表 4 公司负债增长速度超过资产增长速度，财务、管理费用比例增速平均在 20%以上.....	4
图表 5 桐君阁拉低公司整体毛利.....	7
图表 6 化医控股集团架构.....	8
图表 7 公司各阶段主要销售的产品情况.....	9
图表 8 罗格列酮是目前主要的噻唑烷二酮糖尿病用药.....	10
图表 9 西南药业从 06 年调整销售工作之后，为太极集团利润贡献逐渐增多.....	14

表 格

表格 1 三家公司之间相互担保金额一览.....	5
表格 2 主要土地资产情况.....	6
表格 3 公司主要股权资产一览.....	6
表格 4 公司重点药品入选 2009 医保和基本药物目录一览.....	8
表格 5 SFDA 批准的罗格列酮生产企业.....	11
表格 6 公司单凭太罗已在国内糖尿病市场占有一席之地.....	11
表格 7 桐君阁对太极集团稳固西南龙头是至关重要的.....	15

1. 投资要点

处理土地资产 奠定公司再次腾飞的基础:

- 公司拥有 60 亿左右的土地资产，如公司双十计划开展顺利，明后两年将处置 10 亿元左右的闲置资产，其中主要为土地资产。采用的方法可能是土地转让，也有可能是联合开发。其不但给公司带来持续收益，更能大大的改善公司的财务状况，减轻负债比例；
- 公司 2010-2012 年，资产处置将给公司带来 1-3 亿的收入，平均每股每年贡献在 0.33-1.00 元；公司采取的部分土地联合开发，收入具有持续性和成长潜力，如果得以批准，每年每股贡献至少在 0.1 元以上，因此 2010-2011 年每股 EPS 最低价值为 0.53 元和 0.66 元，具有成长价值部分为 0.28 元和 0.33 元。

重组是公司改善业绩的另一途径 公司是受益者:

- 公司的各种历史问题，使公司资金周转紧张，重组能为公司带来一定的收入；
- 重庆市国有企业整体上市正加速运转，太极集团在医药产业的优势明显，应当会作为最后的整合平台；
- 如果桐君阁和西南药业没有重组回归公司，太极集团持有的股份也会获得相应的收益。

收益行业景气度提升 主营业务增长加快:

- 核心品种：藿香正气液、太罗，是公司分别在 OTC 市场和医院市场集中推广的品种，滚动增长 30%。
- 二线快速增长品种：通天口服液、补肾益寿胶囊、超浓缩六味地黄丸，滚动增长 20%
- 恢复性增长品种：曲美、急支糖浆，受医药行业景气和领域规范整顿，增发幅度在 10%-15%

收益新医改 子公司为集团稳固西南:

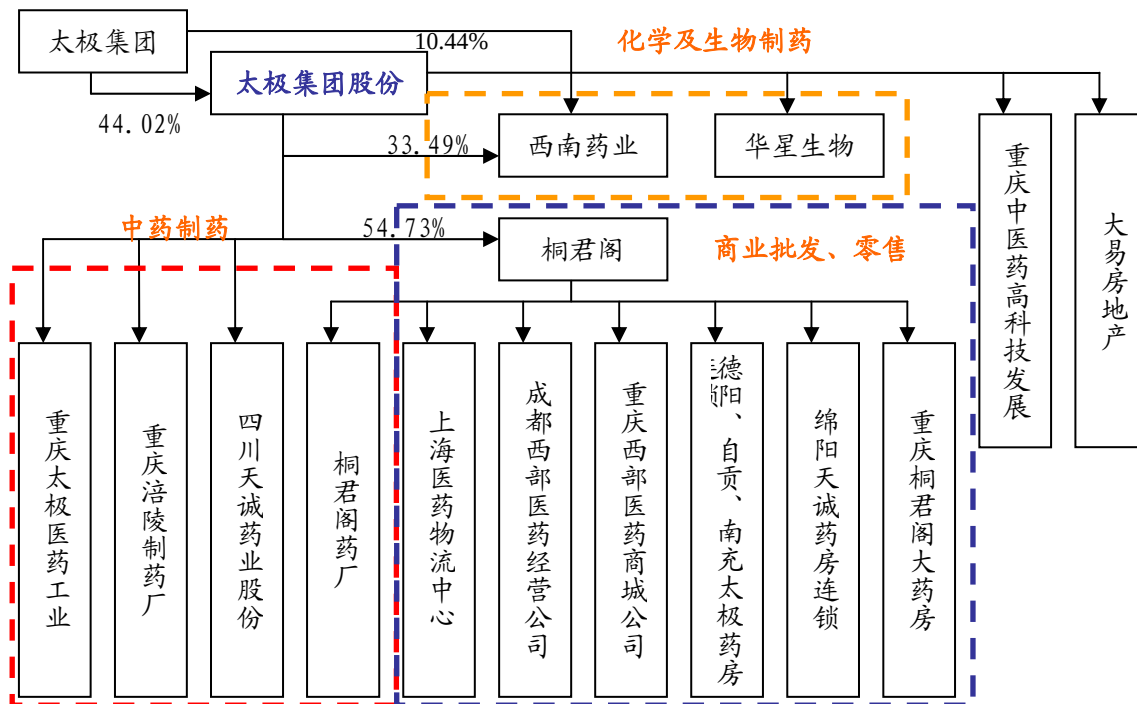
- 桐君阁加大流通范围，整理已有流通渠道，开展采购联盟，将有效加强公司对西南地区客户群的稳固；
- 西南药业获益新医改，普药生产将扩大产能，散列通诉讼最终获胜，对公司的业绩贡献将是源源不绝。

主要投资风险:

- 公司资产处置的不确定性
- 由于全国地区用药习惯差异大，医药销售增长可能低于预期；

2. 公司基本情况

图表 1 公司主要架构



太极集团是一家控股型医药企业，业务囊括中西制药及研发、药品批发和零售和中草药种植，现有中西药品种 1000 多个，全国独家品种 50 多个、国家中药保护品种 30 多个。公司实际控制人为重庆市涪陵区国资委，总部位于重庆市，是川渝两地的制药和医药商业龙头企业。公司以“老四川”地域“起家”，“太极”品牌在川渝两地认同度较高，医药商业覆盖无论从广度还是深度，在西南地区都处于绝对地位。

