

公司研究

医药行业

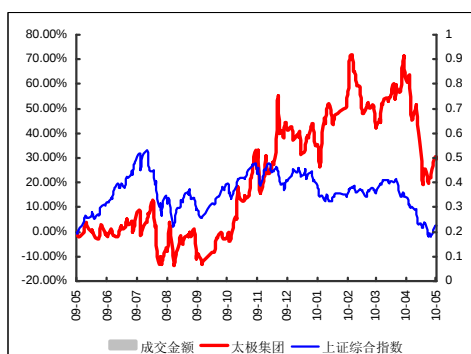
2010 年 5 月 25 日

评级：强烈推荐

在区域性整合中寻找投资机会

太极集团（600129）研究报告

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联医药研究组

赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

周静 叶寅

电话：0510-82833217

Email: zhoujing@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

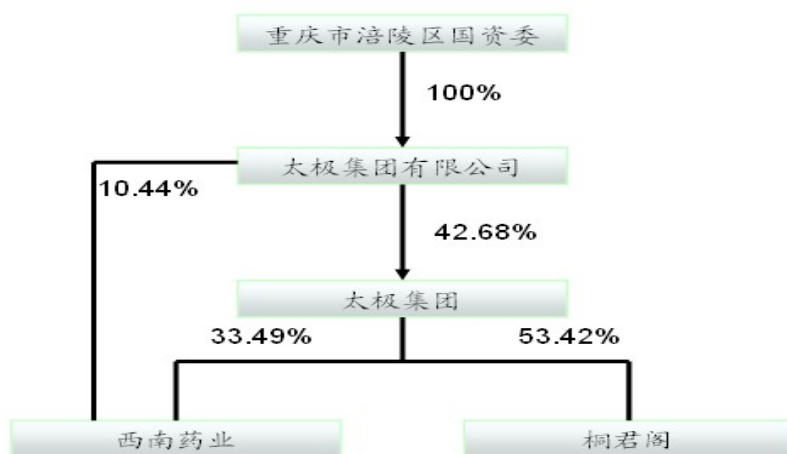
- **度过担保危机，主营业务开始恢复高速增长。**2003-2007 年担保圈事件使得公司生产经营受到影响，目前公司正处于恢复和快速增长阶段，公司将加快生产经营力度争取抓住行业良好际遇。
- **拐点已现，公司产品销售进入良性发展期。**公司主导产品增长势头良好，09 年 23 个品种销售收入突破千万。藿香正气液增幅达 20%以上，并在四川地区销量过亿；太罗增幅达 30%左右，并首次进军海外市场；而曲美和通天口服液销量有所恢复。
- **“双十计划”进入第三年，资产盘活预期进一步加大。**公司 09 年全年财务费用达 1.43 亿，而营业利润仅 0.78 亿。土地资产闲置，财务费用吞噬掉大部分利润。对此，公司 08 年提出“双十计划”，今年已是双十计划第三个年头，公司还有大量土地上未处置，09 年年报提及今年将择机处置闲置土地，有望进一步降低财务费用。
- **重庆地区资本市场整合大幕已经拉开。**“金融市长”黄奇帆市长上任以来大力推进重庆地区资本市场整合，太极集团旗下拥有三家上市公司，整合预期强烈。一旦整合，西南药业和桐君阁将作为壳资源出售。
- **大量土地资产提供较高安全边际。**经推算，公司拥有土地资产价值总和 40.05 亿元，折合每股 12.2 元，为当前股价提供一个很高的安全边际。而重庆地区的刺激政策和集团内部整合上市，又为公司股价提供了良好的刺激因素。
- **盈利预测。**公司资产处置进度对业绩影响较大，并存在一定不确定性，我们分为保守和乐观两种情况分析。在保守估计下，10-12 年 EPS 为 0.24、0.35、0.43 元；在乐观估计下，10-12 年 EPS 为 0.77、0.57、0.72 元，合理价格 17.50 元。给予“强烈推荐”评级。

一、公司情况简介

1、公司股权结构

太极集团是一家医药控股型企业，公司控股股东为太极集团有限公司，实际控制人为重庆市涪陵区国资委，总部位于重庆，是川渝两地的医药工商业龙头。

图表 1：公司股权结构图

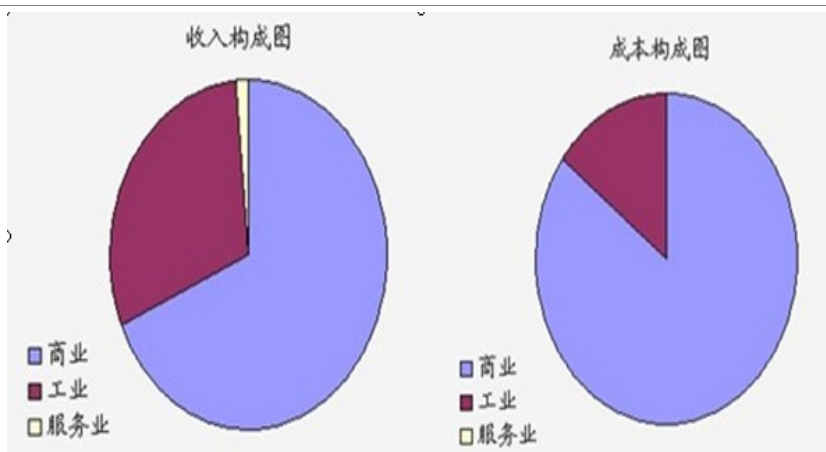


数据来源：公司年报 国联证券研究所

2、主营业务简介

公司目前控股桐君阁、西南药业两家上市公司，共拥有包括四川太极制药、重庆涪陵制药、四川天城药业等在内的 40 家参控股公司，主要从事中西药的生产研发和批发零售业务。主要产品包括藿香正气口服液、太罗、曲美、急支糖浆等。

