

太极集团(600129)深度报告

打响重庆混合所有制改革“第一枪”

投资要点

- **不同于市场观点。**1) 市场认为:太极剥离壳资产、土地资产说了很多年。但我们认为:西南药业壳资产已拟剥离、桐君阁6月份停牌(尽管重组终止),说明将加快兑现预期,“狼真来了”。除涪陵制药厂土地搬迁回购15亿外,剩余4500亩商业用地估计2年内拆迁回购20亿。2) 市场认为:太极品种一般。但我们认为:太极藿香、吗啡缓释片、神经节苷脂、布洛芬缓释片、急支糖浆、通天口服液等均快速增长,其中藿香、吗啡缓释片等上半年收入增长40%。3) 市场认为:太极管理层缺乏变革动力。但我们认为:在国家、重庆及涪陵区国资委推动下及管理层持股混合所有制“引诱”下,估计15年上半年启动引进战略投资者股权再融资。
- **引进战略投资者及管理层持股的再融资估计15年上半年启动;加快盘活集团内部资产,大幅降低其财务费用、管理费用。**1) 全国国企改革看重庆,重庆国企改革看太极。在国家、重庆倡导的混合所有制改革背景下,估计15年上半年启动股权再融资,引进海外实业战略投资者及管理层持股、融资金额用于补充流动资产或外延式扩张。2) 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。西南药业已拟处置,估计桐君阁或将相继处置,2个壳公司将为其带来约8-9亿现金偿还贷款。3) 巨额盘活土地资产偿还贷款降低财务费用、管理费用。除涪陵制药厂的搬迁补偿总额15亿外,估计2年内加快其它土地资产剥离,回购金额不低于20亿。最终目标其财务费用降至约6000万,减少无形资产摊销3000-4000万。
- **藿香等核心产品迎来二次增长,工、商业产业链协同效应显著。**藿香为新基药、低价药、类独家剂型、提价30%预期强烈,估计14年其收入增速超过40%;急支糖浆进入12版国家基药,预计其增速将超过18%;通天口服液重新获中风口后遗症批文,必将出现恢复性爆发式增长;享受单独定价的独家剂型吗啡缓释片、厂家较少的布洛芬缓释片、神经节苷脂等增速将超过30-40%;医药电商将迎来爆炸式增长时代,桐君阁电子商务、天猫桐君阁旗舰店、太极养生馆的上线,与桐君阁药店万家终端形成巨大协同实现O2O模式联动,桐君阁商业与母公司OTC工业协同效应显著。
- **估值分析与投资策略。**预计14-16年EPS分别为1.19元、2.24元、2.00元,对应PE分别为9倍、5倍、6倍。我们认为:15年扣非后净利润恢复到2.5-3亿,且14年-16年均有巨额非经常性收益,因此其市值被严重低估,预计6-12个月市值将恢复到100亿元以上。国资、公司改革积极性高,估计明年可能启动的混合所有制改革,如果启动再融资估计公司市值很可能突出120亿。太极的投资机会,不仅是公司价值重估、估值修复,更是混合所有制国企改革及核心产品快速增长。维持“买入”评级。
- **风险提示:**1) 桐君阁停牌时间点迟于预期;2) 政府土地拆迁回购速度低于预期;3) 藿香正气口服液提价低于预期。

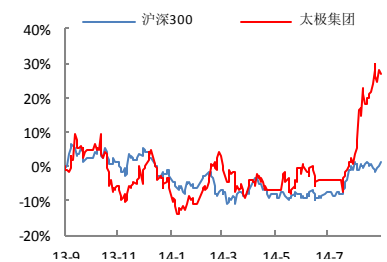
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6603.08	7079.96	7671.16	8318.55
增长率	0.09%	7.22%	8.35%	8.44%
归属母公司净利润(百万元)	12.56	509.81	955.93	852.14
增长率	105.71%	3959.06%	87.51%	-10.86%
每股收益EPS(元)	0.03	1.19	2.24	2.00
净资产收益率	1.33%	34.97%	39.61%	26.09%
PE	384	9	5	6
PB	5.09	3.31	2.00	1.48

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)	7.54-11.75
总市值(亿元)	48.28
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):业绩超预期,混合所有制改革值得期待(2014-08-27)
2. 太极集团(600129):重庆国企改革先锋,“狼真的来了”(2014-08-12)

目 录

一、公司概况.....	1
（一）公司简介.....	1
（二）股权结构.....	1
（三）核心产品介绍.....	1
（四）主营业务经营状况.....	4
二、重庆国企改革龙头，加快处置西南药业、桐君阁壳资产.....	6
（一）国企改革背景.....	6
（二）重庆国企改革方案.....	6
（三）顺势加快处置西南药业、桐君阁壳资产.....	7
三、加快盘活巨额土地资产，大幅降低财务费用、管理费用.....	8
四、“太极”为国内 OTC 品牌第一梯队.....	9
（一）太极藿香正气液将迎来二次高增长.....	9
（二）太极急支糖浆口服液持续快速增长.....	11
（三）通天口服液将出现爆发性恢复性增长.....	12
（四）太罗（罗格列酮钠片）平稳增长.....	13
五、西南药业核心品种稳步增长.....	15
（一）盐酸吗啡缓释片（美菲康）快速替代普通片剂.....	15
（二）布洛芬缓释片快速增长.....	17
（三）神经节苷脂将持续高速增长.....	19
（四）注射用头孢唑肟钠（益保世灵）享受单独定价，稳定增长.....	20
（五）复方对乙酰氨基酚片(II)（散列通）稳定增长.....	22
六、桐君阁的医药电商业务重磅出击.....	24
（一）积极进入医药电商领域.....	25
（二）模式转变，提升盈利能力.....	26
（三）与母公司 OTC 药物形成协同效应.....	26
七、估值分析与投资策略.....	26
（一）关键假设.....	26
（二）估值与投资策略.....	28
（三）股价催化剂及风险提示.....	28

插图目录

图 1: 公司股权结构示意图	1
图 2: 公司主营业务收入及增速	4
图 3: 公司业务构成（2013 年）	4
图 4: 公司医药工业收入及增速	4
图 5: 公司医药商业收入及增速情况	4
图 6: 公司毛利润增速	5
图 7: 公司整体毛利率变化情况	5
图 8: 公司医药商业毛利率变化情况	5
图 9: 公司历年期间费用率情况	5
图 10: 上海市国企改革基本思路	6
图 11: 山东省国企改革基本思路	6
图 12: 公司处置西南药业壳资产路径	7
图 13: 太极藿香正气口服液广告宣传	9
图 14: 藿香正气口服液示意图	9
图 15: 各类疾病发病率比较	11
图 16: 止咳类药物样本医院销售及增长	11
图 17: 止咳药构成市场份额划分	12
图 18: 止咳药销售渠道分布	12
图 19: 罗格列酮类药物市场销售及增长情况	13
图 20: 口服降血糖药物市场份额情况	13
图 21: 罗格列酮类药物市场份额情况（2013 年）	14
图 22: 公司产罗格列酮市场销售情况	14
图 23: 镇痛药物样本医院市场销售情况	15
图 24: 镇痛药物市场份额情况（2014H1）	15
图 25: 吗啡镇痛作用机理	15
图 26: 吗啡（镇痛用）样本医院销售情况	15
图 27: 吗啡类镇痛药物剂型占比	16
图 28: 吗啡片剂样本医院销售情况	16
图 29: 吗啡样本医院市场份额情况	17
图 30: 公司吗啡样本医院销售情况（万元）	17
图 31: 65 岁以上人口数量及增长情况	17
图 32: 布洛芬类药物市场情况	17
图 33: 布洛芬样本市场份额情况	18
图 34: 公司产布洛芬缓释片市场销售情况	18
图 35: 神经类药物样本医院销售情况	19
图 36: 帕金森类治疗药物样本医院销售情况	19
图 37: 神经节苷脂药物样本医院销售情况	19
图 38: 神经节苷脂样本医院份额情况	19
图 39: 公司产神经节苷脂药物样本医院销售情况	20

图 40: 神经节苷脂样本医院增速比较（2013 年）	20
图 41: 我国历年抗菌药物市场情况及增长率	21
图 42: 我国历年抗生素市场份额及增长率	21
图 43: 头孢菌素类药物样本医院销售情况	21
图 44: 头孢类抗生素市场份额（2013 年）	21
图 45: 头孢唑肟类药物样本医院销售情况	22
图 46: 益保世灵样本医院销售情况	22
图 47: 含有对乙酰氨基酚成份感冒药图例	23
图 48: 对乙酰氨基酚类药物市场情况	23
图 49: 桐君阁药店大致分布区域	24
图 50: 与部分连锁药店数量比较	24
图 51: 桐君阁医药网	25
图 52: 太极养生医馆	25
图 53: 桐君阁公司毛利率水平	26
图 54: 九州通批发及零售业务毛利率水平	26
图 55: 公司 PE-band	28
图 56: 公司 PB-band	28