图表 2 集团基本覆盖了川渝所有地区



作为一个非传统的中药品牌，强大的营销能力是公司成长壮大的主导因素。在全国 26 省市地区均设有办事处，营销网络覆盖全国 90% 的主要城市和 60% 的农村。公司控股的化学普药企业西南药业，入选基本药物目录品种达 134 个，并且是国家定点麻醉药生产厂家，是西南最大的化学药生产企业。另外控股的桐君阁，是川渝两地最大的医药流通和零售企业，拥有遍及川渝两地 7000 余家零售药店，零售网络深入到乡一级。在配送上，实行川渝两地分治，在四川以成都为核心，省内各主要地级市为分站点，辐射川西北、两州（阿坝州、甘孜州）及县级城市，建立采购联盟。

公司以重点产品集中销售、普药生产基本覆盖、商业流通及物流统一市场，在新医疗改革促进下，不仅是在重庆市范围内取得先机，在四川省也是主要的获益者。

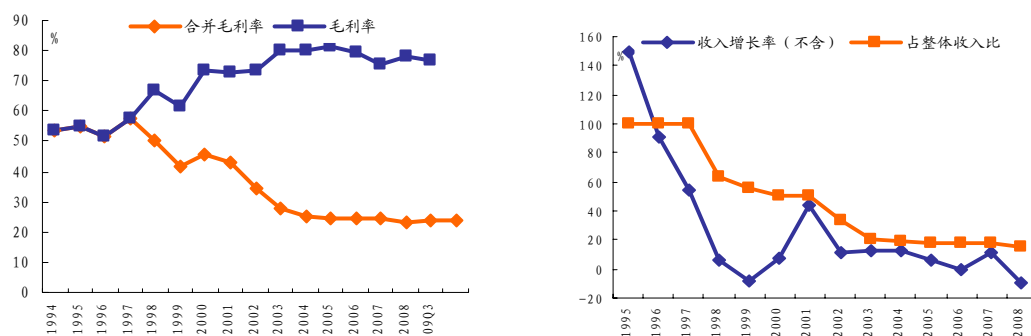
公司的财务报表外巨量土地资产和重组预期是市场关注的焦点，我们认为这两点都是改变公司现状的解决途径，是“太极集团”实现在医药产业上再次腾飞的重点，当然也是支撑二级市场高估值元素。

3. 债务问题是公司的核心

3.1 粗狂扩张 毛利率收窄

公司早期通过急支糖浆的运作成功，而逐渐走上发展壮大的道路。在主打产品快速增长的过程中，为扩张布局，公司 2000-2004 年间在四川地区收购了多个制药企业，资产规模上升很快。在奠定了西南地区医药龙头地位的同时，由于粗狂扩张，在整体业绩上，并没有显著的变化。主打产品的快速增长，在子公司的拖累下，并没有最后体现在利润上。

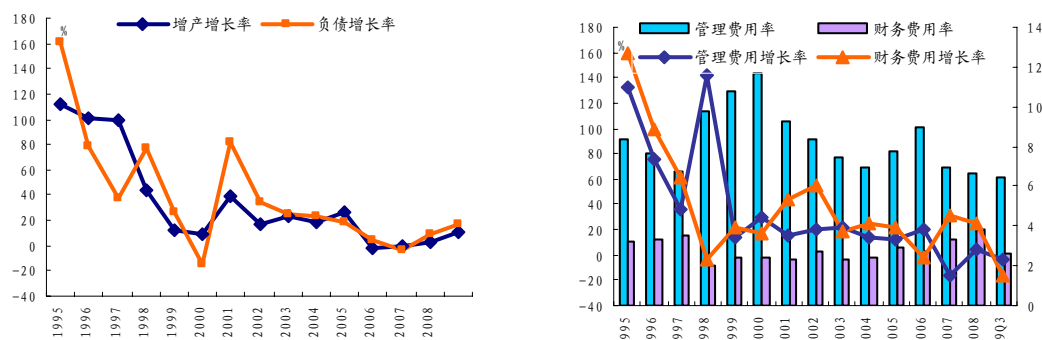
图表 3 太极集团本部产品平均毛利率 60%—70%，但占比不到 10%



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

3.2 资产扩张 债务伴随

图表 4 公司负债增长速度超过资产增长速度，财务、管理费用比例增速平均在 20% 以上



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

同时，公司作为西南地区的医药龙头，首当其冲的接受国家 GMP 改造，由于下属子公司众多，整体花费巨大，而并没有通过二级市场融资解决。因此，粗狂的扩张加产业改造，使得

公司负债增长速度超过资产增长速度。财务费用增长速度超过 20%，加上“增肥”速度很快，管理费用增长速度也很快，两项费用也是最近几年才降低到 8% 左右。

总的来看，公司发展壮大有着国有企业的通病。虽然主营产业发展仍然保持增长，但是“躯体”庞大，历史包袱多，负债比例高。公司主打产品平均 60%-70% 的毛利率被上述问题而引发的各类恶性循环吞噬严重，如果光靠主营业务的发展，二、三年公司的财务状况都难以发生质的变化，三家企业之前的互相担保将持续存在。

表格 1 三家公司之间相互担保金额一览

单位：亿元	2005	2006	2007	2008	2009H
西南药业	1.29	1.29	1.21	1.56	1.56
桐君阁	1.27	1.61	2.29	1.42	1.65
太极集团	4.86	3.81	2.86	2.60	1.41

数据来源：WIND 咨询 西南证券研发中心

庆幸的是，公司作为重庆市最大的医药国有企业，在 20 多年的发展壮大过程中，积累了许多主营业之外的财富，同时重庆市国有企业整体上市规划进展加速，公司的财务负债问题，将在内外部因素促动下，而形成质的改变。

4. 两种途径解决公司历史问题

4.1 资产处理 可减轻负债 同时增加收入

公司管理层也决心通过处理资产来解决公司的核心问题，目前拥有较多的土地资产和股权资产，主要用于银行贷款抵押物，其中土地资产的摊销已基本结束。处置方式基本是：首先，公司将对拟处置的抵押资产专项上报国资委审批；同时，公司与抵押资产对应的贷款银行进行协调，争取获得银行同意在资产尚处于抵押的状态下施行对外转让，并根据协议在已处置资产的资金到位后优先偿还该资产所对应的银行债务；银行将已处置资产解押后，剩余净增资金将进入公司户头，增加公司流动资金。