图表 2：公司收入和成本构成情况

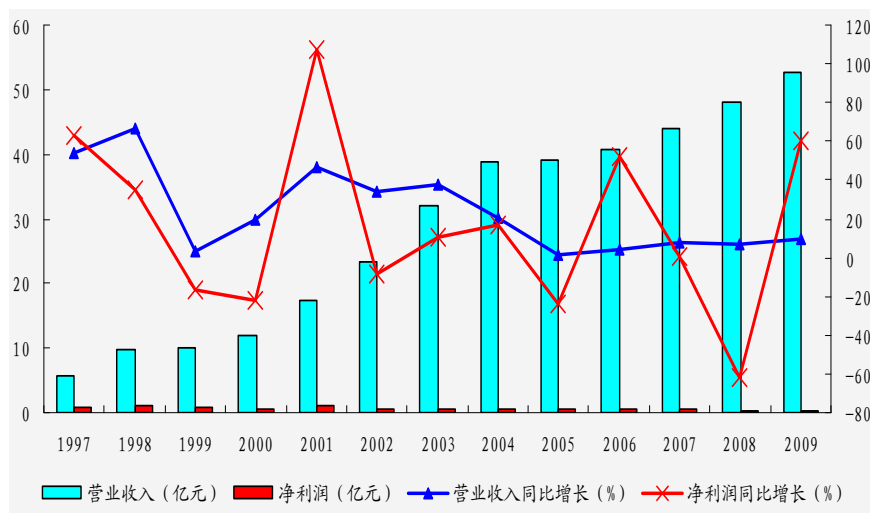


数据来源：公司年报 国联证券研究所

3、公司发展的三个阶段

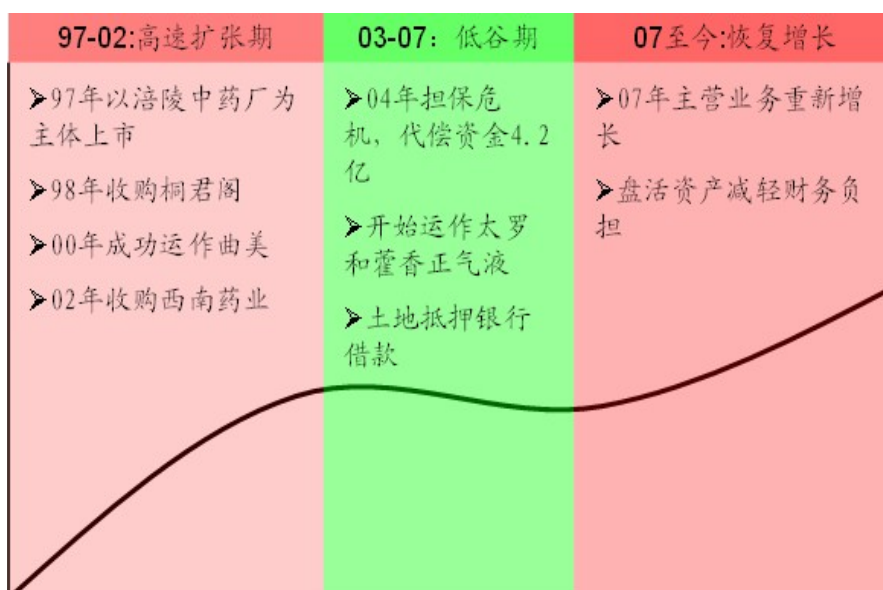
公司是以原国有企业四川涪陵制药厂为主体改制组建的股份有限公司，第1阶段为1997-2002年，公司依托资本市场的优势，加上主打产品销量的提高进入快速发展的成长时期。第2阶段则是2003-2007年，由于重庆担保圈事件的影响使得公司要用现金来负担担保责任，因此使得公司现金流发生较大问题，也使公司生产经营受到了较大影响，最终通过整体债务的打包出售才使公司得以解决此问题。第3阶段则是2008年一直到目前，公司正处于恢复和快速增长阶段，公司将加快生产经营力度来争取缩小前几年耽误而使的公司落后于同行业的一些优秀企业。

图表 3：太极集团上市以来主营业务收入及净利润变化图



数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 4：太极集团三个发展阶段



数据来源：国联证券研究所

二、公司主要产品步入良性发展期

根据 2009 年 8 月 18 日国家卫生部、国家发展改革委等九部委正式颁布的《国家基本药物目录》，公司及下属子公司共有 151 个产品品种进入了《国家基本药物目录》，其中化学类药品有 110 个产品品种，201 个药品生产批文；中药类药品有 41 个产品品种，156 个药品生产批文。

图表 5：公司重点药品入选 09 医保和基本药物目录明细

药品名称	医保类型	药品类别
头孢唑肟（盖保世灵）	乙	抗微生物药物
氨苄西林舒巴坦	乙	抗微生物药物
头孢匹罗	乙	抗微生物药物
扎来普隆	乙	解热镇痛及非甾体抗炎药物
法莫替丁	甲	消化系统药物
利福昔明	乙	消化系统药物
特比萘芬	乙	专科特殊用药物
复方对乙酰氨基酚（散列通）	乙	解热镇痛及非甾体抗炎药物
藿香正气颗粒（胶囊、软胶囊、片、口服液）	乙	内科用药
三黄胶囊（片）	甲	内科用药
牛黄解毒丸（胶囊、软胶囊、片）	甲	内科用药
双苓止泻口服液	乙	内科用药
香砂养胃丸（颗粒、胶囊、片）	甲	内科用药
急支颗粒	甲	内科用药
急支糖浆	乙	内科用药
六味地黄丸	基本药物	内科用药
槐角丸	乙	内科用药
逍遥丸（颗粒）	基本药物	内科用药
通天口服液	乙	内科用药
强力天麻杜仲丸（胶囊）	乙	内科用药
八正颗粒（胶囊、片）	甲	内科用药
小金丸（胶囊、片）	乙	内科用药
抗骨质增生丸	乙	骨伤科用药

