

太极集团(600129)动态跟踪报告

重庆国企改革先锋,“狼真的来了”

投资要点

- **十八届三中全会为国企改革定调。**十八届三中全会对未来多年的国企改革定下了总基调。自2013年底以来,上海、北京等多个省市陆续出台了地方国企改革的意见。央企改革在7月15日迈出了第一步,国资委当日公布了参与“四项改革”试点的央企名单、具体的改革内容及实施步骤。国企改革方案频出,愈引起资本市场的关注,最根本的原因是市场期待国企改革能有效提升国企上市公司的盈利能力。
- **重庆市国有企业改革积极推进。**2014年4月29日重庆出台了“关于进一步深化国资国企改革”的文件。1)计划在3-5年内完成国企改革的布局,约2/3左右的国有企业发展成为混合所有制企业;2)大多数竞争类国有集团及所属国有企业,通过引入增量或转让减持的方式,实现投资主体多元化,发展成为混合所有制企业;3)探索混合所有制企业管理模式,加快建立完善符合混合所有制经济发展要求的企业国有产权制度,积极探索符合市场规律和现代公司治理要求的国有产权监管方式;4)国有股权低于50%的企业,不再简单套用国有及国有资本控股企业的监管制度,实行更加市场化的监管机制。探索建立“金股”机制,推行“优先股”试点。我们认为:重庆市作为西南桥头堡,国企改革势在必行。而太极集团作为重庆涪陵国资委下属大型企业,也是重庆医药领域的领头羊,其在区域内的改革示范作用明显。再加上目前公司资产负债率相对较高,引入战略投资者或可改善公司财务现状。
- **公司扣非后盈利能力为何一蹶不振。**2013年公司工业收入23亿、商业收入41亿,如按照可比公司保守假设工业、商业净利率为10%、1%,则13年公司扣非后净利润约2.7亿;而同期长期借款与应付债券约13.3亿,短期借款约23.5亿,导致产生大量的利息费用,另外还有大量贴现利息费用,因此13年公司财务费用达到3.05亿,因此公司扣非后净利润完全被财务费用吞噬。

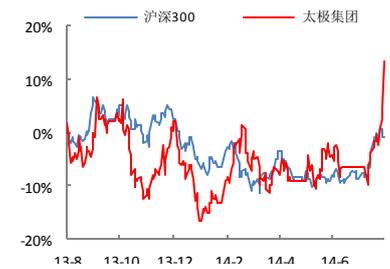
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6603.08	6777.76	7236.70	8114.89
增长率	0.09%	2.65%	6.77%	12.14%
归属母公司净利润(百万元)	12.56	573.30	727.26	510.21
增长率	105.71%	4464.53%	26.86%	-29.85%
每股收益EPS(元)	0.03	1.34	1.70	1.20
净资产收益率ROE	1.33%	37.69%	32.34%	18.49%
PE	355	7	6	9
PB	4.71	2.93	1.98	1.62

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:朱国广
执业证号:S1250513070001
电话:023-63812537
邮箱:zhugg@swsc.com.cn
研究助理:何治力
电话:023-67898264
邮箱:hzi@swsc.com.cn