目前土地资产（包括桐君阁和西南药业）约 4592 亩工业和综合规划用地，其中大部分为综合出让和划拨地，主要集中在重庆和成都地区。涪陵片区土地约 3374 亩，重庆片区约 658 亩，四川片区土地约 504 亩，其他片区（浙江绍兴）土地约 56 亩，目前总体价值超过 60 亿元。随着四川、重庆被确定为国家统筹城乡综合配套改革实验区，公司的土地仍有增值空间。

其中，由于重庆市区规划为“主城区内不设厂”，因此，位于沙坪坝区的西南药业和南岸区的桐君阁制药厂将近期搬迁，土地面积 300 亩左右，两厂均位于重庆市商业圈，平均每亩土地价值不低于 500 万，总价值在 15 亿左右。同时，公司计划在 2-3 年内择机处置其拥有的位于成都双流空港和五块石地段共计约 228 亩土地，每亩平均价值不低于 500 万，预售价在 11 亿元左右。另外位于绵阳市涪城区、涪陵工业园及总司目前主要办公地江北区黄龙路段土地，公司也打算实行联合开发部分土地，以增加收入。涪陵森林公园、武陵山及仙女山中药种植地实行旅游开发，也可获得资产增值。

表格 2 主要土地资产情况

	位置	土地性质	面积（亩）	均价（万元）	总价值（万元）
涪陵工业园	涪陵区	综合出让用地	1180	100	118000
涪陵森林公园	涪陵区	综合划拨地	1100	40	44000
长寿湖环岛	涪陵区	综合划拨地	670	40	26800
四川太极制药	成都双流航空港	综合用地	155	500	77500
西部医药	成都荷花池附近	综合出让用地	73	500	36500
桐君阁	重庆市南岸区	综合出让用地	178	500	89000
西南药业	重庆市沙坪坝区	综合出让用地	145	500	72500
大易房地产	重庆江北区	综合出让用地	120	500	60000
太极绵阳制药厂	绵阳市涪城区	综合出让用地	300	200	60000
合计			3921		584300

数据来源：西南证券研发中心

总的来看，根据公司拟定的重要财务计划——“双十”计划，即处置闲置资产 10 亿元，减少贷款 10 亿元，公司在近两年内将加大闲置资产的处置进度。根据公司最近的三季报显示，公司目前银行借贷数额为 22 亿元左右。未来两三年可处置的资产只是公司土地资产的一部分，而土地使用权主要体现在无形资产中，目前为账面数字为 15 亿左右。如果“双十”计划处置顺利，转让部分首先给公司带来 10 亿元的资金流入，三年平摊，公司的财务状况预计 2010-2012 年，分别为 65%、57%和 51%。另外，公司可利用的闲置土地，实行联合房地产开发，从而减少贷款的增加。总之，土地资产的处置将是公司负债比例下降到 50%左右的水平。

此外，截至目前，太极集团持有 33.49%的西南药业股权，已可全部上市流通，桐君阁可自主减持 980.82 万股，09 年平均价值在 8 亿左右。排除两家控股企业，如果公司变现目前持有的其他股权资产，也至少可给公司带来 1.25 亿左右的收入。

表格 3 公司主要股权资产一览

股权资产	数量（万股）	09 年最低（元）	09 年最高（元）	均价（万元）	总价值（万元）
西南证券	710	9.43	22.66	15.89	11281.9
西南药业	6477.3221	5.29	13.33	8.89	57583.39
桐君阁	10735.9216	5.04	11.3	7.4	79445.81
水井坊	42.7813	11.2	21.85	15.8	675.94
交通银行	66.2547	4.47	11.34	7.94	526.06
合计					149513.3

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

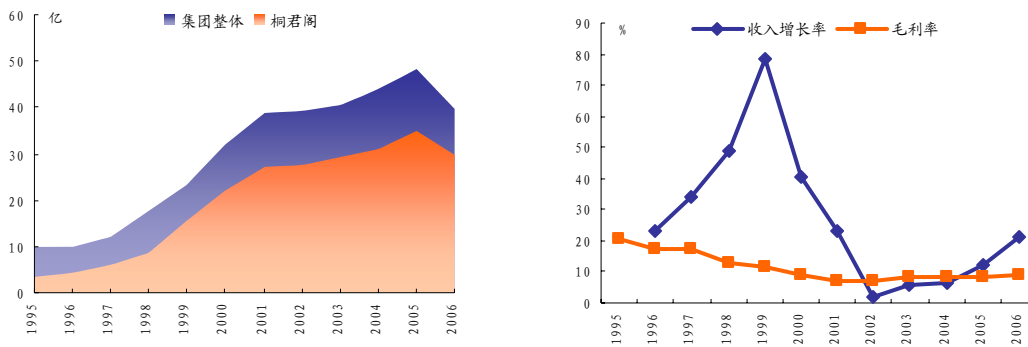
4.2 实行重组 调整资产结构

公司重组在市场上不是一个新话题。在重庆市国有资产整体上市规划加速运转下，加上强有力的领导助推，我们猜测认为相对易行的是资产置换和对太极集团新资产的注入，对改善公司业务结构，提高业绩也有实在的好处。但是最终结果无从所知，以下几种假设，我们认为，多角度考虑，对上市公司的太极集团来说，都将是获益的：

从实际运行角度来看，三家企业以太极集团为主导，母公司以营销见长，并且拥有覆盖全国的营销网络，同时代销西南药业和桐君阁的重点产品，西南药业化学普药规模不断扩大（公司正实施厂址搬迁，新厂址将扩大产能），将给集团带来更多利润。桐君阁在新医改统一配送的思路下，对集团稳固川渝市场意义重大（桐君阁已经开展对四川地区商业流通现有渠道的整理，并开展采购联盟）。三家公司互存互依，如果重组是太极集团通过资产置换而让出两个壳，其他不变，对太极集团而言，应该得到的是一些卖壳收入，或转换后的股份持有。

从业绩增厚的角度来看，太极集团虽然产业链健全，但由于桐君阁属于商业流通。负债比例高、毛利率低、占集团收入比例大，并且在新医改加速医药商业流通整合的大背景下，桐君阁的规模可能会有更大的发展空间，但是整体不利于太极集团的毛利率提升。如果在重组过程中，桐君阁被剥离，太极集团的收入结构将发生变化，“瘦身”效果将呈现。