表格目录

表 1: 公司部分产品情况	2
表 2: 公司部分在研或待批件品种	3
表 3: 公司土地资产情况总表	8
表 4: 部分土地抵押情况	8
表 5: 藿香正气液获批情况	10
表 6: 藿香类清热剂基药目录情况	10
表 7: 藿香正气口服液各省中标情况（太极生产）	10
表 8: 藿香正气口服液各省中标情况（北京亚东生产）	11
表 9: 部分止咳化痰药物价格比较	12
表 10: 罗格列酮类药物招标情况（四川，2013 年）	14
表 11: 吗啡类片剂生产批件	16
表 12: 布洛芬缓释片生产批件情况	18
表 13: 单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液招标情况（四川，2013 年）	20
表 14: 注射用头孢唑肟钠招标情况	22
表 15: 复方对乙酰氨基酚片(II)生产批件情况	23
表 16: 全国及西南地区药店前十名	24
表 17: 核心产品收入预测	27
附: 财务预测表（单位：百万元）	29

一、公司概况

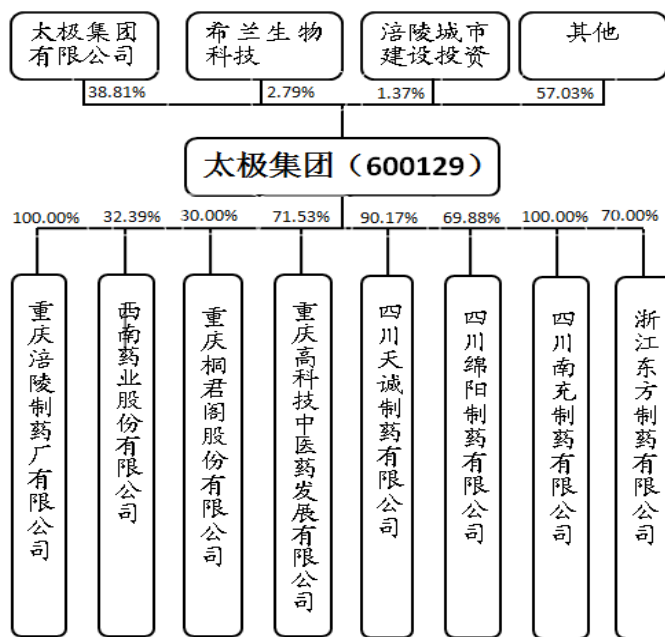
（一）公司简介

太极集团成立于 1993 年，注册地为重庆市涪陵区。1997 年 10 月在上交所挂牌上市（股票代码：600129）。主要从事中成药、西药、保健用品、医疗包装制品、医疗器械产销及原材料、中药材、药用包装的进出口业务。

（二）股权结构

公司最大股东为太极集团有限公司，旗下拥有五十三家参控股子公司和孙公司，其中包括西南药业股份有限公司、重庆桐君阁股份有限公司两家 A 股上市公司。其余有主要子公司有负责中西成药生产及销售的重庆涪陵制药厂有限公司、四川天诚制药有限公司、四川绵阳制药有限公司、四川南充制药有限公司、浙江东方制药有限公司等，有中西成药研究与开发的重庆高科技中医药发展有限公司。

图 1：公司股权结构示意图



数据来源：公开信息、西南证券（注：未包括非医药子公司、孙公司）

（三）核心产品介绍

公司拥有药品批准文号 1500 多个，全国独家生产的品种 55 个、获得国家中药保护的品种 56 个，获得国家专利 114 项、驰名商标 2 项。在 2012 年版国家 520 个基药产品目录中，公司列入品规达 320 个、品种 165 个品种、360 个批准文号。

公司产品群可以分为战略性、成长性及基础性产品线。1) 以消化系统药物（藿香正气口服液为代表）、呼吸系统药物（急支糖浆为代表）、延缓衰老药物（补肾益寿胶囊为代表）为三大战略性产品线；2) 以抗肿瘤药物、心脑血管药物、全身性抗感染药物、内分泌系统药物、神经系统药物、功能性保健食品为六大成长性产品线；3) 以治疗性大众中西普药（尤其是基药品种和医保品种）为基础性产品线。

表 1: 公司部分产品情况

产品名称	治疗领域	基药类型	医保类型	OTC	其它
藿香正气口服液	用于外感风寒、内伤湿滞或夏暑湿滞所致的感冒	国家基药	国家乙类	是	该剂型全国两家生产
急支糖浆	用于外感风热所致的咳嗽，慢性支气管炎急性等	国家基药	国家乙类	是	独家产品
六味地黄丸（超浓缩）	用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，盗汗遗精	国家基药	国家甲类	是	全国独家、出口欧盟
柏子养心丸	补气，养血，安神。用于心气虚寒，心悸易惊，失眠多梦，健忘	国家基药	国家甲类	否	——
穿龙骨刺片	补肾，健骨，活血，止痛。用于骨质增生，骨刺疼痛	无	地方乙类	否	全国独家，薄膜衣片
补肾益寿胶囊	能调节老年人免疫功能趋于正常	无	地方乙类	是	全国独家
小儿清热止咳口服液	用于小儿外感发热恶寒，咳嗽痰黄，气促，口感哑，咽喉肿痛	地方基药	国家乙类	是	——
小儿止咳糖浆	祛痰，镇咳。用于小儿感冒引起的咳嗽	地方基药	地方乙类	是	卡通包装，带量杯
百咳静糖浆	清热化痰，平喘止咳。用于感冒及慢性支气管炎引起的咳嗽	地方基药	地方乙类	是	全国独家低糖型
蕃茄胶囊	用于男性前列腺保健及前列腺疾病辅助治疗	无	无	否	——
哮喘丸(浓缩丸)	止咳平喘并重，新咳老喘同治	无	国家甲类	是	全国独家
沉香化气丸	用于肝胃气滞，脘腹胀痛，胸膈痞满，不思饮食，嗝气泛酸	地方基药	国家乙类	是	全国独家
布洛芬缓释片	用于减轻中度疼痛，如关节疼痛、神经痛等	国家基药	国家乙类	是	
盐酸吗啡缓释片	为强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛	国家基药	国家乙类	否	全国独家剂型
注射用头孢唑肟钠	抗菌	否	国家乙类	否	原研及单独定价
复方对乙酰氨基酚片(II)	用于普通感冒或流行性感冒引起的发热，也用于缓解轻至中度疼痛	地方基药	国家乙类	是	——
神经节苷脂	用于治疗血管性或外伤性中枢神经系统损伤，帕金森疾病等。	地方基药	地方乙类	否	——
罗格列酮钠片	用于治疗 2 型糖尿病	地方基药	国家乙类	否	全国独家

数据来源：公开信息、西南证券

公司产品构成中以非处方药占绝大多数，如藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、布洛芬缓释片等都是市场销售很好的 OTC 类药物。但从目前整个产品线的布局来看，处方药厚度有所加强，如罗格列酮钠片（太罗），在研品种芪灯名目胶囊面对的是糖尿病市场，空间极大；盐酸吗啡缓释片是国内独家剂型的吗啡镇痛药物；益保世灵（注射用头孢唑肟钠）是原研及单独定价产品等。

表 2: 公司部分在研或待批件品种

药品名称	受理号码	药品类型	申请类型	注册分类	承办日期	企业名称
芪灯明目胶囊	CXZL0600243 川	中药	新药	6	2007-4-26	成都中医药大学
产泰膏	CXZS1300044 渝	中药	新药	6	2014-8-11	太极集团重庆桐君阁药厂
注射用多西他赛聚合物胶束	CXHL1300835 川	化药	新药	5	2013-12-4	太极集团四川太极制药
聚乙二醇单甲醚-聚乳酸嵌段共聚物	CXFL1300002 川	药用辅料	新药		2013-12-10	太极集团四川太极制药
辅酶 Q10 氯化钠注射液	CYHB1404388 渝	化药	补充申请		2014-8-25	西南药业股份有限公司
头孢呋辛酯分散片	CYHS1301695 渝	化药	仿制	6	2014-6-25	西南药业股份有限公司
罗红霉素胶囊	CYHS1490030	化药	仿制	6	2014-4-24	西南药业股份有限公司
盐酸莫西沙星葡萄糖注射液	CXHS1300308 渝	化药	新药	5	2014-1-22	西南药业股份有限公司
注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	CYHB1305701 渝	化药	补充申请		2013-8-19	西南药业股份有限公司
替硝唑葡萄糖注射液	CYHS1300076 渝	化药	仿制	6	2013-6-9	西南药业股份有限公司
替硝唑葡萄糖注射液	CYHS1300077 渝	化药	仿制	6	2013-6-9	西南药业股份有限公司
转化糖注射液	CYHS1201568 渝	化药	仿制	6	2013-4-24	西南药业股份有限公司
转化糖注射液	CYHS1201569 渝	化药	仿制	6	2013-4-17	西南药业股份有限公司
盐酸左氧氟沙星片	CYHS1390010	化药	仿制	6	2013-3-6	西南药业股份有限公司
盐酸左氧氟沙星胶囊	CYHS1390009	化药	仿制	6	2013-3-6	西南药业股份有限公司
注射用美洛西林钠舒巴坦钠	CYHS1201167 渝	化药	仿制	6	2013-2-5	西南药业股份有限公司
注射用美洛西林钠舒巴坦钠	CYHS1201168 渝	化药	仿制	6	2013-2-5	西南药业股份有限公司
注射用头孢呋辛钠	CYHS1201152 渝	化药	仿制	6	2013-2-5	西南药业股份有限公司
注射用头孢呋辛钠	CYHS1201151 渝	化药	仿制	6	2013-2-5	西南药业股份有限公司
左炔诺孕酮片	CYHS1290128	化药	仿制	6	2012-12-29	西南药业股份有限公司
注射用头孢米诺钠	CYHS1101690 渝	化药	仿制	6	2012-4-27	西南药业股份有限公司
复方对乙酰氨基酚 II 胶囊	CXHS1100245 渝	化药	新药	5	2012-4-11	西南药业股份有限公司
苯磺酸氨氯地平片	CYHS1001211 渝	化药	仿制	6	2011-3-14	西南药业股份有限公司
阿莫西林胶囊	CYHS0590340	化药		6	2006-1-24	西南药业股份有限公司