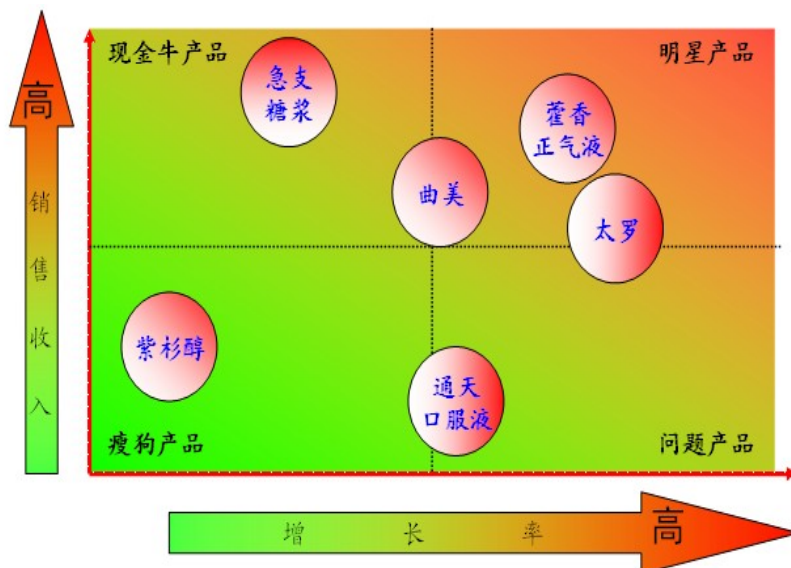
数据来源：人保部 国联证券研究所

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。公司新产品研发正积极向热门领域如心脑血管、肿瘤用药、精神药品等领域延伸，2009 年公司获得 11 个新药（包括氢溴酸西酞普兰）的生产批件，5 个临床批件，梯度建设完善，后续增长有保证。

公司目前大力推广的核心品种为藿香正气口服液和太罗，前者主要面向 OTC 市场，而后者集中在医院市场推广。09 年藿香正气口服液实现 20% 以上的增幅，单在四川地区销量即过亿元；太罗销售增速在 30% 以上，并首次实

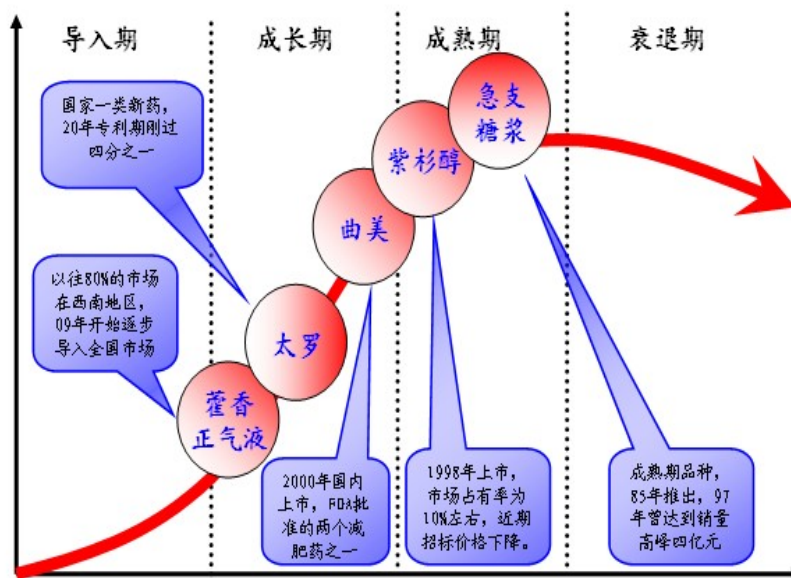
现出口打入前苏联市场。从药品生命周期的角度来看，藿香正气口服液和太罗正处在高速成长期，是公司未来的支柱产品，而曲美和急支糖浆则处于成熟期，增长幅度不大但尚能稳定贡献收入。

图表 6: 公司主要产品的增长率-销售收入矩阵分析



数据来源：国联证券研究所

图表 7: 公司主要产品所处生命周期



数据来源：国联证券研究所

目前公司销售模式采取骨干品种自己队伍销售，根据当地市场容量来确定小组的数目，目前光省外销售队伍就有 1000 多人，因此只要 15-20 天公司即可完成全国范围内所有地市一级的铺货。普药方面则是通过代理销售的模

式，目前销售收入中 70%-80%是骨干品种，公司希望 3-5 年达到普药占比达到 50%以上，甚至更大比例，主要是因为目前省外普药才启动 2 年，只局限在省会、地级市，因此空间还比较大。另外加上公司品牌的影响力和医改这个良好机遇，普药增速有望维持 30%-50%。

（一）藿香正气口服液--未来明星产品

藿香正气类产品是我国的一个传统经典产品，主要由藿香、苍术、陈皮、厚朴、白芷、茯苓、大腹皮、半夏、甘草、紫苏等中药组成。它是属于广泛适应于利湿消滞类病症治疗和预防的品种，具有解暑祛湿、和胃止呕、芳香化浊的作用。人们常用它来治疗脘腹胀痛、呕吐腹泻以及胃肠型感冒。业内专家认为，我国藿香正气类产品的理论市场在 50 亿元以上，而目前仅有 10 亿左右的市场规模，还有很大的挖掘空间。

太极集团生产的藿香正气口服液不含酒精（唯一不含酒精的藿香正气类产品），在口感上明显好于其他剂型。而且，太极集团的藿香正气口服液属于国家专利，为独家生产品种。

藿香正气类产品全国生产厂家有 300 多家，目前全国市场共有 236 种藿香正气水、65 种藿香正气片、40 种藿香正气胶囊、3 种藿香正气软胶囊、2 种藿香正气口服液以及 1 种藿香正气滴丸。公司目前在藿香正气类产品生产商中占据领先地位，占据 30%到 40%。上市公司中除太极集团外，天士力、中新药业也在生产同类产品，但其销售额仅在千万级别，难以撼动公司在这一领域的龙头地位。