图表 5 桐君阁拉低公司整体毛利

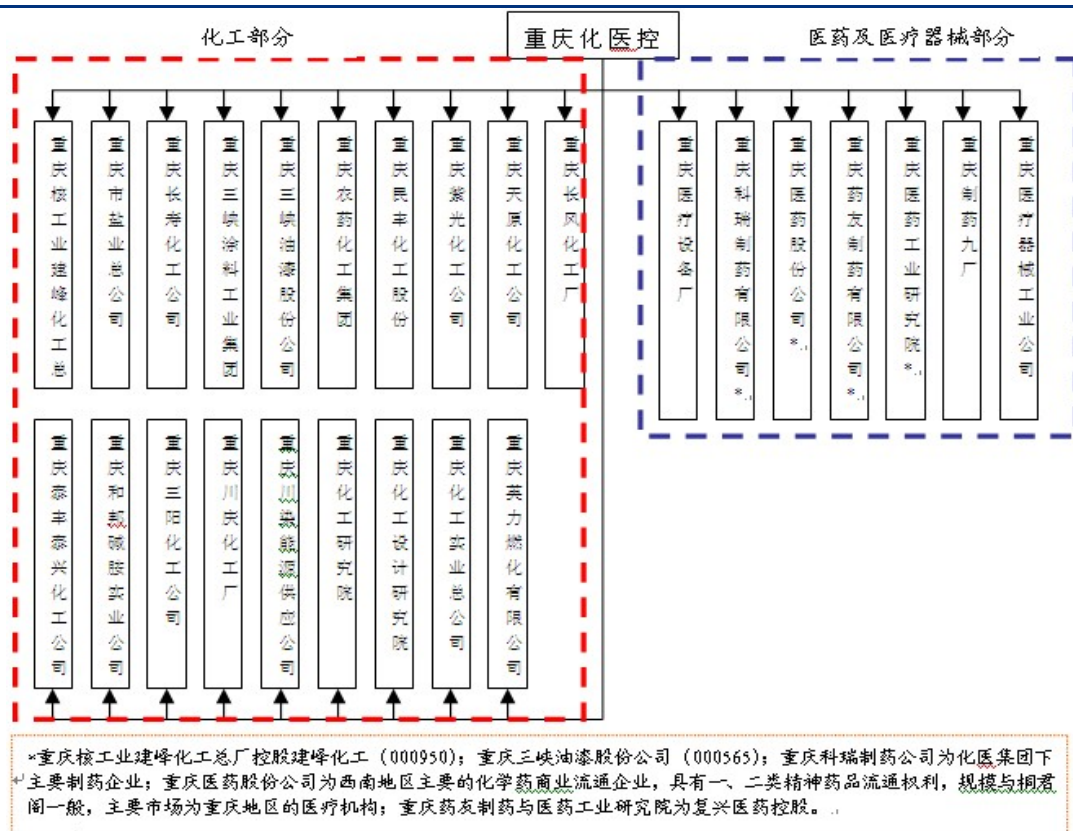


数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

从国资整合的角度来看，太极集团是重庆市地区最大的国资医药企业，并且在全国也属于医药产业的第一集团军，但是隶属涪陵区国资委。重庆市属国有资产主要在化医集团旗下，以“化”为主，拥有建峰化工和渝三峡两个整合平台。医药资产大多为非控股或独资所有，如果实现实际控制人的变更再实行重组，过程可能较为复杂，但太极集团在重庆市医药产业发展地位及优势明显。我们猜测认为，如果要实现制药工业的规模效应，作为上市公司的太极集团应该会获得保留，那么对公司而言，意义不言而喻。

重组应当是一个双赢的局面，作为太极集团，无论怎么卖，我们认为公司在对两家公司股份持有，卖壳，资产注入等方面都会获得益处。另外，如果保持现有结构，二级市场价格的上扬，也是公司获取变现收入的渠道。

图表 6 化医控股集团架构



数据来源：西南证券研发中心

太极集团在医药产业发展上，可圈可点。处理资产、获取资金、解决债务，是
为公司医药产业再次腾飞奠定基础

4. “新”太极 主打产品加速增长

表格 4 公司重点药品入选 2009 医保和基本药物目录一览

医保类型	品名	适用范围
西药		
乙	头孢唑肟（盖保世灵）	抗微生物药物
乙	氨苄西林舒巴坦	抗微生物药物
乙	头孢匹罗	抗微生物药物
乙	扎来普隆	解热镇痛及非甾体抗炎药物
甲	法莫替丁	消化系统药物
乙	利福昔明	消化系统药物
乙	特比萘芬	专科特殊用药物
乙	复方对乙酰氨基酚（散列通）	解热镇痛及非甾体抗炎药物