数据来源: 药智网、西南证券

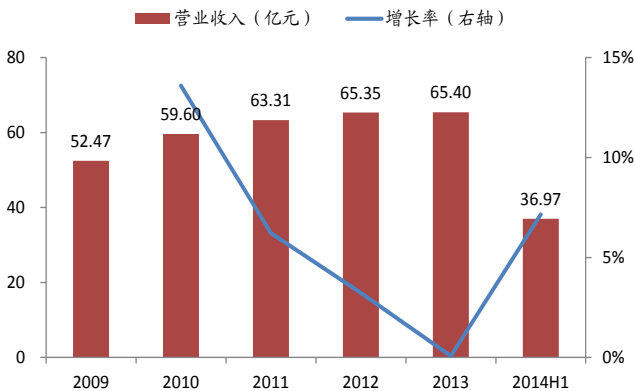
公司在 2013 年研发领域已经投入 2 千万左右, 全部为费用化支出。计划在 2014 年全面完成芪灯明目胶囊 II 期临床试验, 同时启动 III 期临床; 完成丹七通脉片二期临床第一阶段试验工作。加快新产品生产申报, 完成注射用五水头孢唑林钠等 8 个品种的生产申报; 争取获得阿莫西林分散片等 3 个品种的生产批件。

除部分产品生产批件即将下来之外, 公司还新立项抗肿瘤药物、儿童专用药和大健康新产品 6-8 个。同时争取完成阿胶系列食品、“太极元”黑早餐等新产品的生产许可及标准备案, 开展阿胶质量标准研究和“洗阳阳”、多西他赛胶束的专利申报。

(四) 主营业务经营状况

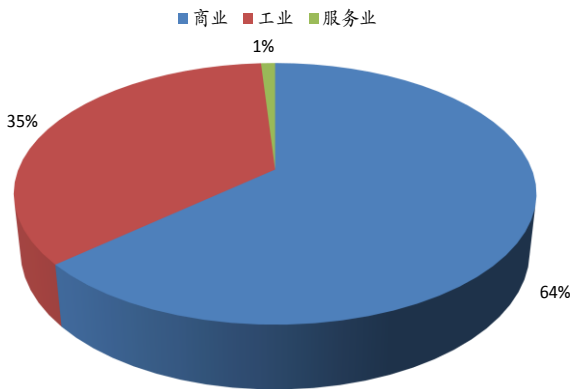
公司营业收入在 2009-2013 年复合增长率为 5.7%，但是每年的收入增速呈现逐年下滑。其主要原因可能医药商业增速较慢，且期间内出现了通天口服液销售额下滑、曲美退市等对公司主营业务收入影响较大。

图 2: 公司主营业务收入及增速



数据来源: 半年报, 西南证券

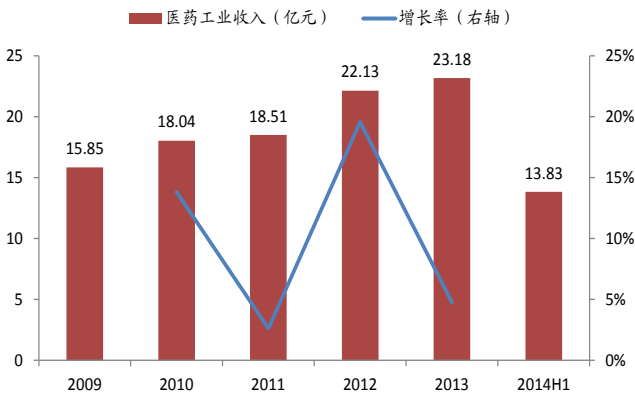
图 3: 公司业务构成 (2013 年)



数据来源: 年报, 西南证券

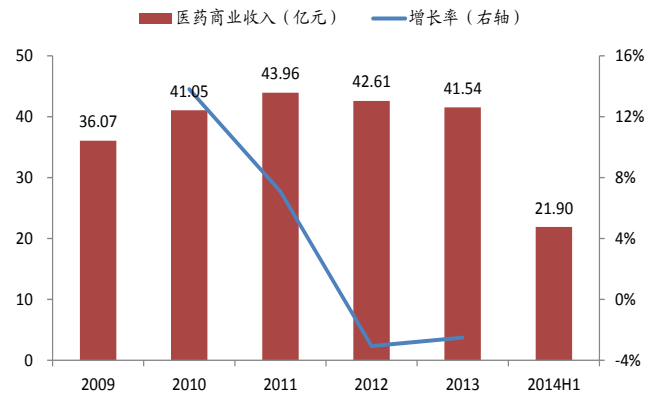
2013 年公司两大主业医药工业和医药商业分别占比为 35%、64%，二者在 2009-2013 年复合增长率分别为 10.0%、3.6%。特别是医药商业近两年主要以调整模式为主，在收入上表现为负增长，但毛利率上有改善。如从 2014 年半年报看，医药工业、商业收入分别约 13.8 亿元、21.9 亿元，同比增长 13.0%、3.3%。

图 4: 公司医药工业收入及增速



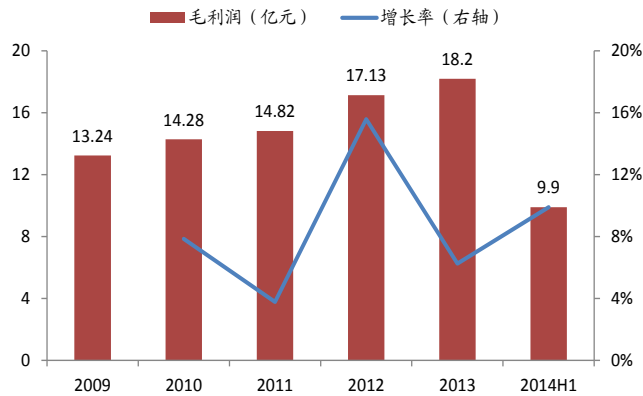
数据来源: 半年报, 西南证券

图 5: 公司医药商业收入及增速情况



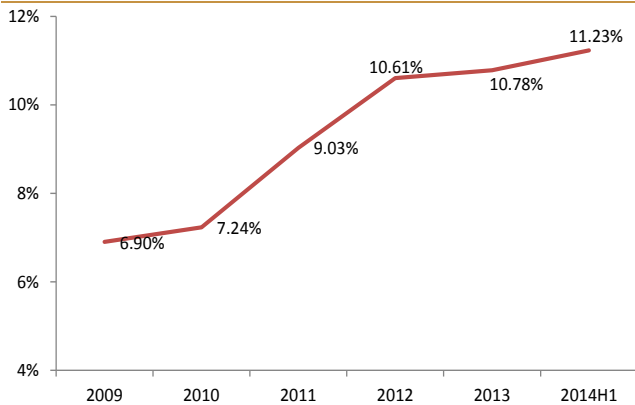
数据来源: 半年报, 西南证券

如果按照子公司分，母公司太极集团上半年医药工业收入约 8 亿，收入增速约 26%，主要是涪陵制药厂生产的藿香正气口服液销售收入同比增长 40% 所致；虽然受新版 GMP 认证的影响，控股子公司西南药业收入下降 6% 对公司工业收入有所影响，但从第二季度开始已经逐渐恢复正常；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）。

图 6: 公司毛利润增速


数据来源: 半年报, 西南证券

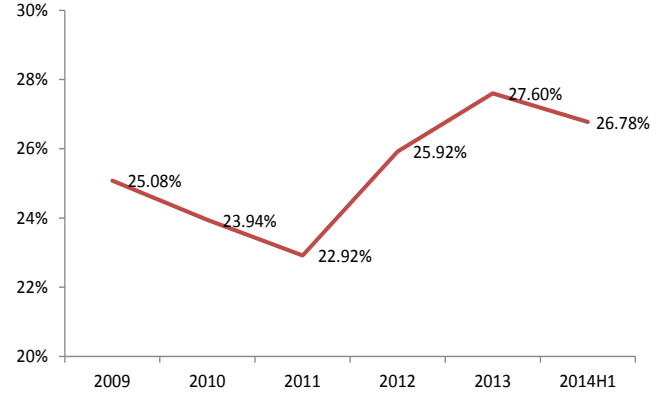
2014 年上半年公司毛利润为 9.9 亿元, 同比增长约 10%, 公司整体毛利率呈现上升趋势。我们认为和控股子公司桐君阁批发和成都西部医药业务向万家终端配送转型有关, 按照公司规划桐君阁未来将全面转型为配送公司和一级代理公司, 且在 2014 年上半年转型成效显著, 所以导致医药商业毛利率大幅上升。

图 8: 公司医药商业毛利率变化情况


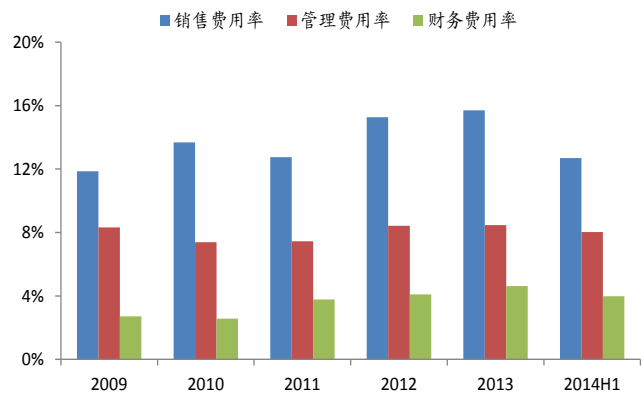
数据来源: 半年报, 西南证券

2009-2013 年管理费用率基本上维持在 8% 左右相对较为平稳。而销售费用率在 2009-2013 年有逐渐增加趋势, 但在 2014 年上半年来看该项费用率大幅下降, 我们判断可能是因为部分 OTC 产品前期推广较为成熟, 且近些年新药上市速度较慢所导致。期间内财务费用率也出现了大幅下降, 如全年能维持该比率, 则财务费用约将下降 7000 万元。

我们认为: 公司目前在经营上有两大特点, 其一是医药工业收入中 OTC 药物销售占比较大, 收入增速与控股子公司桐君阁的相关性更强, 公司整体的收入、利润都受到医药商业影响; 其次是费用率逐渐合理化, 财务费用率的下降将导致扣非净利润增长。因为后续土地抵押贷款解除及壳资源带来的投资收益等, 都将有效地缓解公司现金流状况。

图 7: 公司整体毛利率变化情况


数据来源: 半年报, 西南证券

图 9: 公司历年期间费用率情况


数据来源: 半年报, 西南证券

二、重庆国企改革龙头，加快处置西南药业、桐君阁壳资产

（一）国企改革背景

党的十八大报告指出，“要毫不动摇巩固和发展公有制经济，推行公有制多种实现形式，深化国有企业改革，完善各类国有资产管理体制，推动国有资本更多投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，不断增强国有经济活力、控制力、影响力”。近期各部委都在积极配合推进国企改革，特别是将混合所有制改革是今年推进新一轮国企改革的重点任务。预计将用两年左右时间形成一批不同类型的混合所有制经济的成功案例，并计划到2020年基本完成国有企业股权多元化改革。

从目前上海、山东等地出台的国资改革方案来看，都提出了对股权的解决方案，即“除国家政策明确必须保持国有独资的之外，其余实现股权多元化”。混合所有制经营无疑是最好的选择。

图 10：上海市国企改革基本思路



数据来源：和讯网，西南证券

图 11：山东省国企改革基本思路



数据来源：和讯网，西南证券

据统计，目前已有重庆、北京、天津、上海、甘肃、山东、江苏、云南、湖南、贵州、四川、湖北、江西、山西、青海、广东 16 个省份出台国资国企改革方案，发展混合所有制成为几乎成为当前对国企改革的共识。重庆国企混合所有制改革走在全国前列。

（二）重庆国企改革方案

2014 年 4 月，重庆市国资委转发了《中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见》，对国企改革提出指导意见。

《意见稿》要求通过国企改革来扩大产权开放促进股权多元化。根据国有企业功能作用、战略定位、布局调整和发展阶段，确定合适的国有股权比例。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，发展成混合所有制企业。

在国企改革路径上可以选择国有资本与集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合，把改制上市作为发展混合所有制经济的重要路径。《意见稿》提到了要充分利用境外多层次资本市场，同时推进具备条件的国有企业实现集团层级的整体上市。且可有序推进混合所有

制企业关键岗位的管理者、业务骨干、核心技术人员等，以货币、物权、股权、知识产权等出资参与本企业改制，形成资本所有者与劳动者的利益共同体。

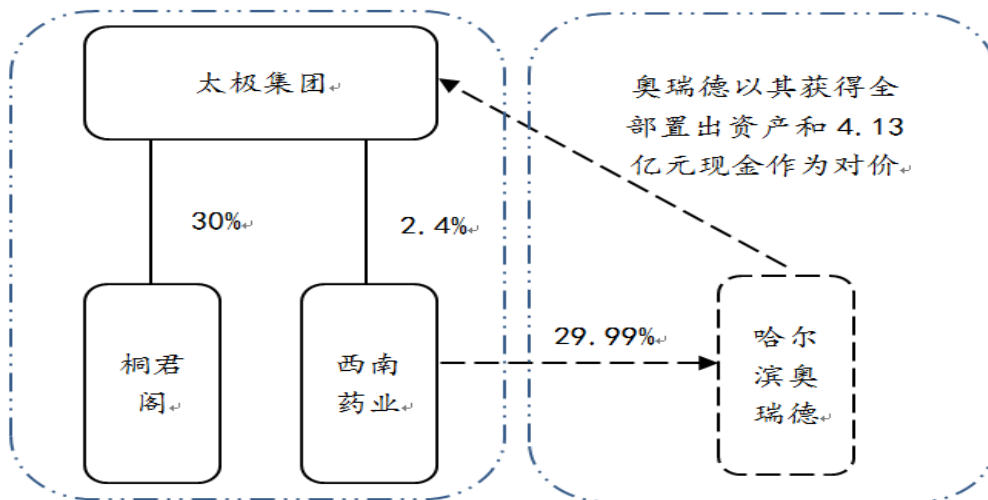
《意见稿》指出重庆市国企改革的主要目标是通过 3-5 年的努力，通过发展混合所有制经济使得国资布局结构、管理体制、竞争力等均有加强。根据计划，在 3-5 年内要有 2/3 左右国有企业发展成为混合所有制企业，80% 以上的竞争类国有企业国有资本实现证券化。

我们认为：重庆国企改革方案中多次强调混合所有制及市场经济，混合所有制改革是国企改革的核心路径，充分有效的利用境外资本、可以利用员工持股、可以选择非公有资本参与等方式实现混合所有制改革。同时规定了完成时间表及量化的目标，路径明确可操作性较强，估计重庆混合所有制国企改革细则将近期出台。

（三）顺势加快处置西南药业、桐君阁壳资产

公司属于重庆市涪陵区国资系的上市公司（属于重庆国资委直接领导），其处置“壳”资产也属于国企改革范畴。处置西南药业壳资产时采用模式如下：1）太极获得的原西南药业全部净资产和 41,300 万元现金作为对价转让太极集团目前所持有的西南药业 29.99% 的股权（约 8700 万股）；2）奥瑞德 100% 股权作价经上述置换后的差额部分由西南药业向奥瑞德全体股东发行股份购买（发行新股约 5 亿股）。最终太极集团获得西南药业全部净资产+4.13 亿现金+西南药业（借壳后）2.4% 的股份（约 693 万股）。

图 12：公司处置西南药业壳资产路径



数据来源：西南证券

我们认为：此业务模式有利于原西南药业股东，从而使国有资产得到了保值和升值。具体来看：1）太极按照 1 倍 PB 购回原西南药业 100% 净资产；2）太极获得 4.13 亿现金；3）太极仍持有原西南药业 693 万股，由于原西南药业大幅上涨，其获得投资收益约 8000 万。本次处置壳资源盘活原有资产，给太极偿还银行贷款提供现金流。估计处置桐君阁壳资产模式与西南药业相似，年内或将启动处置桐君阁；如果西南药业、桐君阁壳资产处置完毕将为太极提供 8-9 亿偿还银行贷款。

三、加快盘活巨额土地资产，大幅降低财务费用、管理费用

太极集团控股西南药业、桐君阁，公司及下属子公司累计拥有土地超过万亩，其中商业用地 4500 多亩（其中，西南药业、桐君阁各约拥有 500 亩，母公司约拥有 3500 亩）。另外公司共拥有工业用地 6000 多亩土地，商业与工业用地账面价值合计约 17 亿。

表 3: 公司土地资产情况总表

单位	出让方式	用途	面积 (m ²)	账面价值 (元)
母公司	出让	农业用地	34,824.30	12,774,355.25
	出让	城镇混合	44176.04	32607160.05
	出让	种植业	124,500.00	12,512,729.89
	出让	工业(技改)	79,250.10	9,282,585.41
	划拨	综合	535,792.69	39,889,399.15
太极集团重庆涪陵制药厂有限公司	出让	商住	386,345.78	307,894,609.83
	出让	商业旅游用地	73,586.22	50,337,988.91
	出让	工业	604,445.56	259,687,014.30
	出让	住宅	619,926.92	558,499,286.29
	出让	林业用地	3,761,000.00	132,411,867.95
重庆桐君阁股份有限公司	出让	工业	136,981.37	57,555,995.09
西南药业股份有限公司	出让	工业	443,572.45	230,330,678.42
		合计	6,844,401.43	1,703,783,670.54

数据来源: 年报, 西南证券

以前公司对于土地资产的利用主要是做银行抵押贷款，部分抵押情况具体如下表所示。

表 4: 部分土地抵押情况

担保方	被担保方	涉及土地账面价值 (万元)	资金用途	对方银行
涪陵制药厂	太极集团	1997.27	借款	
涪陵制药厂	太极集团	6404.22	开具信用证	招行涪陵支行
涪陵制药厂	太极集团	6662.45	借款	工商银行重庆营业部
涪陵制药厂	太极集团	2580.25	借款	交行涪陵支行
涪陵制药厂	太极集团	3282.1	借款	交行涪陵支行
涪陵制药厂	太极集团	1340.57	借款	交行渝中支行
涪陵制药厂	太极集团	1147.68	借款	光大重庆分行
涪陵制药厂	太极集团	15335.65	借款	建行沙坪坝支行
太极集团	涪陵制药厂	2113.03	-	
太极集团	涪陵制药厂	1331.33	借款	农行涪陵分行
太极集团	涪陵制药厂	3988.94	借款	农行涪陵分行
太极集团	西南药业	2113.03	融资租赁	昆仑租赁

数据来源: 年报, 西南证券

随着城市建设的发展，公司部分厂区已经被规划为商业用地，随着城市商业用地的逐渐紧张，厂址搬迁是迟早的事。当前首先进行的是涪陵制药厂的“退城进园”搬迁，重庆市涪陵区人民政府与涪陵制药厂于2013年1月签订了搬迁补偿《协议书》，该协议涉及涪陵制药厂南湖片区和石谷溪厂区搬迁，面积共约为1,499.49亩；搬迁补偿金额共计15亿元，目前已收到搬迁补偿金47,824万元。

我们认为：（1）公司当前拥有工商业土地超过10000亩，其土地主要分布在重庆、涪陵、成都、南充、绵阳、绍兴等。处于谨慎性原则，现仅考虑4500亩商业用地，约每亩100万转让给政府（涪陵为重庆市辖区，区域位置一般比较具有参考价值），其土地价值合计约45亿；（2）公司制药厂大都盘踞在城区，由于制药厂或多或少存在污染，因此退城入园将是必然趋势、政府拆迁回购必将加快；（3）从公司角度看，巨额土地资产使公司财务费用率、管理费用率大幅提升，通过土地资产的处置收到款项偿还银行贷款、减少无形资产摊销来降低管理费用率。除了涪陵制药厂1500亩的拆迁回购（回购金额15亿）之外，估计成都、四川南充、重庆等相应的土地在近2年内将加快拆迁，拆迁回购金额约20亿。

四、“太极”为国内 OTC 品牌第一梯队

（一）太极藿香正气液将迎来二次高增长

太极藿香正气口服液主要用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒、胃肠型感冒等。该产品属于OTC药物，且入选了2012版国家基药目录和国家乙类医保目录。著名喜剧演员赵本山为该品种代言人，属于OTC药物营销经典案例，市场影响较大。

图 13：太极藿香正气口服液广告宣传



数据来源：公开信息，西南证券

图 14：藿香正气口服液示意图



数据来源：公开信息，西南证券

太极集团最早获批的是藿香正气水（2002年），在2010年前整个藿香药物市场都以藿香正气水为主，国家药监局批了大约有100多个生产批件。藿香正气口服液可以说是藿香正气水的升级版（2010年获批）。藿香正气水和藿香正气口服液处方相同，区别在于制取方法不同。

- 藿香正气水主要采取乙醇渗漉法和水煎煮法制取，浸出制剂含乙醇量40%~50%；
- 藿香正气口服液主要采取加水回流蒸馏法和水煎煮法，浸出制剂不含乙醇。

可见两种剂型的区别在于是否含有乙醇。作为改进版的藿香正气口服液，对老人、妇女及儿童服用则较为方便，进一步扩大其实用人群。暑期出租车司机及驾驶员更适合藿香正气口服液，因为之前的藿香正气水会导致查酒驾时酒精超标。

目前市场上藿香正气口服液生产厂商主要有两家，一个是北京亚东生物，另一个是太极集团涪陵制药厂。但从市场上销售情况来看，几乎 100% 的市场份额都是太极牌藿香正气液所占领。可以说太极牌藿香正气液是市场上销售的独家剂型，独家优势十分明显。

表 5: 藿香正气液获批情况

产品名称	批准文号	批准时间	规格	生产厂家
藿香正气口服液	国药准字 Z50020409	2010-4-19	10ml/支	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
藿香正气口服液	国药准字 Z11020483	2010-6-1	10ml/支	北京亚东生物制药有限公司

数据来源: 药源网、西南证券

太极牌藿香正气口服液已经进入 2012 版国家基药，其它入选剂型还包括藿香正气软胶囊，藿香正气水（原为 09 年版基药）。

表 6: 藿香类清热剂基药目录情况

名称	剂型	规格	生产厂家	是否新进目录
藿香正气水	酏剂	10ml/支	多家	否
藿香正气口服液	合剂	10ml/支	太极、亚东等	是
藿香正气软胶囊	软胶囊	0.45g/粒	神威、中新等	是

数据来源: 药源网、西南证券

从未进基药目录前的中标信息来看，太极及北京亚东生产的藿香正气口服液均有中标省份。其中太极牌藿香正气口服液中标 12 个省份，北京亚东产大约有 6 个省份。而太极的中标时间主要集中在 2008-2010 年，而最新的中标数据则是北京亚东在湖北省成功中标，这和湖北省基药增补招标有关。

表 7: 藿香正气口服液各省中标情况（太极生产）

通用名	规格	转换比	中标价	省份	日期
藿香正气口服液	10ml	5	4.16	四川	2011-3-28
藿香正气口服液	10ml	5	4	辽宁	2010-12-17
藿香正气口服液	10ml	10	8	辽宁	2010-12-17
藿香正气口服液	10ml	10	7.67	河北	2010-11-30
藿香正气口服液	10ml	10	7.7	河北	2010-11-18
藿香正气口服液	10ml	10	7.81	北京	2010-10-1

数据来源: 搜搜医药招标网、西南证券

从之前的部分中标价格来看，太极藿香正气口服液（10 支装）中标价约 8 元，而北京亚东同规格包装的药品中标价格高于太极。

表 8: 藿香正气口服液各省中标情况 (北京亚东生产)

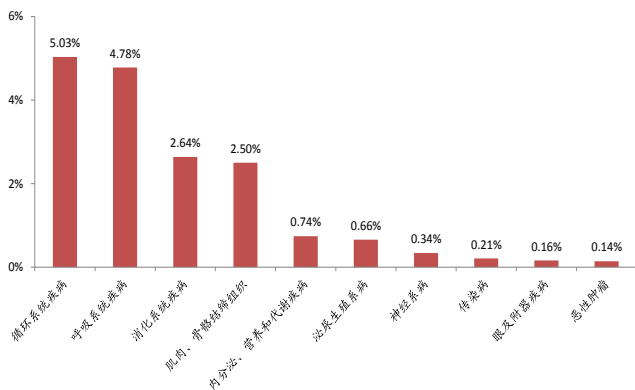
通用名	规格	转换比	中标价	省份	日期
藿香正气口服液	10ml	10	10.39	湖北	2013-1-16
藿香正气口服液	10ml	10	6.65	北京	2010-10-1
藿香正气口服液	10ml	6	3.97	北京	2010-10-1
藿香正气口服液	10ml	10	6.97	江苏	2010-2-12
藿香正气口服液	10ml	10	6.4	宁夏	2009-1-1
藿香正气口服液	10ml	10	8.35	上海	2009-1-1
藿香正气口服液	10ml	6	0.7	广东	2007-3-5

数据来源: 搜搜医药招标网、西南证券

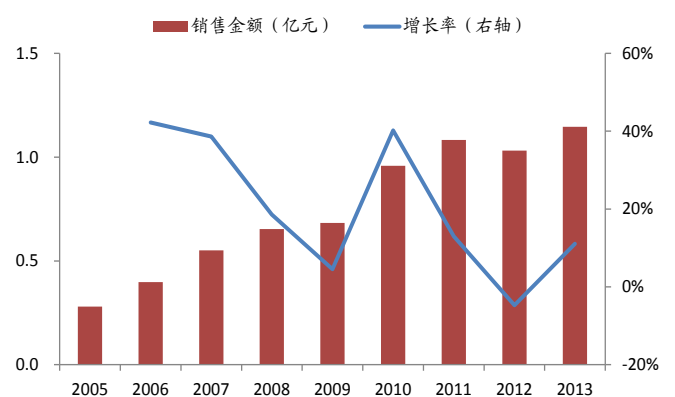
我们认为藿香正气口服液是公司产品中的明星, 未来将受益于低价药、基药等政策, 具体增长点如下: (1) 太极藿香正气口服液在重庆地区终端销售价格为 13 元 (10ml*10 支), 其日治疗经费大概为 3-4 元, 属于低价药目录范围。根据低价药政策, 藿香正气口服液可以在日治疗经费 5 元以内随成本浮动提价, 其具有 30-40% 的提价空间。保守估计, 如果其提升 30%, 则可使其净利润加约 1.5 亿元; (2) 该产品为新进入 12 年基药目录品种、低价药目录品种, 超高性价比非常适合基层医疗机构终端销售; (3) 太极现在与北京亚东生物达成合作共识, 现在太极藿香正气口服液为独家剂型; (4) 以前该产品重点在川渝市场销售, 现重点向省外如广东、浙江、江苏、湖南等省大规模推广。在 (3)、(4) 因素的推动下, 14 年上半年其销售额增速达到 40%, 在低价药提价及基药严格执行的预期下, 14 年-16 年该产品销售收入增速分别为 40%、30%、25%。

(二) 太极急支糖浆口服液持续快速增长

咳嗽是常见的呼吸系统疾病, 其引发原因主要有咽炎、肺部发炎、外感风寒等。据 2008 年调查发现, 我国呼吸系统疾病两周患病率大概是 5%, 仅次于循环系统疾病。从细分疾病领域来看, 又以急上呼吸道感染的两周发病率最高 (约 3.8%), 该疾病往往又伴随着咳嗽症状。据 CMMS 调查统计全国约 30% 人口左右在近一年内都使用过止咳药, 涉及人口数量约 5 亿人, 可见止咳药物市场较大。从样本医院销售数据来看, 止咳类化学药物在 2009-2013 年间复合增长率为 13.8%。

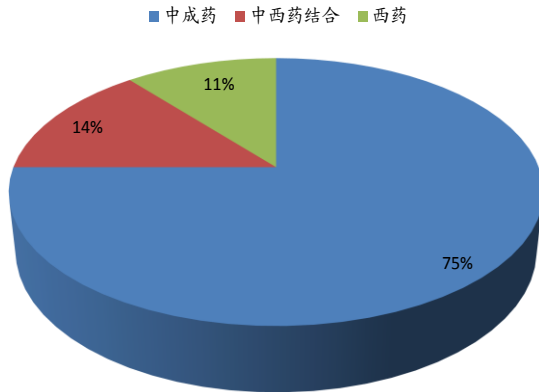
图 15: 各类疾病发病率比较


数据来源: 统计年鉴, 西南证券

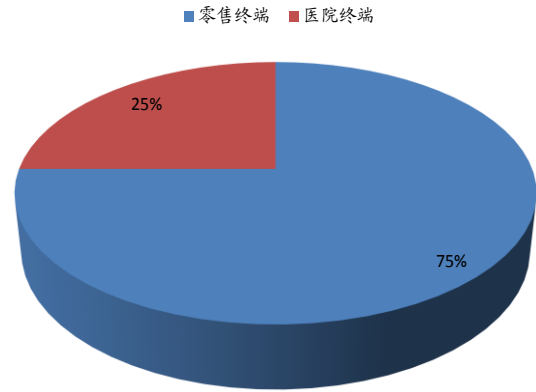
图 16: 止咳类药物样本医院销售及增长


数据来源: PDB, 西南证券

目前在止咳药中中成药类占了约 75%，其次为中西药合成类约 14%，西药类约 11%。主要原因是止咳药属于常用药物，大家在选择时往往考虑到是否有副作用。同时中药制剂往往都是复方类，能在镇咳时起到润肺化痰的作用。另外也不难发现止咳药多在零售药店终端销售，约占总市场销售的 75%。

图 17: 止咳药构成市场份额划分


数据来源：公开信息，西南证券

图 18: 止咳药销售渠道分布


数据来源：中国数字医药网，西南证券

太极牌急支糖浆属于 OTC 药物、国家医保乙类。主要用于外感风热所致的咳嗽，症见发热、恶寒、胸膈满闷、咳嗽咽痛；急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作见上述症候者。急支糖浆的主要成分有鱼腥草、金荞麦、四季青、麻黄、紫菀、前胡、枳壳、甘草等。

与同类的产品如京都念慈庵批把膏、蛇胆川贝液相比，急支糖浆虽然疗效相似，但用药原理不一样。如太极急支糖浆多用于风热型的外感，而念慈庵川贝枇杷膏多用于肺阴虚型或外感燥邪引起的外感，而蛇胆川贝液则带有清热解毒的功效。

表 9: 部分止咳化痰药物价格比较

通用名	规格	最高零售价	日治疗费用	生产厂家
急支糖浆	200ml	16 元	7.2 元	太极集团涪陵中药厂
京都念慈庵批把膏	300ml	37 元	5.6 元	香港京都念慈庵总厂
蛇胆川贝液	10ml*6	12 元	4 元	白云山潘高寿

数据来源：药源网，西南证券

我们认为：太极急支糖浆进入 2012 版国家基药目录，随着基药制度严格执行该产品必将出现较快增长；如从最高零售价格角度来计算日治疗费用，急支糖浆费用较高。但药店终端患者购买时，容易选择单瓶价格较低的品种，因此急支糖浆具有比较优势。估计该产品 14 年-16 年销售收入增速将在 18% 左右。

（三）通天口服液将出现爆发性恢复性增长

通天口服液的适应症有偏头痛、紧张型头痛、缺血性中风恢复期；其药物及制备工艺荣获国家发明专利，入选《国家基本医疗保险药品目录》品种和国家中药保护品种。该品种目前已经进入了黑龙江、重庆、四川等地的基药增补目录，未来还将继续推进基药增补工作。

我们认为通天口服液将出现二次增长。该药物在 2000 年销售额已经达到约 2 亿，当时由于该药从“地药标准”转化为“国药标准”时，中风后遗症适应症在申报时被取消，医院终端销售渠道被终止（以前主要通过医院销售），2013 年销售额仅约 8000 万。

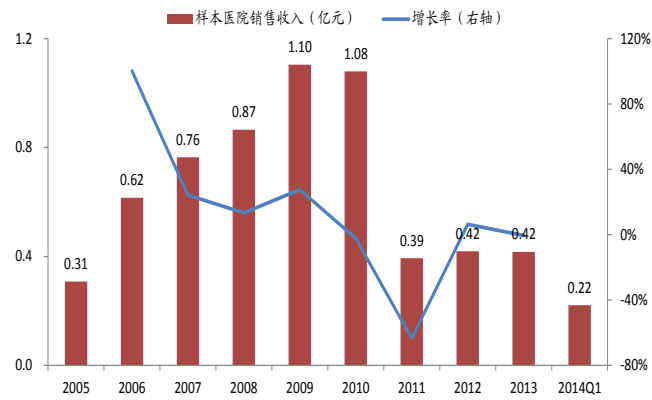
但通天口服液在 2013 年年底又重新取得中风后遗症适应症批准文号，因此随着中风后遗症的重新获准，该产品至少将出现恢复性增长。该产品有大病种领域、独家品种、疗效显著等属性，销售峰值估计超过 5 亿，估计 14 年-16 年其销售额收入增速或超 30%。

(四) 太罗（罗格列酮钠片）平稳增长

罗格列酮属噻唑烷二酮类抗糖尿病药，可以通过提高胰岛素的敏感性而有效地控制血糖，其适应症为 2 型糖尿病（仅能在胰岛素存在下发挥降糖作用）。从目前市场销售情况来看，2013 年国内样本医院销售 0.42 亿元，其最高峰值在 2009 年（约 1.1 亿元），销售量出现如此大幅下滑主要是因为其不良反应较多，特别是可能增加心血管疾病的发生风险（包括心梗、卒中、心衰、死亡等）。美国食品药品监督管理局（FDA）将其适应症限制在其他降血糖药物不能控制病情的 2 型糖尿病患者，而欧洲药品管理机构（EMA）则直接停止罗格列酮市场销售。

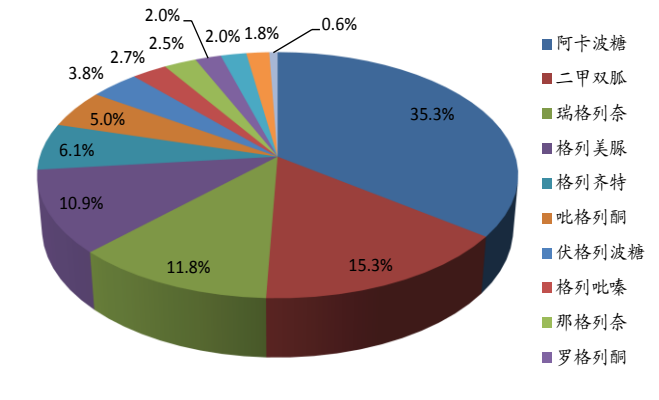
在我国国内的临床使用中该药物并未发现会诱发缺血性心脏病，但最后还是建议通过限制适应症、适用人群、增加警示信息等方式严格规范罗格列酮的临床使用。所以该药物目前增长比较缓慢，一直维持在 1% 左右。从目前口服血糖调节药市场份额分布来看，罗格列酮目前只占有约 2% 的市场份额。