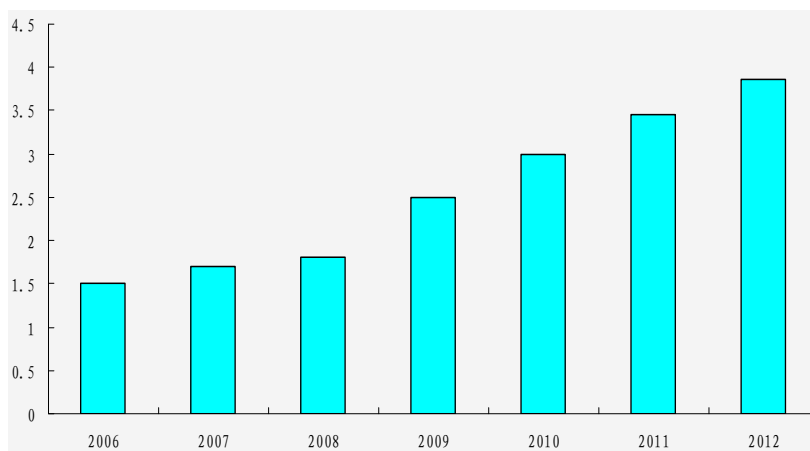
图表 8：藿香正气类产品比较

	藿香正气水	藿香正气胶囊	藿香正气口服液
酒精含量	酒精气味重	不含	不含
口感	差	好	好
疗效	疗效最明显	疗效慢	明显
对肠胃的刺激	有	无	无
竞争状况	生产商多竞争激烈	生产商多竞争激烈	独家品种竞争少 54.39%

数据来源：国联证券研究所

藿香正气口服液 09 年销售收入为 2.5 亿元，由于口服液不含酒精，因此和藿香正气水口感比较而言较好，一般 80%的人用过藿香正气口服液后就不会再选用其他品种，因此公司比较看好此产品，目标 5-10 年做成 10 亿元以上的 OTC 大品种。由于目前产品主要集中在四川和重庆，省外市场目前仅启动省会城市，目前处于培育期，因此从空间上来讲是完全有可能的。至于将产品做成饮料类产品，公司目前只是在论证阶段，并无定论。

图表 9: 藿香正气口服液销售收入趋势图 (亿元)

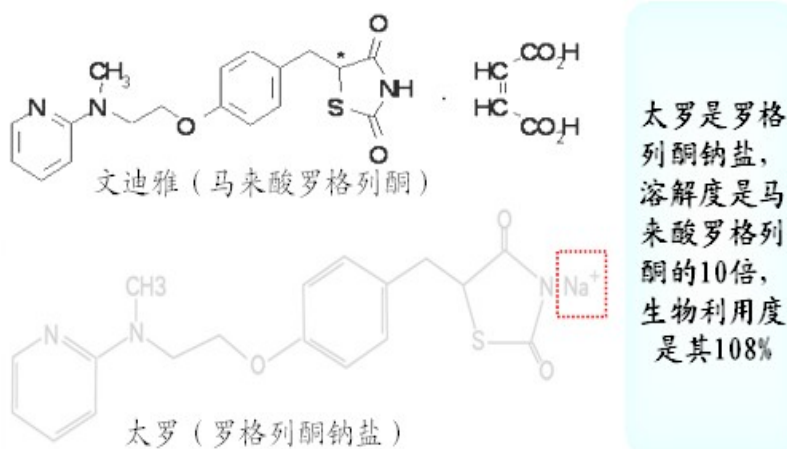


数据来源: 国联证券研究所

(二) 太罗—有望迎来飞跃式增长

太罗由中国军事医学科学院和太极集团共同研发而成。属于噻唑烷二酮类胰岛素增敏剂,它是罗格列酮钠盐,适应症为 2 型糖尿病。它能较好的“复活”自身胰岛素,对长期服用患者安全性较高,且能有效防止糖尿病并发症。与目前市场上的罗格列酮类糖尿病药物相比,它作为钠盐组合物,其吸收性优于其他品种。太极集团对这一药物具有独立知识产权,拥有完全自主的定价资格,目前它比市场上同类罗格列酮药物价格要高一倍以上,进一步奠定了它在罗格列酮类降糖药物中的领先优势。

图表 10: 太罗和其他罗格列酮类药物属性比较



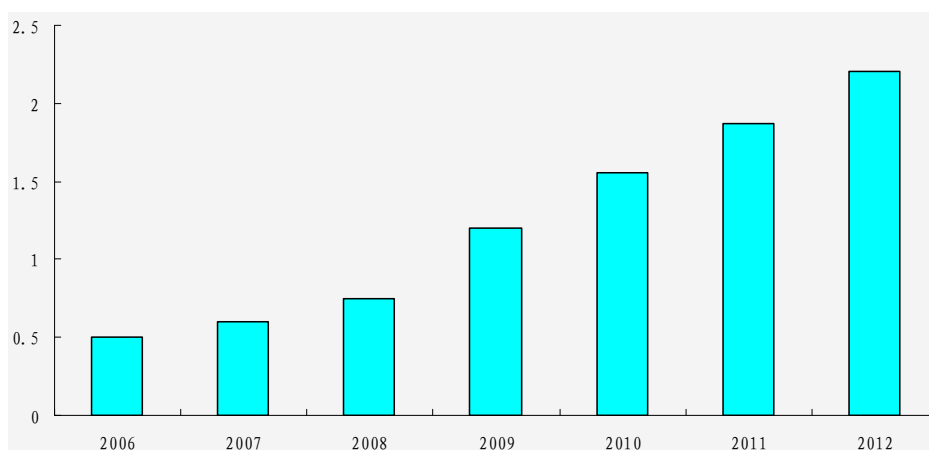
数据来源: 国联证券研究所

糖尿病已经成为现代社会第五大杀手疾病，全球有超过 2.2 亿的糖尿病患者，并且保持了年均 10% 的增长。《中国糖尿病控制现状》报告表明，我国有超过 6000 万的糖尿病患者，是仅次于印度的全球糖尿病第二大国，对降血糖药物有着极大的市场需求。

07 年罗格列酮类药物在中国销售额约为 3.91 亿元，08 年达到 10 亿元，在未来几年中亦将有较高增速。目前国产药由于价格优势，已经占据中国罗格列酮类药物 85% 以上的市场份额，预计将来这一比例仍将继续扩大。

营销方式上，太罗以医院销售为主，同时辅以“会员制”，针对注册会员给予一定的价格优惠。糖尿病用药具有长期性、连续性的特点，因此太罗的销售策略对其开拓市场提升竞争力大有裨益。太罗自 2007 年上市推出以来销量逐年增长，09 年达到 1.2 亿元。由于属于基础用药，前期可以单独用药，中后期则联合用药，因此公司比较看好此品种，看好 3-5 年内达到 3 亿的销售额。