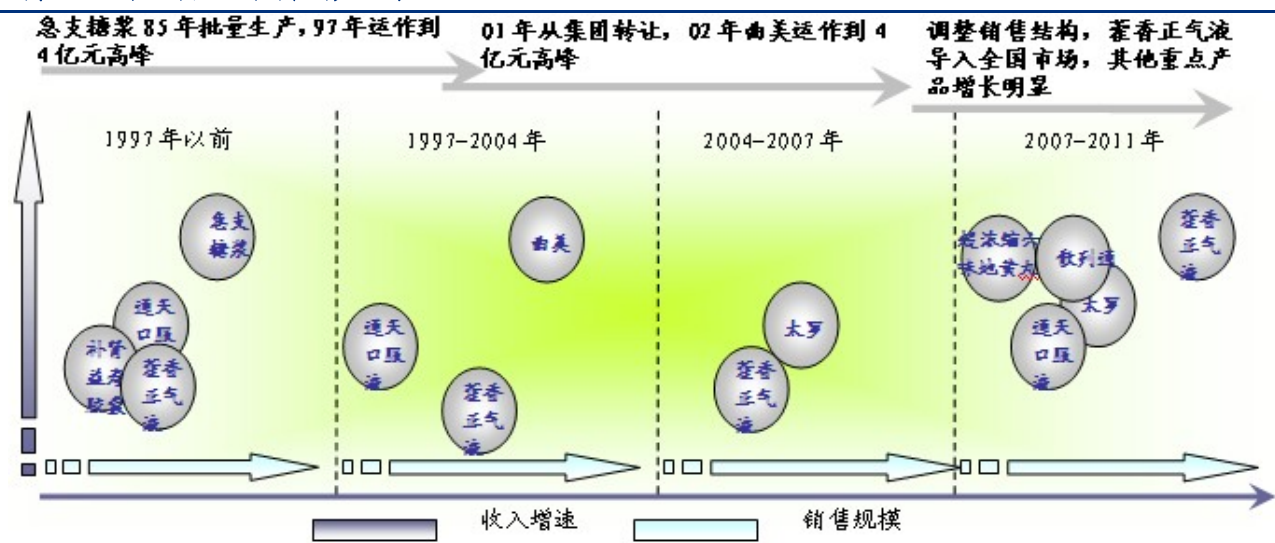
中成药

乙	藿香正气颗粒（胶囊、软胶囊、片、口服液）	内科用药
甲	三黄胶囊（片）	内科用药
甲	牛黄解毒丸（胶囊、软胶囊、片）	内科用药
乙	双苓止泻口服液	内科用药
甲	香砂养胃丸（颗粒、胶囊、片）	内科用药
甲	急支颗粒	内科用药
乙	急支糖浆	内科用药
基本药物	六味地黄丸	内科用药
乙	槐角丸	内科用药
基本药物	逍遥丸（颗粒）	内科用药
乙	通天口服液	内科用药
乙	强力天麻杜仲丸（胶囊）	内科用药
甲	八正颗粒（胶囊、片）	内科用药
乙	小金丸（胶囊、片）	外科用药
乙	抗骨质增生丸	骨伤科用药

数据来源：西南证券研发中心

公司以生产中成非处方药为主，产品涵盖了呼吸系统、消化系统、心脑血管系统、泌尿系统、生殖系统等诸多领域。相比较其他传统中药品牌企业，太极集团是一个以营销为核心而打造出来的“新品牌”。销售工作是公司的核心竞争力，日臻完善的营销网络由 3000 多名销售人员、500 多家总代理商、3000 多家分销商、10 万多家药店、4000 多家医院药房构成。公司市场销售人员占职工总数的 30%，营销网络覆盖全国 85% 县以上的市场。公司销售网络具有新产品在上市一个月内在全国二级以上市场的能力。

图表 7 公司各阶段主要销售的产品情况



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

核心品种：藿香正气液、太罗将是公司的核心增长品种，是公司分别在 OTC 市场和医院市场集中推广的品种，滚动增长 30%。

藿香正气液 未来单品种销售额最大的 OTC 中成药

公司目前主推品种，从藿香正气水改良而来，去除了乙醇刺激性味道，药用效果比藿香正气丸明显，主要用于中暑头晕、呕吐腹泻、脘腹胀痛。藿香正气液是公司单品种销售持续增长的主打产品，从 1996 年的 985 万盒到目前的近 8000 万盒，销售收入从 3296 万增长到目前的近 3.5 亿。公司对藿香正气液的销售具有雄心壮志，计划将该产品做成全国销售额最大的单品种中成药 OTC 产品，销售超过 20 个亿。

藿香正气是一剂传统中药，适用性广泛，在国家卫生部于 5 月 9 日公布的《甲型 H1N1 流感诊断方案》中认为甲型 H1N1 流感可用中医中药辩证治疗，其中藿香正气制剂室“毒犯脾胃”时的首选防治药物。而中国不同地域对藿香正气制剂的认识不同，在北方消费者基本用于解酒消暑药品，南方广州等地更多用在胃肠不适，湖北则用于正气、消饱胀。川渝一带则对其功能认识比较全面，加上地域优势，目前在川渝市场稳固，城市和农村两块市场已形成家庭常备“消费型”药品的格局，销售已上到 2 亿的规模。

公司在未来几年将集中人力推广这一产品，主要销售路线为中低端，覆盖县乡及农村。为实现全国市场，扩大适用范围，公司从 07 年 7 月起，在央视投放“山本大叔”广告，09 年整体销售增长达到 40%，未来有望实现 30% 的持续增长。

学术推广加大 太罗正成长

糖尿病用药市场是国内第五大医院用药市场，2004-2008 年口服降糖药物复合增长率为 29.3%。葛兰素史克的罗格列酮“文迪雅”1999 年上市，最高销售规模超过 30 亿美元，目前仍稳居全球糖尿病市场前 5 位，为 16 亿美元。

图表 8 罗格列酮是目前主要的噻唑烷二酮糖尿病用药



数据来源：SFDA 南方所，西南证券研发中心

太罗是公司真对中国 6000 万糖尿病人，与解放军军事医学科学院联合开发的中国唯一具有自主知识产权的抗糖尿病药，2005 年投放市场。为罗格列酮钠盐制剂，属胰岛素增敏剂类降糖药物。作为太极集团独家生产品种，太罗疗效显著、副作用小，已入选《国家基本医疗保险和工商保险药品目录》，具有独家定价权，专利期限 20 年，是公司的重点推广品种之一。与其他抗糖尿病药物相比，其优势主要体现在：一是太罗有四种功能，即减少胰岛素抵抗，保护胰岛 β 细胞，降低血糖，阻断、减少心脑血管并发症；二是减少胰岛素抵抗，可以根治糖尿病的病

因；三是能减少糖尿病发证；四是控制血糖波动十分稳定；五是比副作用低；六是对正常血糖没有降低的作用，因此不会造成低血糖的危害；七是每天只服用一片，没有饮食时间的限制；八是太罗单独使用，特别适用准糖尿病人、新糖尿病人。

表格 5 SFDA 批准的罗格列酮生产企业

生产企业	商品名	剂型	批文年份
葛兰素史克（天津）	文迪雅	片剂	2000
成都恒瑞制药	爱能 圣奥	片剂	2003
太极集团涪陵制药厂	太罗	片剂	2004
上海三维制药	维戈洛	片剂	2004
浙江万马药业	宜力喜	片剂	2005
贵州圣济堂制药	圣敏	片剂	2005
江苏黄河药业股份	奥洛华	胶囊	2005
浙江海正药业股份	耐迪	片剂	2008
山东达因海洋生物制药股份	--	片剂	2008
浙江京新药业股份	--	分散片	2008
辅仁药业集团	--	胶囊	2009

数据来源：SFDA 南方所

作为专利药物，太罗的价格高于市场普通的抗糖尿病仿制药物，同时低于外资企业的同类专利药物。以葛兰素史克的“文迪雅”为例，虽然太罗作为罗格列酮钠盐制剂，其溶解度和吸收性优于作为马来酸罗格列酮制剂的文迪雅，价格却仅为文迪雅的50%左右。营销方式上，太罗以医院销售为主，同时辅以“会员制”，公司开设了400 咨询热线，借助商业终端的场地和设备在全国各地成立“糖尿病之家”，并对会员给予一定的价格优惠，目前川渝两地太罗会员已达3.5 万人。由于糖尿病患者使用药物具有长期性、连续性的特点，品种忠诚度较高，且对价格较为敏感，因此太罗的销售策略有助于提高其市场竞争力。目前太罗在国产噻唑烷二酮类药物中占据42%的市场份额，2008 年实现销售收入7,860 万元，09年有望超过1亿，随着公司对医院市场销售的成熟，太罗有望成为公司另一个重量级产品。