相对指数表现



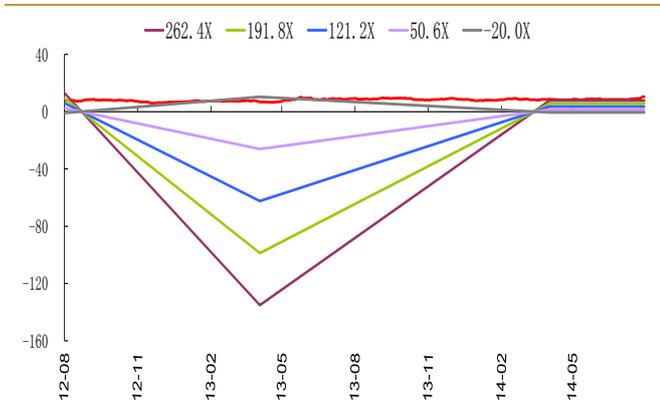
数据来源:西南证券

基础数据

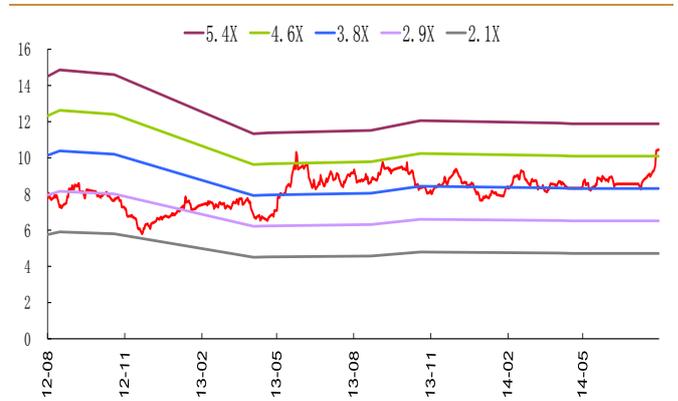
总股本(亿股)	4.27
流通A股(亿股)	4.27
52周内股价区间(元)	7.54-10.56
总市值(亿元)	44.35
总资产(亿元)	94.01
每股净资产(元)	2.21

相关研究

- **太极巨额财物费用“缠身”，如何化解。**我们认为：公司可以通过以下三种途径降低财务费用。**1) 通过盘活土地资产偿还贷款降低财务费用。**涪陵制药厂的搬迁补偿总额 15 亿，2013 年 1 月重庆涪陵区政府承诺在 3 年内 15 亿资金陆续到账，截止到目前公司合计收到补偿金 3.8 亿。随着剩余拆迁资金的陆续到账，公司的财务费用必将大幅下降；**2) 公司通过处置西南药业、桐君阁壳资源将获得巨大现金流以偿还贷款。**西南药业已经转让，估计桐君阁将会相继处置。初步估计每个壳公司处置将为公司带来 4-5 亿的现金流，两个壳公司将为公司带来约 8-10 亿现金流。**3) 重庆倡导的国企混合所有制改革，2015 年公司很可能通过股权融资引进战略合作伙伴。**由于太极、西南药业、桐君阁长期存在交叉担保问题，股权再融资被拒之门外。随着壳公司处置，融资通道快速打开以至于降低资产负债率。
- **公司工业制药业务逐步改善、新产品全面上市。**公司坚持主品战略，精耕川渝市场。**1) 2013 年核心品种藿香正气口服液再创历史新高，**销售收入突破 5 亿元，估计 2014 年增速约 10%；**2) 对益保世灵大力推进代理销售模式借力营销，**实现销售近 3 亿元，估计 2014 年销售增速约 10%；**3) 公司二、三线产品强力如天麻杜仲丸、贝诺酯、独圣活血片、沉香化气片、托西尔康等特色、高毛利产品将实现快速增长；****4) 新产品销售进展顺利。**2013 年公司新产品天胶在销药店达到 9000 家，实现销售 2578 万元；美美在销药店达到 1.8 万家，实现销售 2000 万元。估计 2014 年天胶、美美能够实现翻倍增长。另外太极水定位高端，现处于市场导入期。
- **医药商业多角度布局，电商和传统模式“并驾齐驱”。****1) 2013 年 5 月商业“零售集采”中心及重庆、成都、绵阳三个分采中心正式成立并投入运行，**进一步清理和优化了品种结构和采购渠道，全年降低采购成本近千万元；**2) 继续深化品类管理，**调整销售结构，全面取消调拨业务，大幅降低无效经营，销售结构日趋合理，零售、医院及特殊中药等业态均有不同程度的增长；**3) 医药电子商务公司于 2013 年 4 月正式成立，**9 月开始试销，当年销售突破 600 万元，估计 14 年销售额突破 6000 万；太极养生馆成功上线，年底上线商品达到 1274 个；天猫桐君阁旗舰店，已完成天猫商城注册程序。我们认为：电子商务及网上药店符合时代发展趋势，马云等社会资本纷纷试水，未来必将出现爆发式增长。
- **估值分析与投资策略。**我们认为公司极具有投资价值，主要体现以下三个方面：其一公司非经常性损益超乎想象。公司拟转让持有西南药业的约 8701 万股（作价每股约 9.65 元），合计转让金额 8.4 亿（溢价率约 32%）。2013 年公司对西南药业实际出资额 2.5 亿，即投资收益约 5.9 亿（约每股 1.38 元）。如果桐君阁相继被借壳，公司投资收益还会倍增；其二西南药业的净资产全部置入太极，原公司占比西南药业 33%的净资产全部纳入太极，使公司净资产大幅增加（如果桐君阁被借壳，模式亦同）；其三随着土地资产拆迁补偿款的到位、西南药业（上半年扣非后净利润约 2600 万）及桐君阁（上半年扣非后净利润约 1900 万）壳资产处置完毕及未来的股权再融资，财务费用大幅下降使公司盈利能力恢复到正常水平。2013 年公司工业收入 23 亿、商业收入 41 亿，按照可比公司保守假设工业、商业净利润率为 10%、1%，合理扣非后净利润约 2.7 亿，如果给其 30 倍市盈率，对应的市值约 81 亿（当前市值 44 亿，上涨空间约 84%），维持买入评级。
- **风险提示：**1) 子公司资产重组进展或低于预期；2) 新产品市场销售或低于预期。