图表 11：太罗销售收入趋势图（亿元）



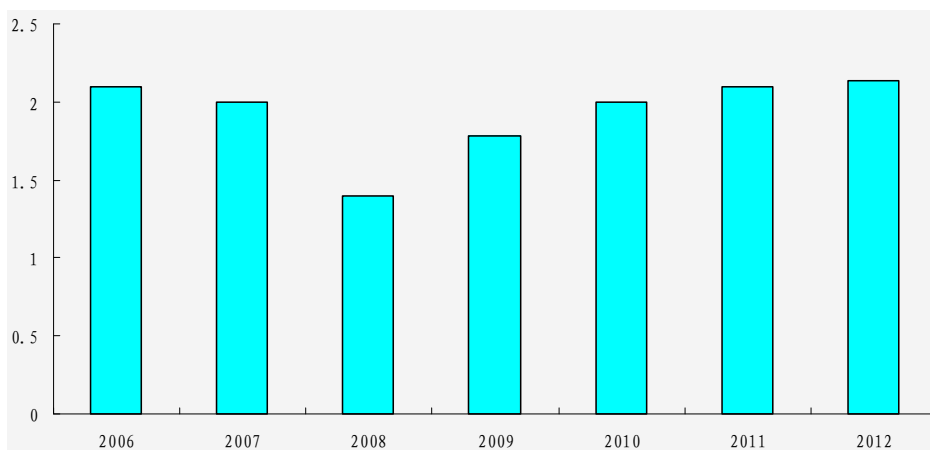
数据来源：国联证券研究所

（三）曲美——销售继续回暖

曲美品名“盐酸西布曲明胶囊”，是 SFDA 第一个认证的减肥药品，属于国家二类新药。适用于饮食控制、运动不能减轻和控制体重的肥胖症治疗。曲美 09 年销售额为 1.78 亿元，相较于 08 年有所回升。一方面，08 年由于受奥运会影响，有 4 个月不能销售或销售下降，影响近 6000 万元销售收入。另一方面，之前药品、食品市场广告较乱，尽管成分都是一样，但宣传都为天然食品，因此使得销量前几年出现了较大下滑，目前对虚假广告和药品广告的监管有望使得行业出现 2-3 年的洗牌。另外前期市场上对于西布曲明副

作用的关注主要是由于前期欧盟针对禁忌人群做了实验，进一步验证了禁忌人群的影响，因此对正常使用来说，影响不是很大，从市场销量来看，也已经基本消除了不良影响。公司计划用几年时间使销售额达到 3 亿元。

图表 12: 曲美销售收入趋势图（亿元）

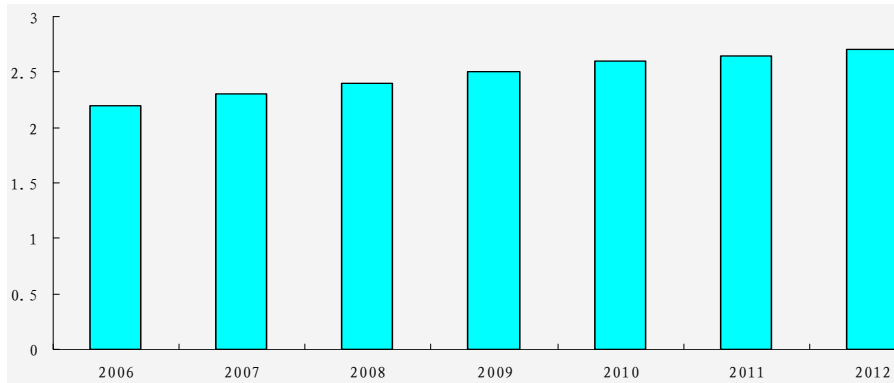


数据来源：国联证券研究所

（四）急支糖浆—销量持续稳定

急支糖浆是太极集团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》。急支糖浆是公司最早运作的主要产品之一，在曲美面市前一直是公司销售额最大的品种。在 1997 年，其销售额达到 4 亿元的顶峰，而市场占有率也曾一度达到 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蚕食，同时公司对曲美、藿香正气口服液销售的倾斜，销售收入有所下降。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稳定的恢复性增长。

图表 13: 急支糖浆销售收入趋势图（亿元）

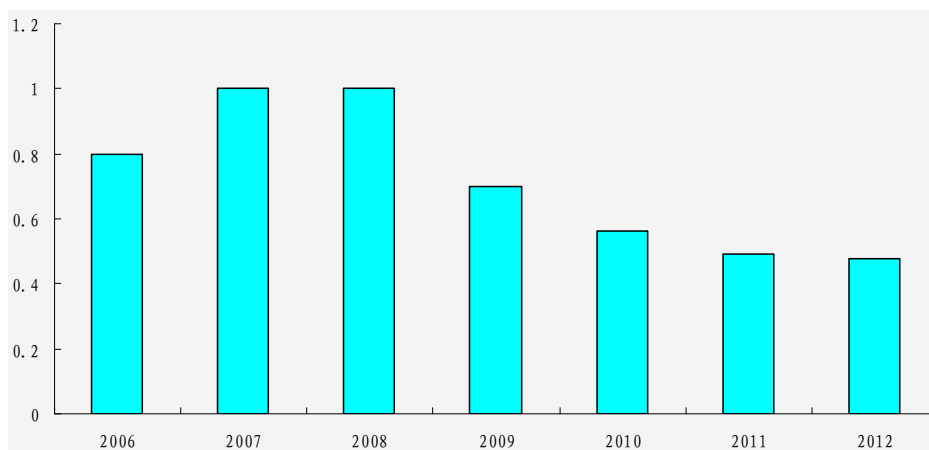


数据来源：国联证券研究所

（五）紫杉醇——价格下降使得收入下滑

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。太极集团在国内率先使用规范的非 PVC 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。公司紫杉醇 09 年销售收入为 7000-8000 万元，相较于 08 年进一步下滑，主要原因是随着近年国内同类产品市场竞争加剧导致产品价格大幅下降，目前单价已经从 700 多元下降至 100 多元，尽管销量出现了增长，收入依然有所下降。预计 10 年-12 年销售收入将持续小幅下降。