表格 6 公司单凭太罗已在国内糖尿病市场占有一席之地

生产企业	2005 年份额	2006 年份额	2007 年份额	2008 年份额
丹麦诺和诺德	21.91%	25.16%	26.61%	28.04%
德国拜耳	23.95%	22.30%	19.94%	20.02%
美国礼来	8.18%	7.81%	7.82%	7.25%
法国赛诺菲安万特	1.82%	3.86%	5.48%	7.24%
中美上海施贵宝制药	5.17%	6.18%	5.79%	6.01%
浙江杭州中美华东制药	4.10%	3.67%	3.94%	4.14%
施维雅（天津）制药	0.74%	3.89%	4.10%	4.09%
葛兰素史克	2.84%	4.99%	3.66%	3.96%
北京万辉双鹤药业	5.12%	4.39%	3.53%	2.99%
美国辉瑞	2.68%	3.33%	2.66%	2.10%
北京诺华制药	0.34%	0.84%	1.37%	1.94%
太极集团涪陵制药厂	0.42%	0.65%	1.18%	1.18%

北京利龄恒泰药业	1.50%	1.26%	1.08%	0.94%
江苏恒瑞医药	0.28%	0.78%	0.71%	0.91%
江苏万邦生化医药	1.08%	0.84%	1.01%	0.89%
北京大洋药业	0.42%	0.94%	1.00%	0.81%
江苏豪森药业	0.61%	0.84%	0.91%	0.74%
吉林通化东宝药业	1.78%	0.52%	0.96%	0.73%
扬子江药业集团	0.20%	0.40%	0.57%	0.68%
武田药品工业株式会社	1.34%	1.29%	1.07%	0.68%

数据来源：SFDA 南方所

二线快速增长品种：通天口服液、补肾益寿胶囊、超浓缩六味地黄丸，滚动增长 20%

中风病后恢复适用获批 太极通天口服液新起点

公司与成都中医药大学联合研制开发的脑血管类中成药，国家二级中药保护品种，入选《国家基本医疗保险药品》品种，并获美国 FDA 认证。2000 年达到销售收入高峰 1.4 亿元。

通天口服液是公司早期拳头产品，1997 年进行了扩产，但同类心脑血管中成药，特别是复方丹参滴丸、血栓通等产品对市场的抢占快速，同时，由于公司对藿香正气液、曲美等过亿产品的销售倾斜，通天口服液在近年来销售基本维持在 5 千万左右的规模。该品种来源于中医经典名方“川芎茶调散”，本身具有偏头痛、紧张型头痛、感冒头痛等头痛病和中风后遗症的治疗。但是在 09 年以前，市面上的适应症仅限于偏头痛而大大的限制了市场销售。而今年对中风病恢复期的适用批复，将是该品种的一个历史新起点。传统的大活络丸、华佗再造丸和复方丹参滴丸主要用于中风后遗症和先兆期。有关数据显示，中风用药市场 2000 年市场规模大约在 38 亿左右，到 2004 年翻了一番，符合增长率高达 16.19%，此后市场保持 18% 的增长。09 年公司对该品种的销售首先达到 8000 万的水平，到 2010 年将再次成为公司又一个销售规模上亿的品种，随着我国迈入老龄人口大国，后市有望呈现 20% 的复合增长率。

优化销售结构 补肾药品新增长

公司两款补肾药品，早期的补肾益寿胶囊和超级浓缩六味地黄丸。

补肾益寿胶囊是公司 2000 年推出的补肾抗衰纯中药制剂，国家二级中药保护品种，入选卫生部《国家基本药物目录》，主治肾虚衰老和由肾虚引起的各种慢性疾病、老年病，主要针对 60 岁以上的“银发市场”。2001 年销售突破 1 亿元，同样由于销售的倾斜，且同类产品汇仁肾宝、三宝双喜等市场扩张迅速，使得该品种销售下降到 5000 万的规模。09 年公司对销售结构进行调整，同时随着我国进入人口老龄化，销售前景广阔，年均销售有望持续实现 20% 的恢复性增长。

超级浓缩六味地黄丸是公司 06 年推出的快速增长产品。六味地黄丸作为千年补肾名药，市场生产厂家之众，品牌之多，是普药营销中经常被提及的一个经典。众多厂商生产的六味地黄丸在疗效上，无本质区别，市场占有率与品牌和营销能力直接相关。在零售市场中，全国性品牌有同仁堂、仲景、九芝堂，区域品牌主要由区域普药龙头霸占。公司推出的 3 粒超级浓缩型，较市面上的 8 粒浓缩服用更为方便。该品种 06 年推出，作为非处方药的经常消费品种，公司借助桐君阁的终端优势，放量很快，目前已达到 5000 万德规模。公司对该品种的销售以在全国进行，由于基数相对较低，因此近两年放量会很快。

恢复性增长品种：曲美、急支糖浆，受医药行业景气和领域规范整顿，增发幅度在 10%-15%

“曲美”减肥用药第一品牌

品名“盐酸西布曲明胶囊”，是 SFDA 第一个认证的减肥药品，国家二类新药。适用于饮食控制、运动不能减轻和控制体重的肥胖症治疗。减肥用药及保健品是一个杂乱的市场，含有西布曲明成份的如海正药业的“赛斯美”，现代制药的“浦秀”，先声药业的“希青”都宣告失败。而唯独太极集团的“曲美”成功，是公司市场营销运作的成功典范，“曲美”已成为国内减肥用药第一品牌，上市 8 年累计销售 25 亿元。该产品是公司毛利较高的品种，2001 年从集团公司转让，当年销售收入就超过 3 亿元、2002 年销售额突破 4 亿元。04 年公司债务问题爆发，影响了公司业务运作，此后进入一个成熟期，08 年由于奥运大背景，使销售收入大幅降低，09 年主要实现 15% 的恢复性增长。随着国内健康减肥市场的发展以及相关监管制度的规范，2010 年将加快恢复增长，2011 年有望恢复到历史销售高峰。