图 1：公司 PE-Band 分布


数据来源：Wind,西南证券

图 2：PB-Band 分布


数据来源：Wind,西南证券

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1564.22	67.78	1633.44	1625.69	营业收入	6603.0	6777.76	7236.70	8114.89
应收和预付款项	1591.12	1168.88	1778.01	1526.49	减:营业成本	4782.6	4909.22	5241.63	5877.72
存货	1456.68	1209.11	1637.19	1554.51	营业税金及附加	46.39	47.62	50.85	57.02
其他流动资产	12.08	12.08	12.08	12.08	营业费用	1037.3	987.83	1054.72	1182.71
长期股权投资	155.06	155.06	155.06	155.06	管理费用	558.72	700.01	600.01	600.01
投资性房地产	330.28	290.66	251.05	211.43	财务费用	305.38	181.58	118.33	81.04
固定资产和在建工程	1707.29	1439.73	1172.18	904.62	资产减值损失	15.92	13.21	13.21	13.21
无形资产和开发支出	2114.73	1887.36	1660.00	1432.63	加:投资收益	5.67	590.00	550.00	0.00
其他非流动资产	160.04	147.93	135.81	135.81	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	9091.49	6378.58	8434.81	7558.33	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	2352.67	744.47	0.00	0.00	营业利润	-137.6	528.30	707.95	303.19
应付和预收款项	3601.63	1883.62	3915.06	2483.37	加:其他非经营损益	201.38	100.00	100.00	350.00
长期借款	1333.22	1333.22	1333.22	1333.22	利润总额	63.71	628.30	807.95	653.19
其他负债	305.01	305.01	305.01	305.01	减:所得税	19.67	15.00	38.69	97.98
负债合计	7592.52	4266.31	5553.28	4121.59	净利润	44.04	613.30	769.26	555.21
股本	426.89	426.89	426.89	426.89	减:少数股东损益	31.48	40.00	42.00	45.00
资本公积	501.90	501.90	501.90	501.90	归属母公司股东净利润	12.56	573.30	727.26	510.21
留存收益	19.09	592.39	1319.65	1829.85	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	947.89	1521.18	2248.44	2758.65	经营性现金净流量	-77.86	-422.59	1752.56	-265.12
少数股东权益	551.09	591.09	633.09	678.09	投资性现金净流量	-75.36	675.00	635.00	297.50
股东权益合计	1498.97	2112.27	2881.53	3436.74	筹资性现金净流量	-58.62	-1748.86	-821.89	-40.13
负债和股东权益合计	9091.49	6378.58	8434.81	7558.33	现金流量净额	-211.82	-1496.45	1565.66	-7.75

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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，仅限内部使用，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。

西南证券投资评级说明

公司评级	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
行业评级	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

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn