

太安堂 (002433)

公司研究/简评报告

外延式发展再下一城，产品线进一步丰富

民生精品---简评报告/医药行业

2011 年 12 月 4 日

一、事件概述

事件：公司公告收购潮州市杉源投资有限公司 100% 股权。宏兴集团为杉源投资的心资产，截至 2011 年 10 月 31 日，杉源投资除持有宏兴集团 52.396% 股权之外没有其它对外投资和经营。

交易标的：杉源投资无经营业务，宏兴集团拥有中成药、保健品、中药饮片三个生产基地。生产 7 个剂型，共 203 个药品生产批准文号，其中列入 OTC 的共有 128 个品种，列入医保的共有 94 个品种。

交易金额及方式：1.36 亿元（超募资金 7777 万元，自有资金 5823 万元）分三期支付完毕。先支付 2000 万定金，股权过户完成后支付 90%，股权交割完成 1 个月内支付剩余 10%。

二、分析与判断

➤ 宏兴为老字号，历史悠久，品种丰富，曾经辉煌

杉源投资评估日（2011-10-31）净资产评估值为 1268.22 万元（折价 54.9%），2011 年 11 月杉源投资股东增资 4000 万元，我们认为合计收购资产的价值为 5268.22 万元，对应收购 PB 为 2.58 倍。如果以 1.36 亿抵扣 4000 万元现金后计算 pb 为 7.57 倍。近年来宏兴集团经营不善，杉源投资盈利状况较差，2010 年亏损 12 万元、2011 年仍微亏。

宏兴制药厂是一家有 300 余年历史的中华老字号企业，可追溯至 1662 年的大娘巾卫生馆。1956 年，“宏兴药行”与“紫吉庵”（儿科用药）和“大娘巾”（妇科用药）三个老字号合并，统称为“潮州市公私合营宏兴制药厂”，1958 年转为地方国营企业；1992 年在广东省内率先实行股份制改造；1996 年，“宏兴”又兼并了潮州市医药总公司、潮州市医药采购供应站，遂形成今天涵盖药品研发、生产制造和药品批发、零售连锁的宏兴集团。2006 年杉源投资收购广东宏兴集团。

宏兴集团的 203 个品种中共有 12 个独家品种，包括丹田降脂丸、心灵丸、滋肾宁神丸、参七脑康胶囊、复方鹧鸪菜散、调经白带丸等，主要为口服制剂。心灵丸、通窍益心丸等 2 个品种为国家保密品种。

宏兴十多年前曾是医药工业百强企业，但由于企业股份制改造未能彻底，历史遗留包袱沉重，体制、人才和观念等原因，宏兴在上世纪 90 年代初以后迅速滑落。

公司生产基地位于潮州市西荣路 40 号，紧邻潮州西湖公园，地处潮州市中心，占地两万多平米。因此公司生产基地将会搬迁，该生产基地按照广东省政策可以申请三旧改造，拥有较大升值空间。

➤ 外延式发展再下一城，符合公司发展规划，丰富心脑血管产品线

公司外延式发展在下一城。公司上半年购买广东雷霆国药的 70 个产品批文，目前多数品种已经顺利过户。同时今年公司代理了贵州绿太阳制药有限公司五个苗药品种：复方辣椒碱乳膏、貂蟾防裂膏、肤痔清软膏、日晒防治膏、痛经软膏。

此次收购符合公司产品规划。皮肤科、妇科、不孕不育和心脑血管是公司重点发展的领域。此次收购极大的丰富的公司的心脑血管产品线。心脑血管是公司规划重点发展的领域，但是此前该产品线主要仅有心宝丸一个品种，过于单薄。宏兴的目标是打造华南地区心脑血管中药生产基地，因此在心脑血管中药领域具有一定的优势。

三、盈利预测与投资建议

我们维持对公司的盈利预测不变，预计公司 2011-2013 年分别实现 EPS0.75 元、0.91 元、1.13 元，公司 12 月 2 日收盘价 24.64 元计算，对应动态 PE 分别为 32、27、21 倍。我们认为公司原有产品拥有一定竞争力，品种丰富，并且在一些领域具有独

谨慎推荐

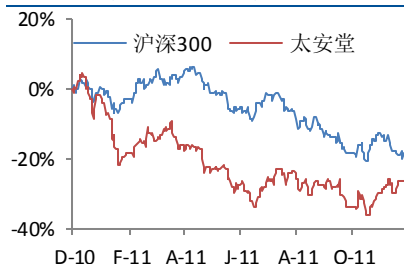
维持评级

合理估值： 27 元

交易数据 (2011-12-02)

收盘价 (元)	24.15
近 12 个月最高/最低	34.33/20.85
总股本 (百万股)	100.00
流通股本 (百万股)	40.00
流通股比例%	40.00
总市值 (亿元)	24.15
流通市值 (亿元)	9.66

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0100511030004

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

联系人：吴晓雯

电话：(8610)85127656

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

1. 太安堂 (002433) 三季报点评：三季度业绩再超预期，建议关注
2. 太安堂 (002433) 中报点评报告：二季度增速提升明显，拐点隐现

特的疗效和竞争优势。未来随着公司募集资金项目及超募资金项目完成，公司营销体系人海战术的实施，公司外延和内生发展都有可能超预期，暂时维持“谨慎推荐”的投资评级，建议关注。

四、风险提示：

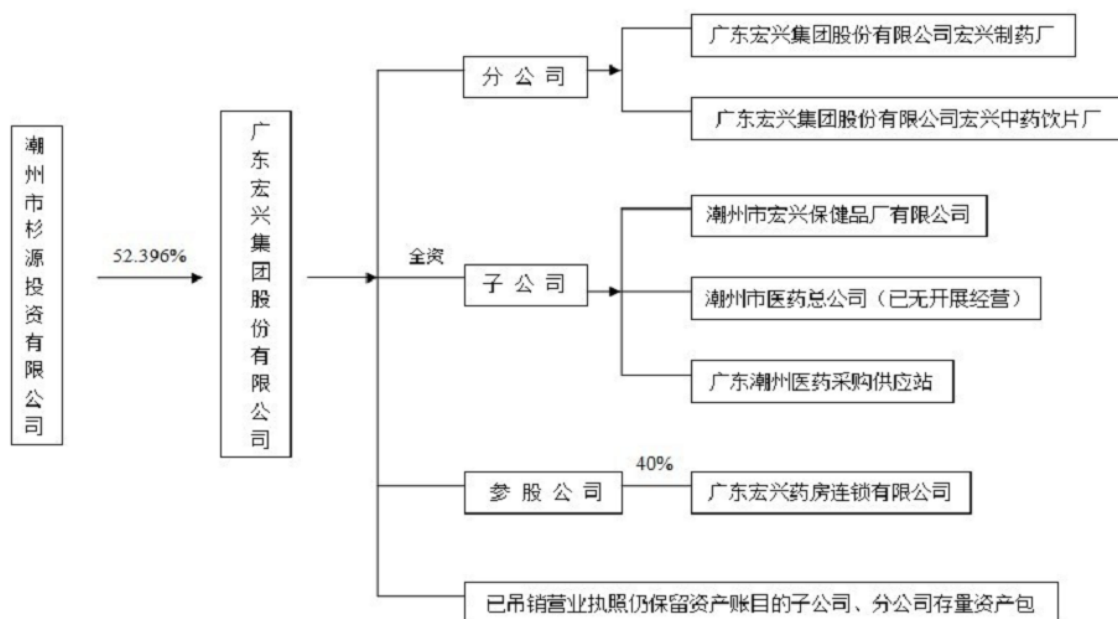
资源整合风险，市场开拓风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	314	412	523	646
增长率（%）	8.9%	31.2%	26.9%	23.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	56	75	91	113
增长率（%）	4.7%	32.6%	21.7%	24.0%
每股收益（元）	0.56	0.75	0.91	1.13
PE	43	32	27	21
PB	2.48	2.31	2.12	1.93

资料来源：民生证券研究所

图 1：杉源投资资产结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	314	412	523	646
减：营业成本	189	236	298	368
营业税金及附加	2.33	3.05	3.87	4.78
销售费用	40.46	61.79	78	97
管理费用	17.50	24.72	31.35	38.76
财务费用	-0.63	1.99	8.51	11.09
资产减值损失	1.44	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	63.64	84.05	102.18	126.85
加：营业外收支净额	3.36	4.00	5.00	6.00
三、利润总额	67.00	88.05	107.18	132.85
减：所得税费用	10.55	13.21	16.08	19.93
四、净利润	56.45	74.84	91.10	112.92
归属于母公司的利润	56.45	74.84	91.10	112.92
五、基本每股收益 (元)	0.564	0.748	0.911	1.129

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	26.68	19.52	14.28	10.86
成长能力:				0
营业收入同比	8.9%	31.2%	26.9%	23.6%
营业利润同比	-1.64%	32.06%	21.58%	24.14%
净利润同比	4.8%	32.6%	21.7%	24.0%
营运能力:				
应收账款周转率	4.36	4.58	4.75	4.61
存货周转率	1.62	0.95	1.49	2.45
总资产周转率	0.32	0.38	0.44	0.49
盈利能力与收益质量:				
毛利率	39.7%	42.6%	42.9%	43.1%
净利率	18.0%	18.2%	17.4%	17.5%
总资产净利率 ROA	6.7%	7.4%	8.4%	9.4%
净资产收益率 ROE	5.8%	7.1%	8.0%	9.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	41.43	17.05	13.35	12.40
资产负债率	1.7%	3.7%	4.6%	5.3%
长期借款/总负债	10.0%	4.7%	3.0%	5.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.564	0.748	0.911	1.129
每股经营现金流量	-0.363	-0.702	1.629	1.773
每股净资产	9.720	10.468	11.379	12.508

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	460.58	251.80	325.45	466.81
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	72.00	90.00	110.00	140.00
预付账款	36.19	70.00	80.00	90.00
其他应收款	0.50	2.97	1.43	4.01
存货	116.61	250.00	200.00	150.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	703.60	682.49	734.60	868.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	142.96	225.54	333.08	380.62
在建工程	110.04	150.00	100.00	50.00
无形资产	32.35	28.80	25.25	21.70
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	285.35	404.34	458.33	452.32
资产总计	988.95	1086.83	1192.94	1320.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	11.56	30.00	40.00	50.00
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
预收账款	5.40	10.00	15.00	20.00
其他应付款	0.03	0.03	0.03	0.03
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	16.98	40.03	55.03	70.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	16.98	40.03	55.03	70.03
股本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	694.92	694.92	694.92	694.92
留存收益	120.59	177.04	251.88	342.98
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	971.97	1046.80	1137.91	1250.83
负债和股东权益合计	988.95	1086.83	1192.94	1320.86

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(36.33)	(70.19)	162.90	177.34
投资活动现金流量	(191.21)	(146.60)	(95.75)	(44.90)
筹资活动现金流量	623.98	8.01	6.49	8.91
现金及等价物净增加	396.44	(208.77)	73.65	141.36

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。