急支糖浆在医改扩容下 稳步增长

太极股份生产的呼吸系统类纯中药制剂，国家二级中药保护品种，入选卫生部《国家基本药物目录》。是公司最早运作的主要产品之一，1985 年投入批量生产，在曲美面试前一直是公司销售额最大的品种。1997 年销售额达到 4 亿元，市场占有率一度达到 30% 以上，为国内同类产品之冠，但最随着同类产品如念慈庵密炼川贝枇杷膏等市场的快速抢食，同时国内对曲美、藿香正气液销售的倾斜，目前销售规模在 2.8 亿，较为稳定。公司目前加大了对急支糖浆的广告投放，同时在医改扩容下，有望推动该品种呈现 10% 的稳定收入增长。

紫杉醇销售收入基本稳固

紫杉醇：是目前医学界公认的广谱、高效抗肿瘤药物，对晚期卵巢癌、非小细胞肺癌、乳腺癌、结直肠癌、膀胱癌等具有较好的疗效，自 1992 年上市以来已成为全球范围内的首选抗癌药物。目前国内的紫杉醇生产厂家超过 30 家，年销量超过 10 亿元，且每年以 20% 左右的速度增长。太极集团在国内率先使用规范的非聚氯乙烯材质的专用输液器，大大降低了药物的副作用，加上服务体系完善，紫杉醇产品的市场认可度较高，自 1998 年上市以来已累计销售超过 120 万支。虽然近年国内同类产品市场竞争加剧、招标价格下降，但太极紫杉醇销量始终维持在前三名，占据 10% 的市场份额，2008 年实现销售收入 6,854 万元。

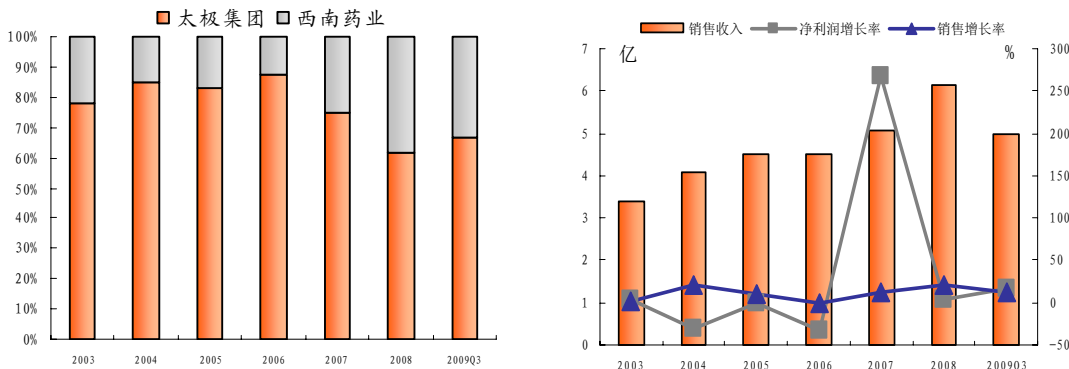
除了上述核心产品以外，公司销售规模超过 5000 万的还有桐君阁制药厂的鼻窦炎口服液，千万以上规模的有儿康宁、补肾防喘片、双苓止泻口服液和益气复脉颗粒、保健品番茄红素软胶囊，以及西南药业的散列通、盖保世灵。

公司 09 年对几个沉淀的主打产品进行了销售结构调整，目前拥有 3 只销售过亿的产品，并将在较短的时间内达到 5-7 只，这是公司强大营销能力的体现。在继续以销售为核心发展医药产业的同时，正积极探索中药保健和中药式快速消费品的可行途径。公司在研的约 80 个新品种，也将在资金周转问题得到解决之后，而加快进程。我们看好在白礼西领导下的太极集团在医药产业上新的腾飞。

5. 子公司收益医改 为集团稳固西南

5.1 西南药业：集团的赚钱利器

图表 9 西南药业从 06 年调整销售工作之后，为太极集团利润贡献逐渐增多



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

西南药业是西部最大的化学药生产企业，也是西部地区唯一的精神及麻醉药品定点生产基地。公司以化学普药生产为主，普药品种占销售 70% 以上，主要产品覆盖抗生素、麻醉镇痛、大输液等产品。在新版《国家基本药物目录》基层版中，公司有 107 个品种入选，同时公司也是国家基本药物定点生产企业之一。可以说，医改对西南药业提供了难得的机遇，目前公司各产线均超负荷运转，将扩大产能迎接市场扩容。在产能扩张之后，整体实现 20% 的收入正常是可以实现的。

公司的四个主打药品如散列通和美菲康都是毛利很高的产品，在太极集团强大的营销能力依托下，将为公司及太极集团赢取更多的利润。解热镇痛药散列通临床应用非常广泛，与罗氏的“散利痛”进行了长达 10 年的品牌诉讼，今年 5 月由最高人民法院裁定归西南药业所有。公司将放开手脚对散列通进行市场运作，扩大产能，今年收入有望超过 6000 万，很快成为公司过亿的产品。同时最为国家定点麻醉药生产企业，公司重点产品美菲康，目前销售规模在 5000 万左右，由于镇痛麻醉市场人福科技具有较强的优势竞争，该产品销售增长主要来源于整体市场的扩大，也是能够过亿的产品。

5.2 桐君阁：终端为王 制胜西南

太极集团 1998 年收购的桐君阁（原名重庆中药），是一家零售店面超过 6000 家、横跨川渝两地的医药商业龙头。公司目前主营业务主要为物流配送、零售连锁、医院销售、中药材经营、进出口贸易，其中零售连锁式公司核心业务。在医药销售渠道方面，桐君阁在重庆中药、中药材方面处于绝对支配地位，在四川以成都西部医药经营公司为采购配送中心，以主要行政区地级市为分中心对四川实现全面覆盖。零售药店方面，拥有桐君阁大药房、太极大药房和天诚大药房三个主要品牌，分别对不同地域施用。

表格 7 桐君阁对太极集团稳固西南龙头是至关重要的

公司数量	加盟数	直营	分店总数
重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	5260	750	6010
湖北同济堂药房有限公司	4241	177	4418
四川太极大药房连锁有限公司	1860	30	1890
四川天诚大药房连锁有限责任公司	1063	32	1095
广东国药医药连锁企业有限公司	1062	236	1298
广东本草药业连锁有限公司	935	128	1063
九州通大药房连锁有限公司	898	40	938
云南东骏药业有限公司(东骏大药房)	890	164	1054
重庆和平药房连锁有限责任公司	830	1570	2400
惠州市大川药业连锁有限公司	520	125	645

数据来源：中国药店

桐君阁对太极集团的业绩贡献很小，但是对太极集团占领稳固川渝市场确是积极地。由于公司店面总数超过 6000 家，这个庞大的终端市场的形成为主打 OTC 产品的太极集团实现快速放量提供了保障。另外公司配送及销售网络遍布川渝地区从市到乡镇，带动“太极”品牌的深入，使得公司在该地区有其他企业难以比拟的优势。

6. 投资建议

公司是一个营销导向的综合型药企，医药产业发展可圈可点，在西南地区医药产业处于龙头地位。公司营销网络广布全国，控股的桐君阁配送能力基本伸及西南所有地区，另外控股的西南药业普药生产基本涵盖了居民日常用药。因此，在新医改的促进下，公司在重庆市和四川省都会获益，并且四川省和重庆市是一个农村基础较差的地区，对国家加大补贴有较大的弹性反映。2009 年是公司正式迈向恢复的时期，主营业务各项增长良好。几个沉溺的主打产品，通过销售结构调整，都实现了新的增长。依托公司强大的销售能力，主要产品整体 20% 增长不是问题。

公司历史包袱过重，近 5 年平均负债率在 65% 左右，销售收入的增长未能体现到最后的利润当中，使得公司在二级市场反映较弱，市值不到 50 亿，与公司作为地方龙头药企不相匹配。通过几年的内部整理，和外部多条件的促使下，公司具备价值重估。

未来三年内的资产处理，将陆续改善公司的核心问题—债务，在抵冲银行的 10 亿左右的贷款之后，溢出部分将给公司带来一定的收入。因此，公司在负债比例、财务费用、营业外收入三方面都会有显著的变化。如果基与公司目前的情况不发生变化，按照主营业的增长来算我们给予公司 2009-2011 年基本 ESP0.12 元、0.18 元和 0.23 元的估值。另外，公司 2010-2012 年，资产处置将给公司带来 1-3 亿的收入，平均每股每年贡献在 0.33-1.00 元；公司采取的部分土地联合开发，收入具有持续性和成长潜力，如果得以批准，每年每股贡献至少在 0.1 元以上，因此 2010-2011 年每股 EPS 最低价值为 0.53 元和 0.66 元，具有成长价值部分为 0.28 元和 0.33 元。中药制药企业 09 年预测算术平均 PE 为 43 倍，医药商业为 50 倍，由于太极集团收入 75%

左右为桐君阁：

$$09 \text{ 年: } 0.12 \times 43 \times (1/4) + 0.12 \times 50 \times (3/4) = 7.51$$

$$10 \text{ 年: } 0.28 \times 43 \times (1/4) + 0.28 \times 50 \times (3/4) = 13.51 + (0.33 \sim 1.00) = 13.81 \sim 14.35$$

$$11 \text{ 年: } 0.33 \times 43 \times (1/4) + 0.33 \times 50 \times (3/4) = 15.91 + (0.33 \sim 1.00) = 16.24 \sim 16.91$$

另外，公司要处理的土地资产得到重新评估，公司的净资产将巨量增加，目前的 42 亿左右市值，市净率将不到一倍，加上公司重组预期强烈，手中股权价值超过 14 亿，2010 年上半年以前可变现的股权，按照 09 年全年平均价格来算，超过 8 亿；主营业务上，在与公司交流过程中，我们了解到公司已经在积极寻觅中药保健和中药式快速消费品的发展道路。因此，多角度考虑公司的价值，42 亿的市值完全没有体现公司未来即将爆发的潜力，我们给予公司最低 15 元的目标价格，持“买入”评级。

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表(百万)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	791	1173	1330	1483	1683	营业收入	4407	4815	5320	5932	6733
应收票据	64	97	108	120	136	营业成本	3326	3708	4166	4685	5288
应收账款	333	373	364	406	461	营业税金	24	29	32	35	40
预付款项	162	117	66	9	-55	销售费用	508	516	570	576	670
其他应收款	485	54	60	67	76	管理费用	307	322	302	316	359
存货	638	681	765	860	971	财务费用	146	183	192	193	212
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	7	7	7	7
长期股权投资	16	16	16	16	16	公允价值变动	0	0	0	0	0
固定资产	1382	1377	1906	2148	2153	投资收益	10	0	0	0	0
在建工程	115	92	546	523	312	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	100	51	52	120	156
无形资产	1415	1570	1511	1450	1389	营业外收支净					
长期待摊费用	2	2	0	-2	-3	额	35	31	33	2	0
资产总计	5800	5968	6859	7287	7368	税前利润	135	82	85	122	156
短期借款	1710	1733	2547	2564	2179	减：所得税	30	23	21	31	39
应付票据	754	1002	1126	1266	1430	净利润	106	59	64	92	117
应付账款	537	587	650	731	825	归属于母公司					
预收款项	49	72	97	125	157	的净利润	64	24	39	58	77
应付职工薪酬	105	75	75	75	75	少数股东损益	42	35	25	34	40
应交税费	133	164	164	164	164	基本每股收益	0.25	0.07	0.12	0.18	0.23
其他应付款	222	120	120	120	120	稀释每股收益	0.25	0.07	0.12	0.18	0.23
其他流动负债	0	0	0	0	0	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
长期借款	349	182	16	116	216	成长性					
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	8.1%	9.2%	10.5%	11.5%	13.5%
负债合计	3988	4351	5179	5515	5479	EBIT 增长率	67.2%	-0.9%	4.3%	27.5%	17.2%
股东权益合计	1812	1616	1680	1772	1889	净利润增长率	0.5%	-63.0%	64.8%	49.8%	32.9%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	盈利性					
净利润	106	59	64	92	117	销售毛利率	24.5%	23.0%	21.7%	21.0%	21.5%
折旧与摊销	161	152	319	363	389	销售净利率	1.4%	0.5%	0.7%	1.0%	1.1%
经营活动现金流	240	297	722	749	818	ROE	3.5%	1.5%	2.3%	3.3%	4.1%
投资活动现金流	-50	-100	-1020	-520	-120	ROIC	4.82%	4.42%	4.08%	4.98%	6.05%
融资活动现金流	-87	-32	455	-76	-498	估值倍数					
现金净变动	104	165	157	153	200	PE	62.7	220.6	133.9	89.4	67.2
期初现金余额	661	791	1173	1330	1483	P/S	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
期末现金余额	765	956	1330	1483	1683	P/B	2.2	3.2	3.1	2.9	2.7
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	14.5	17.2	12.7	10.6	8.9

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>