

太极集团(600129)2014年中报点评

业绩超预期,混合所有制改革值得期待

投资要点

- **事件:** 2014年上半年营业收入、扣非后净利润分别为37.0亿元、0.2亿元,同比增长7.2%、137.6%;第二季度营业收入、扣非后净利润分别为20.3亿元、0.14亿元,收入同比增长11.6%、利润大幅扭亏。上半年公司基本每股收益为0.06元,同比增长12.2%。
- **上半年公司营业收入增长约7%,整体上表现为稳定增长。**从业务板块看,医药工业、商业收入分别约13.8亿元、21.9亿元,同比增长13.0%、3.3%。由于受新版GMP认证的影响,控股子公司西南药业收入下降6%对公司工业收入影响较大,但从第二季度开始逐渐恢复正常;母公司上半年医药工业收入约8亿,收入增速约26%,主要是主打品种藿香正气液销售收入同比增长40%所致;控股子公司桐君阁处于业务调整阶段,增速相对较慢,但毛利率明显提升(上半年商业毛利率为11.2%,同比提升0.33个百分点)。由于期间内政府补助减少,导致扣非前后净利润增速相差较大。而扣非净利润增速远大于收入增速的具体原因有两点:1)控股子公司桐君阁目前转型战略逐渐成效,上半年医药商业毛利率较去年同期上升0.33个百分点,这也带动了公司整体毛利率上升;2)期间费用率下降约1.1个百分点,与收入增速差距拉大。
- **上半年母公司及控股子公司经营情况。**1)上半年母公司工业收入增速超过26%,核心品种藿香正气液销售增速超过40%完全超预期(上半年销售额约3.5亿),预计下半年有望保持快速增长势头。母公司的OTC类产品及大健康类产品(如太极水、营养早餐、洗发水等)在桐君阁网上、网下(即O2O模式)带动下将快速放量;2)由于受新版GMP认证的影响西南药业收入下降约6%、扣非净利润下降约26%。但其生产线已经通过其认证第2季度收入增速达到13%。且公司吗啡缓释片为国内独家剂型、布洛芬缓释片国内只有4个厂家拥有批文。尽管益保世灵(注射用头孢唑肟钠)获批的厂家较多,但已成为西南药业销售最大的品种,估计正常年份销售收入增速15-20%。估计全年西南药业扣非净利润超过6000万;3)桐君阁的销售模式改革使其毛利率大幅提升。上半年加快对电子商务布局,如启动天猫桐君阁旗舰店、太极养生馆等,同时与公司超过万家药房实现O2O模式。尤其桐君阁商业与太极的OTC及大健康类产品的产业链的协同,非常值得期待。估计桐君阁全年扣非净利润很可能超过4500万。

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	9	7	10
PB	4.71	2.93	1.98	1.62

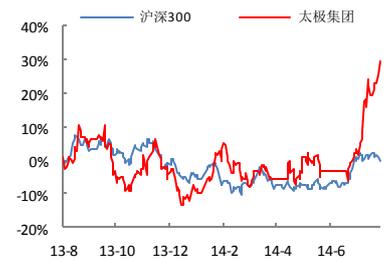
数据来源:西南证券

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:hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

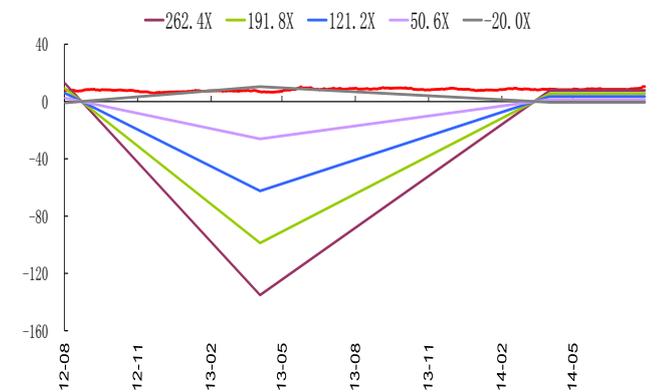
基础数据

总股本(亿股)	4.27
流通A股(亿股)	4.27
52周内股价区间(元)	7.54-11.66
总市值(亿元)	48.71
总资产(亿元)	95.99
每股净资产(元)	2.98

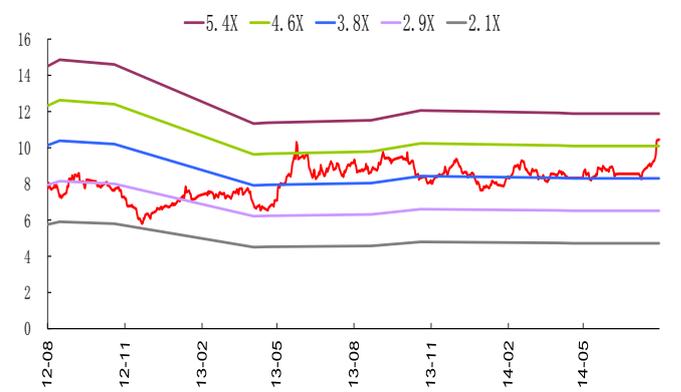
相关研究

1. 太极集团(600129):重庆国企改革先锋,“狼真的来了”(2014-08-12)

- **下半年业绩或将持续好转。**公司对经营性业绩及费用控制逐渐正常化，具体表现在扣非净利润也连续两个季度出现正收益。下半年业绩或将逐渐好转，具体有如下几点：**1) 子公司西南药业业绩或将恢复。**目前该公司新版 GMP 认证已经结束，第 2 季度收入同比增长 13%。估计下半年收入增速将明显好于上半年，尤其主打产品盖保世宁、吗啡缓释片、布洛芬等销量出现快速增长；**2) 子公司桐君阁转型还将继续，且上半年效果明显。**由于配送相比批发业务的毛利率更高，如能继续扩大其配送业务，则公司医药商业业务板块毛利还有望进一步上升。14 年桐君阁电子商务、天猫桐君阁旗舰店、太极养生馆也将开始放量，估计 15 年将大幅贡献利润；**3) 藿香正气液增长可持续。**该剂型属于市场独家销售，且为“基药+低价药”双跨品种，市场增长空间较大。如排除上半年季节性影响因素，预计藿香正气液全年销售增长约 30%。该产品属于低价药目录，估计有 30-40%的提价空间；**4) 财务费用将进一步下降。**当前土地补偿款虽不能体现在收益中，但对现金流的贡献可以使银行贷款大幅降低。估计桐君阁将相继处置及其它土地也将实现政府拆迁回购。
- **估值分析与投资策略。**预测 14 年、15 年、16 年摊薄后 EPS 分别为 1.34 元、1.70 元、1.20 元，对应的 PE 分别为 9 倍、7 倍、10 倍，维持“买入”评级。公司当前市值被严重低估（财务费用降下来后公司合理市值应该超过 80 亿）；公司国企改革积极性高，估计明年可能启动的混合所有制改革。我们认为当前太极的投资机会，绝不仅是公司价值重估，而还有混合所有制改革的预期存在。
- **风险提示：**1) 子公司资产重组或低于预期；2) 产品市场销售或低于预期；3) 混合所有制改制低于市场预期。

图 1：公司 PE-Band 分布


数据来源：Wind,西南证券

图 2：公司 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