图表 14：紫杉醇销售收入趋势图（亿元）

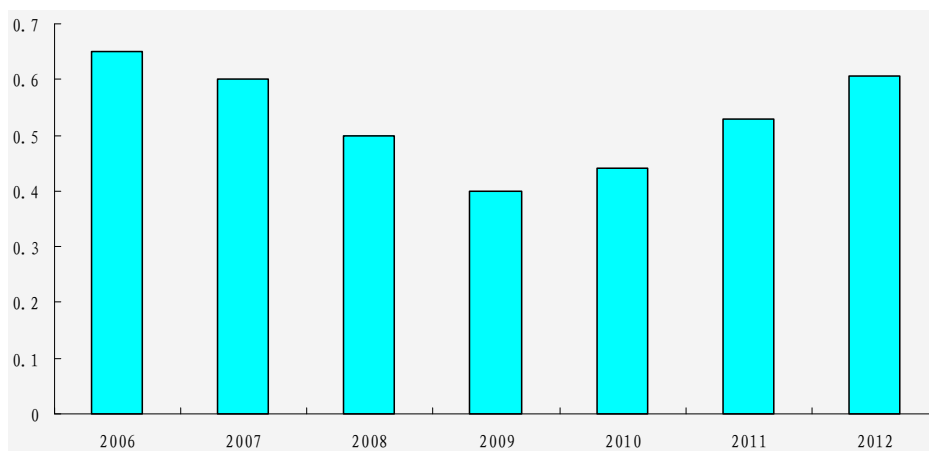


数据来源：国联证券研究所

（六）通天口服液——增速有望提高

通天口服液是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。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快速蚕食以及公司对藿香正气口服液、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。09 年该品种增加了中风后遗症的适应症，将迎来一个新的增长机遇。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，复合增长率高达 16.19%，此后市场保持 18% 的增长。该品种在中风医院用药市场份额可以占到 70%-80%，因此我们认为该品种今后增速有望提高。

图表 15: 通天口服液销售收入趋势图 (亿元)

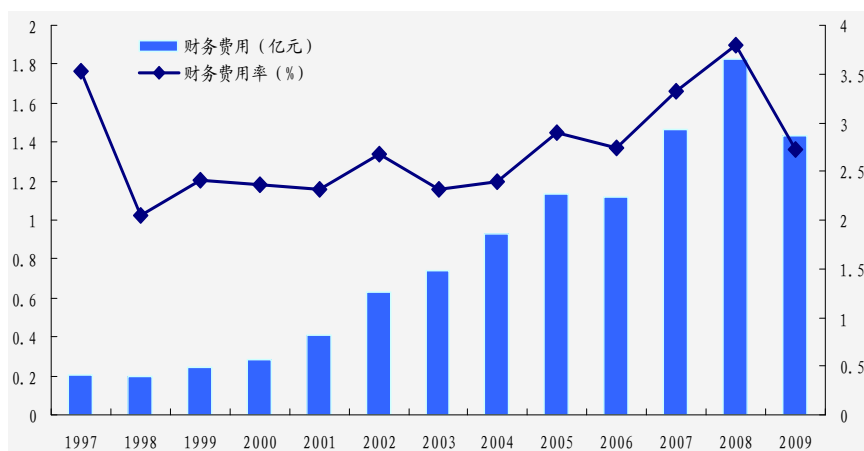


数据来源: 国联证券研究所

三、“双十计划”加强土地资产处置预期

由于公司在 00-04 年在四川地区收购多个药企, 资产总量上升很快, 同时接受国家 GMP 改造, 这些没有通过二级市场融资解决, 从而导致公司负债特别高, 相应导致财务费用较高, 公司 09 年全年财务费用达 1.43 亿, 而营业利润仅 0.78 亿。土地资产闲置, 财务费用吞噬掉大部分利润, 这是影响太极集团盈利能力的主要因素。公司闲置资产过多, 应尽快出售闲置资产改变资产负债结构。

图表 16: 公司上市以来财务费用情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 17: 公司与行业均值的比较

	资产负债率	财务费用/营业利润
太极集团	72.87	1.83
中药	39.19	0.10
生物医药	47.02	0.11

数据来源: WIND 国联证券研究所

为了解决这一问题,公司提出了“双十”计划:首先对闲置的土地资产进行清理和转让。目前3家上市公司土地资产(包括桐君阁和西南药业)约4592亩工业和综合规划用地,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,目前总体价值在50亿-70亿左右。由于当时政府为了解决公司担保抵押不足的情况,因此将土地全部改为商业用地,因此导致土地出让金就缴了5个亿,尽管并没有缴现金,但是账面上影响使得摊销较大,因此公司原先计划将成都的200多亩地卖掉,就可以获得现金10亿元,不过由于地震的影响使得目前土地价格距离公司的目标价有较大差距,并且考虑到成都的建设将使得土地价值处在升值阶段,因此公司不急于出售。另外涪陵的部分土地公司计划进行阶段性开发来达到盘活资金的目的。其次是出售房产,公司在二路口有一楼面,处理预计收益在1.38亿元,成本为1亿元,因此收益3800万元。最后则是上市公司股权的出售,由于前一段时间桐君阁和西南药业在二级市场上走势较好,因此大股东不断进行减持,主要是未来获得现金,解决财务上的压力。

图表 18: 公司现有土地资产及价值

	位置	面积(亩)	归属母公司的面积	预计土地均价(万元)	土地价值(万元)
涪陵工业园	涪陵区	1180	1180	100	118000
涪陵森林公园	涪陵区	1100	1100	40	44000
长寿湖环岛	涪陵区	670	670	40	26800
四川太极制药	成都双流航空港	155	115.71	200	23142
西部医药	成都荷花池附近	73	69.35	300	20805
桐君阁	重庆市南岸区	178	95.09	500	47545
西南药业	重庆市沙坪坝区	145	48.56	500	24280
大易房地产	重庆江北区	120	108	500	54000
太极绵阳制药厂	绵阳市涪城区	300	209.64	200	41928

数据来源: WIND 国联证券研究所

四、三家上市公司资产整合的预期强烈

“金融市长”黄奇帆市长上任以来大力推进重庆地区资本市场整合,太极集团旗下拥有三家上市公司,整合预期强烈。一旦整合,西南药业和桐君阁将作为壳资源出售。

对公司重组整合有利的因素有：

1、**新市长黄奇帆擅长资本运作。**黄奇帆在担任重庆市副市长时将重庆机电控股、化医控股等 20 个市属国有集团整合为 9 个，提升了国有资产优化配置能力。2009 年 12 月 3 日黄奇帆被任命为重庆市代市长，标志着重庆国企之间的重组和整合将会提速，太极集团整合时机已经来临。

2、**2008 年，大股东整体打包收购彻底解决了多年困扰公司发展的对外担保问题，公司具备了整合桐君阁和西南药业的能力。**公司前期由于担保事件的爆发使得市场上对于担保比较敏感。我们认为目前子公司生产经营良好，因此担保方面风险较小，再加上集团的整体重组整合，这部分问题必然会逐渐解决，并且集团在 08 年已经开始在逐步理顺内部担保和交叉担保问题。担保问题将不会构成重组整合的障碍。

3、**重庆市政府 2009 年出台了《关于进一步推进重庆市国有重点企业整体上市工作的指导意见》，明确提出到 2012 年，重庆适宜上市的市属国有重点企业将全部上市。**最初让三家公司上市，主要是考虑利用资本市场融资功能，上市公司多，融资次数就多，不过目前这个目的并没有达到，因为监管层一直将 3 家公司看做一家对待，而监管方面由于三家都而监管方面由于三家都需要达到要求，因此反而形成累赘。从政府角度来说，如果能够重组，宝贵的壳资源将会让出，这样可以把当地一些优质资产注入，因此对地方的发展也有利。

五、盈利预测与估值

（一）关键假设

1. 由于医药工业增速大于医药商业，所以我们预测公司的综合毛利率呈上升趋势。

2. 由于资产处置不确定性较大，取决于管理层决策，我们将分保守和乐观两种情况分别讨论。在保守假设的情况下将不考虑由于资产处置带来的收入增加和费用减少，具体区别见下表

图表 19：两种假设方式的区别

	保守假设	乐观假设
股权处置	不考虑	增加投资收益 6000 万（已发生）
土地资产处置	不考虑	增加营业外收入 3800 万（已发生）
偿还短期借款	略有减少	按照“双十计划”，假设 2010 年偿还短期借款 3 亿，2011 年和 2012 年各偿还 2 亿，相应缩减财务费用

数据来源：WIND 国联证券研究所

(二) 盈利预测

图表 20: 保守假设下盈利预测

利润表		单位 : 百万元			
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	5,275.15	5,886.14	6,471.88	7,005.66	
营业成本	3951.00	4355.74	4756.83	5128.14	
营业税金及附加	31.01	35.32	40.13	43.44	
营业费用	625.69	706.34	763.68	805.65	
管理费用	439.50	470.89	485.39	525.42	
财务费用	143.39	135.38	129.44	140.11	
资产减值损失	7.34	6.00	6.00	6.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	0.41	0.45	0.50	0.52	
营业利润	77.63	176.92	290.91	357.41	
营业外收入	37.66	45.00	30.00	30.00	
营业外支出	6.47	5.00	5.00	5.00	
利润总额	108.81	216.92	315.91	382.41	
所得税	31.93	54.23	78.98	95.60	
净利润	76.88	162.69	236.93	286.81	
少数股东损益	39.18	82.91	120.74	146.16	
归属母公司净利润	37.70	79.78	116.19	140.65	
EPS (元)	0.11	0.24	0.35	0.43	

数据来源: 国联证券研究所

图表 21: 乐观假设下盈利预测

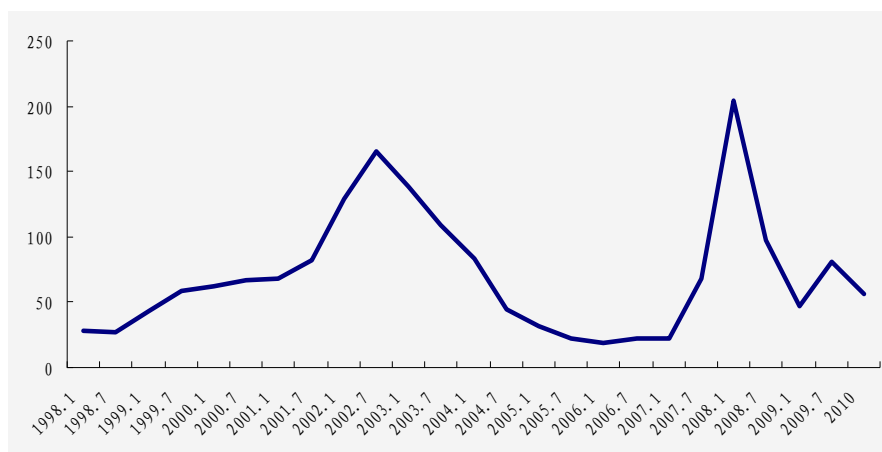
利润表		单位 : 百万元			
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	5,275.15	5,886.14	6,471.88	7,005.67	
营业成本	3951.00	4355.74	4756.83	5128.15	
营业税金及附加	31.01	35.32	38.83	42.03	
营业费用	625.69	706.34	763.68	805.65	
管理费用	439.50	470.89	485.39	525.43	
财务费用	143.39	85.55	69.81	54.39	
资产减值损失	7.34	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	0.41	60.00	0.00	0.00	
营业利润	77.63	292.31	357.33	450.02	
营业外收入	37.66	38.00	0.00	0.00	
营业外支出	6.47	0.00	0.00	0.00	
利润总额	108.81	330.31	357.33	450.02	
所得税	31.93	96.91	104.84	132.04	
净利润	76.88	233.39	252.49	317.98	
少数股东损益	39.18	67.78	128.68	162.05	
归属母公司净利润	37.70	165.61	123.81	155.93	
EBITDA	387.31	586.34	604.38	689.02	
EPS (元)	0.17	0.77	0.57	0.72	

数据来源: 国联证券研究所

（三）估值

只考虑公司主业的增长情况，我们保守预计 2011 年 EPS 为 0.35 元，由于公司主要产品多数集中在川渝地区，并未向省外扩张，因此发展空间较大，再加上竞争优势明显和终端的优势，公司业绩有望加速增长，我们按 40 倍市盈率（历史均值 71.08）计算，股价为 14 元，另外考虑到公司闲置资产的价值，主要集中在成都和涪陵区的森林公园和长寿湖环岛区域，我们不考虑土地的升值因素，按照目前 11 亿的市值来算，折合每股 3.50 元，公司合理价格在 17.50 元。其次，公司总共拥有土地资产价值 40.05 亿元，折合每股 12.2 元，又提供了一个很高的安全边际。而重庆地区的刺激政策和集团内部重组整合上市以及下属子公司卖壳的预期，又为公司股价提供了良好的刺激因素，因此给予“强烈推荐”评级。

图表 22：公司上市以来市盈率变化情况



数据来源：WIND 国联证券研究所

六、风险提示

1、制剂行业竞争加剧，产品销量不能稳定增长。国外大型医药企业纷纷进入中国市场，这些将导致制剂行业竞争日渐激烈，对公司的生存空间构成潜在威胁。

2、开拓市场过程中费用增长过快。09 年全年销售费用 6.26 亿，同比增长 21.36%，仅广告费一项就超过一亿元。另外，公司已经不满足于偏安西南地区，开始走向全国的销售策略，这必然会导致销售费用增加。

3、公司土地资产处置速率存在一定不确定性。地震的影响使得目前土地价格处在低位，但成都的建设使得土地价值处在升值阶段，公司可能并不急于出售，短期内资产利用率也许得不到实质性的改善。

附表：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	2979.06	3492.08	3577.55	4018.62	营业收入	5,275.15	5,886.14	6,471.88	7,005.67
现金	1373.04	1718.00	1691.00	2011.50	营业成本	3951.00	4355.74	4756.83	5128.15
应收账款	380.85	441.46	485.39	525.43	营业税金及附加	31.01	35.32	38.83	42.03
其它应收款	59.97	67.10	74.43	80.57	营业费用	625.69	706.34	763.68	805.65
预付账款	249.20	235.45	226.52	245.20	管理费用	439.50	470.89	485.39	525.43
存货	844.35	941.78	1003.14	1050.85	财务费用	143.39	85.55	69.81	54.39
其他	71.65	88.29	97.08	105.09	资产减值损失	7.34	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3543.80	3041.14	2891.52	2741.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	6.03	6.03	6.03	6.03	投资净收益	0.41	60.00	0.00	0.00
固定资产	1357.27	1398.04	1296.61	1195.18	营业利润	77.63	292.31	357.33	450.02
无形资产	1527.03	1487.64	1448.25	1408.86	营业外收入	37.66	38.00	0.00	0.00
其他	653.47	149.43	140.63	131.83	营业外支出	6.47	0.00	0.00	0.00
资产总计	6522.86	6533.22	6469.07	6760.52	利润总额	108.81	330.31	357.33	450.02
流动负债	4209.32	4101.30	3839.83	3881.74	所得税	31.93	96.91	104.84	132.04
短期借款	1598.85	1298.00	1098.00	898.00	净利润	76.88	233.39	252.49	317.98
应付账款	642.49	718.11	789.57	854.69	少数股东损益	39.18	67.78	128.68	162.05
其他	1967.98	2085.19	1952.26	2129.04	归属母公司净利润	37.70	165.61	123.81	155.93
非流动负债	544.07	530.16	530.16	530.16	EBITDA	387.31	586.34	604.38	689.02
长期借款	496.62	496.62	496.62	496.62	EPS (元)	0.17	0.77	0.57	0.72
其他	47.45	33.54	33.54	33.54	主要财务比率				
负债合计	4753.39	4631.46	4369.99	4411.90	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	485.71	553.49	682.17	844.22	成长能力				
股本	328.38	328.38	328.38	328.38	营业收入	9.56%	11.58%	9.95%	8.25%
资本公积	453.77	453.77	453.77	453.77	营业利润	51.15%	276.54%	22.25%	25.94%
留存收益	501.62	588.00	662.29	755.85	归属于母公司净利润	60.43%	339.29%	-25.24%	25.94%
归属母公司股东权益	1283.77	1370.15	1444.44	1538.00	获利能力				
负债和股东权益	6522.87	6555.10	6496.59	6794.11	毛利率	25.10%	26.00%	26.50%	26.80%
现金流量表					净利率	1.46%	3.97%	3.90%	4.54%
单位：百万元					ROE	2.94%	12.09%	8.57%	10.14%
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	338.27	816.46	342.31	665.47	资产负债率	72.87%	70.89%	67.55%	65.26%
净利润	76.88	233.39	252.49	317.98	净负债比率	47.48%	3.98%	-4.53%	-25.90%
折旧摊销	135.11	149.62	149.62	149.62	流动比率	0.71	0.85	0.93	1.04
财务费用	146.53	85.55	69.81	54.39	速动比率	0.51	0.62	0.67	0.76
投资损失	-0.41	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	6.29	52.20	102.50	75.33	总资产周转率	0.84	0.90	1.00	1.06
其它	-26.13	295.70	-232.11	68.15	应收账款周转率	14.00	14.32	13.97	13.86
投资活动现金流	-87.63	113.07	0.00	0.00	应付账款周转率	8.58	8.65	8.59	8.52
资本支出	-133.95	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
长期投资	-2.59	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.77	0.57	0.72
其他	48.91	113.07	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.56	3.77	1.58	3.07
筹资活动现金流	-93.25	-548.95	-363.67	-338.91	每股净资产 (最新摊薄)	5.93	6.33	6.67	7.11
短期借款	-300.85	-300.85	-200.00	-200.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	74.93	17.06	22.81	18.11
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.20	2.06	1.96	1.84
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	14.06	8.99	7.86	8.72
其他	207.60	-248.10	-163.67	-138.91					
现金净增加额	157.36	380.58	-21.36	326.57					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。