图 19: 罗格列酮类药物市场销售及增长情况



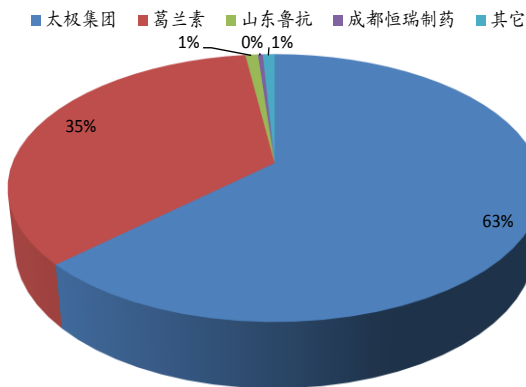
数据来源: PDB、西南证券

图 20: 口服降血糖药物市场份额情况

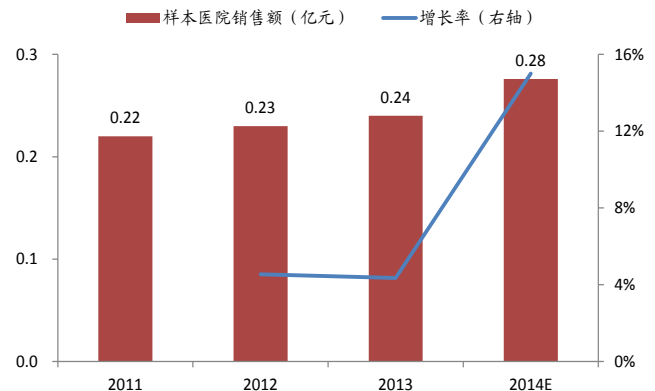


数据来源: PDB、西南证券

目前市场上获批罗格列酮类降糖药物的厂家超过 13 家，其中为独家的是成都恒瑞制药的罗格列酮片（1mg、2mg、4mg、8mg 规格）、以及太极集团的罗格列酮钠片（2mg 及 4mg 规格）。公司太罗（罗格列酮钠片）属于独家生产，在 2013 年国内样本医院市场中占有 63% 的市场份额。其在 2011 年由于临床对罗格列酮使用更加严格而销量出现下滑，但从 2011-2013 年间该产品的销量出现每年约 200 万的增长，其主要原因可能是原研厂商葛兰素史克市场份额逐渐缩小，留下的空白市场较大。

图 21: 罗格列酮类药物市场份额情况（2013 年）


数据来源: PDB、西南证券

图 22: 公司产罗格列酮市场销售情况


数据来源: PDB、西南证券

从四川省药品招标情况来看，具有单独定价资格的只有原研厂商葛兰素史克及太极集团，这有助于维护产品的中标价格。如葛兰素史克要全部退出中国市场，则最大的收益者将是太极集团，因为其生产的罗格列酮与原研厂商在品质上最为接近。其价格与原研相差不大，对于销售终端来说也更愿意推广。

表 10: 罗格列酮类药物招标情况（四川，2013 年）

通用名	剂型	规格	单位	转换比	中标价	质量等级	生产企业
二甲双胍马来酸罗格列酮片	片剂	2mg	盒	14	81.08	GMP 进口	GlaxoWellcomeS.A.
罗格列酮钠片	片剂	4mg	盒	15	67.39	单独定价	太极集团重庆涪陵制药有限公司
马来酸罗格列酮片	片剂	4mg	盒	7	65.57	单独定价	葛兰素史克（天津）有限公司
酒石酸罗格列酮片	片剂	4mg	盒	14	36.72	GMP 国产	山东达因海洋生物制药股份有限公司
酒石酸罗格列酮片	片剂	4mg	盒	14	36.72	GMP 国产	山东鲁抗医药股份有限公司
盐酸罗格列酮片	片剂	4mg	盒	14	36.72	GMP 国产	浙江万马药业有限公司
罗格列酮钠片	片剂	4mg	盒	7	34	单独定价	太极集团重庆涪陵制药有限公司
盐酸罗格列酮胶囊	胶囊	4mg	盒	12	31.65	GMP 国产	江苏黄河药业股份有限公司
盐酸罗格列酮片	片剂	4mg	盒	12	31.65	GMP 国产	贵州圣济堂制药有限公司
盐酸罗格列酮胶囊	胶囊	4mg	盒	6	16.23	GMP 国产	江苏黄河药业股份有限公司

数据来源: 搜搜医药招标网、西南证券

我们认为：太罗（罗格列酮钠片）的市场空间仍然存在，虽然国外有罗格列酮容易引发缺血性心脏病的临床研究，但在国内并未确认，只是对其适用范围和人群等进行了限制。太罗的降糖效果毋庸置疑，其作用机理也是较为先进的。该产品有单独定价资格，能与原研厂家享受相近的招标价格，向下拼质量向上比价格的优势十分明显。估计未来 3 年增速将相对比较平稳。

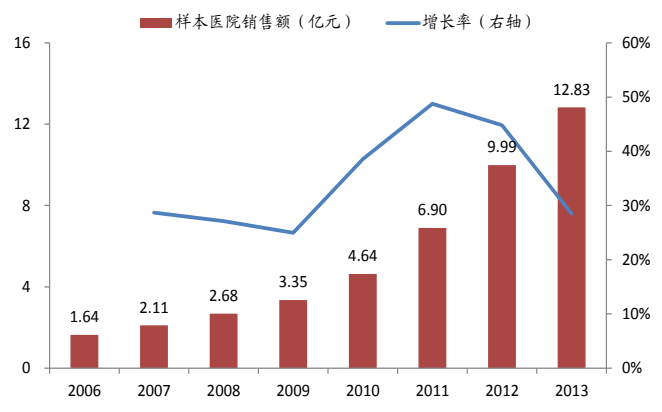
五、西南药业核心品种稳步增长

西南药业为太极集团旗下控股企业，是西南地区唯一的麻药生产企业。公司的产品资源丰富，拥有 480 多个产品批文、常年生产品种近 300 个，入选《国家医保目录》的产品有 200 多个，2013 年列入《国家基本药物目录》89 个品种，涉及 161 个批准文号，其中公司骨干品种盐酸吗啡缓释片（美菲康）、布洛芬缓释片（芬尼康）等均为新增进入目录的产品，其余的骨干品种如散列通、益保世灵、神经节苷脂等。

（一）盐酸吗啡缓释片（美菲康）快速替代普通片剂

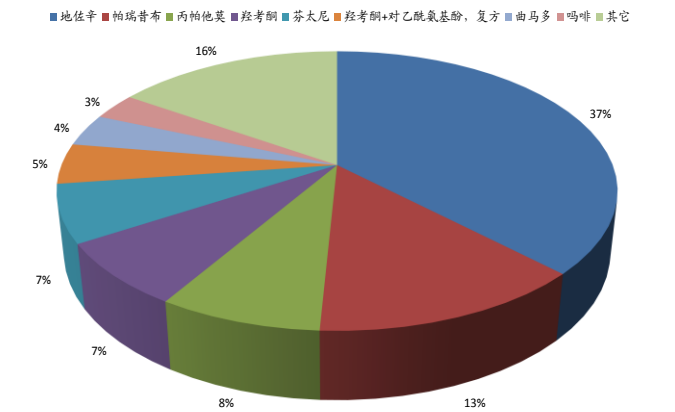
国内镇痛药物市场较大，尽管增速相对过去两年明显下降，但 13 年终端增速仍在 25% 以上。根据 PDB 数据显示，2014 年上半年吗啡在镇痛药物市场中的市场份额约 13%。

图 23：镇痛药物样本医院市场销售情况



数据来源：PDB, 西南证券

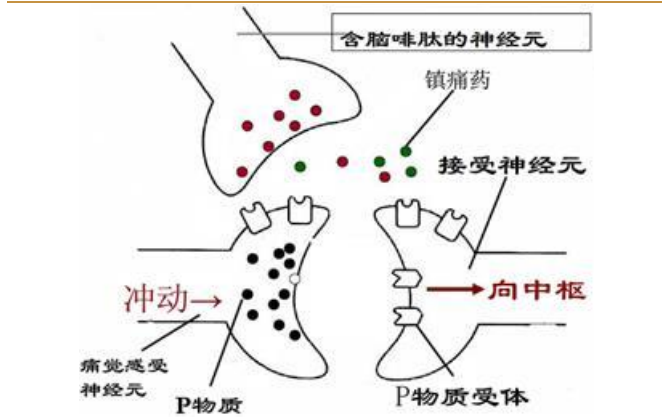
图 24：镇痛药物市场份额情况（2014H1）



数据来源：PDB, 西南证券

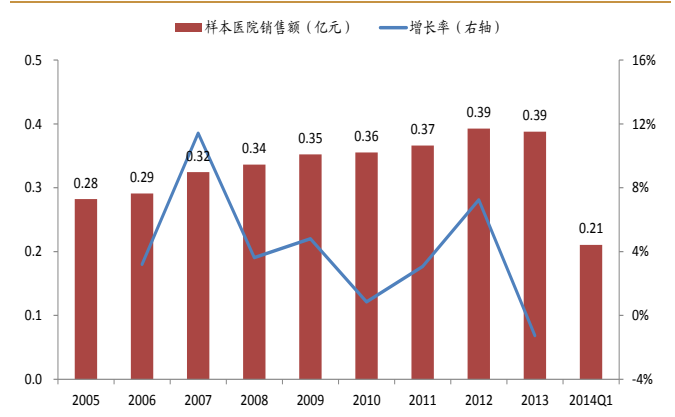
根据世界卫生组织和国家药品监督管理局提出的癌痛治疗三阶梯方案的要求，吗啡是缓解重度癌痛的代表性药物。其镇痛作用是通过激动脊髓胶质区、丘脑内侧、脑室及导水管周围灰质等部位的阿片受体（主要是 μ 受体），模拟内源性阿片肽对痛觉的调制功能而产生镇痛作用。2013 年样本医院吗啡在镇痛方面的销售额约为 4000 万，2008-2013 年该类药物增速为个位数，相对较为稳定。

图 25：吗啡镇痛作用机理



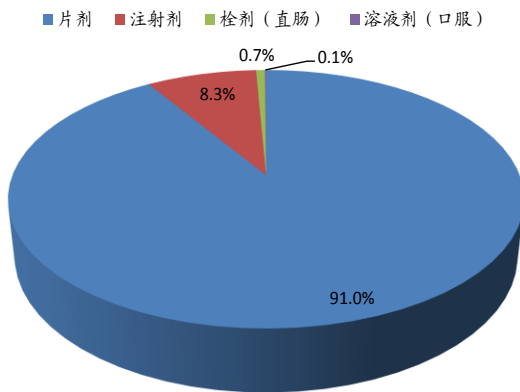
数据来源：公开信息, 西南证券

图 26：吗啡（镇痛用）样本医院销售情况

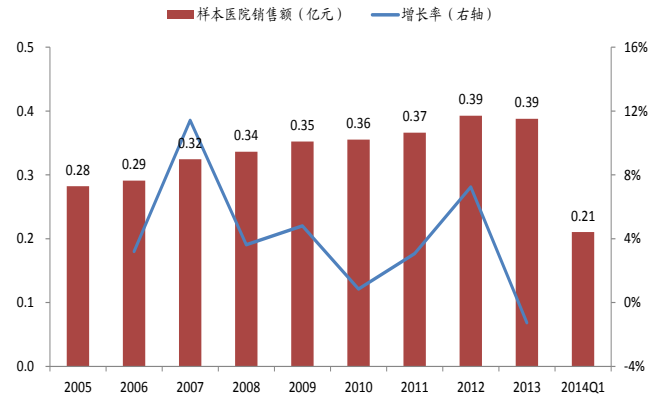


数据来源：PDB, 西南证券

目前吗啡镇痛剂型有 4 个，分别为栓剂、注射剂、溶液剂（口服）及片剂。从样本市场占比来看，片剂以 91% 的占比居市场首位，其市场增速与行业相当。

图 27：吗啡类镇痛药物剂型占比


数据来源：PDB、西南证券

图 28：吗啡片剂样本医院销售情况


数据来源：PDB、西南证券

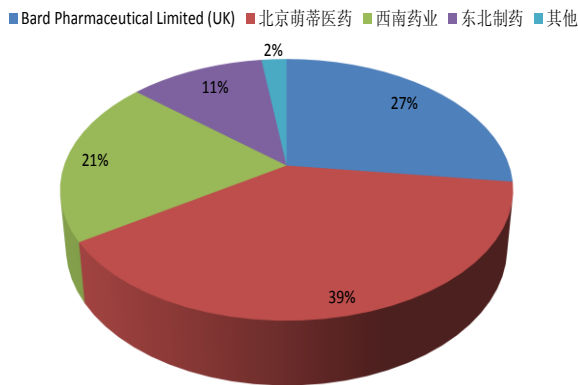
市场上的片剂主要包括盐酸吗啡片、盐酸吗啡缓释片、硫酸吗啡片、硫酸吗啡缓释片等，均为强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛。目前盐酸吗啡缓释剂型在国内是由西南药业独家生产，其优点在于能起到缓解推迟甚至控制药品中缓释成分在体内释放的作用。

表 11：吗啡类片剂生产批件

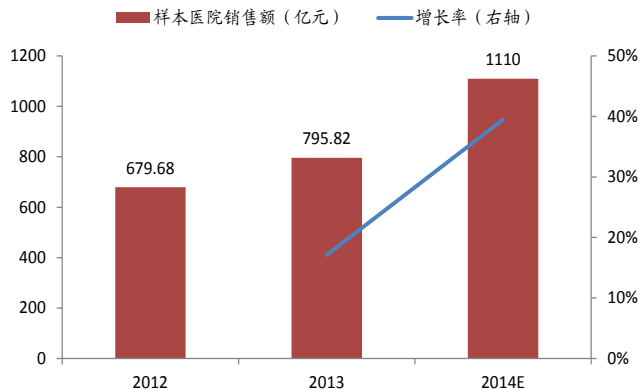
序号	药品名称(商品名)	规格	生产企业	批准文号
1	盐酸吗啡片	5mg	青海制药有限公司	国药准字 H63020014
2	盐酸吗啡片	30mg	青海制药有限公司	国药准字 H20033010
3	盐酸吗啡片	20mg	青海制药有限公司	国药准字 H20033009
4	盐酸吗啡片	30mg	东北制药集团沈阳第一制药有限公司	国药准字 H20063221
5	盐酸吗啡片	10mg	东北制药集团沈阳第一制药有限公司	国药准字 H20063220
6	盐酸吗啡片	10mg	青海制药有限公司	国药准字 H63020015
7	盐酸吗啡缓释片(美菲康)	60mg	西南药业股份有限公司	国药准字 H10930002
8	盐酸吗啡缓释片(美菲康)	30mg	西南药业股份有限公司	国药准字 H10930078
9	盐酸吗啡缓释片(美菲康)	10mg	西南药业股份有限公司	国药准字 H10930001
10	硫酸吗啡片	20mg	青海制药有限公司	国药准字 H10950105
11	硫酸吗啡片	30mg	青海制药有限公司	国药准字 H10950106
12	硫酸吗啡片	10mg	青海制药有限公司	国药准字 H10950107
13	硫酸吗啡口服溶液	10ml:30mg	东北制药集团沈阳第一制药有限公司	国药准字 H20080714
14	硫酸吗啡口服溶液	10ml:20mg	东北制药集团沈阳第一制药有限公司	国药准字 H20080713
15	硫酸吗啡缓释片(美施康定)	60mg	北京萌蒂制药有限公司	国药准字 H10980063
16	硫酸吗啡缓释片(美施康定)	30mg	萌蒂(中国)制药有限公司	国药准字 H10980062
17	硫酸吗啡缓释片(美施康定)	10mg	萌蒂(中国)制药有限公司	国药准字 H10980263

数据来源：药源网、西南证券

目前吗啡市场主要是 Bard Pharmaceutical Limited (UK)、北京明蒂、西南药业这三家的占有率排前列。西南药业的吗啡缓释片在 2011 年样本医院销售额不到 23 万，主要是因为外资厂商的进入，但公司还是凭借其独家剂型抢占了部分市场，2013 年样本医院销售额约 800 万元。2009-2013 年五年复合增长率为 16.5%，剂型优势充分显现。

图 29: 吗啡样本医院市场份额情况


数据来源: PDB, 西南证券

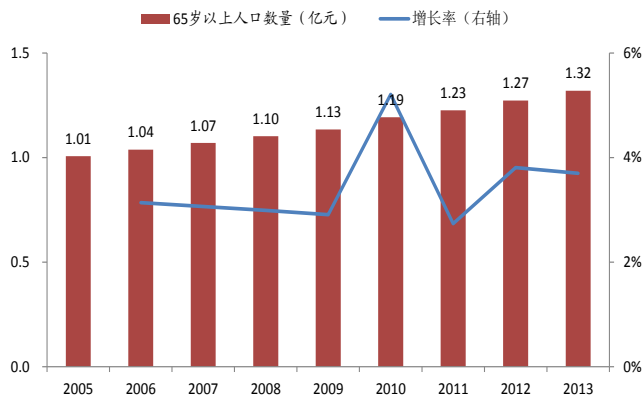
图 30: 公司吗啡样本医院销售情况 (万元)


数据来源: PDB, 西南证券

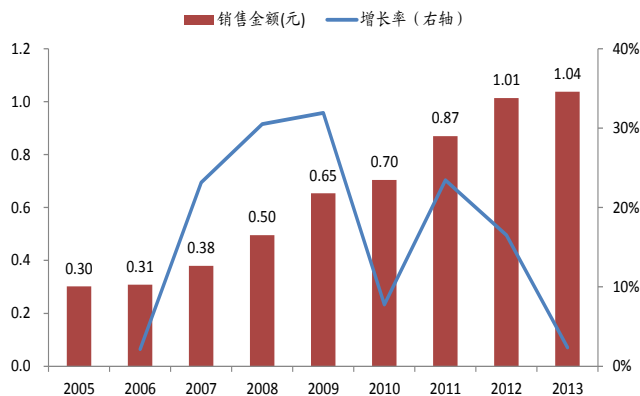
我们认为: 公司盐酸吗啡缓释片属于独家剂型, 优势较为突出; 该产品新进入 12 版国家基药目录, 随着基药制度实施有利于其在县级医院终端及其它医疗机构放量。从样本医院数据来看, 缓释片 (上半年 PDB 样本医院增速超过 40%) 较普通片剂、针剂增速明显较快, 前者或将对后者形成替代效应。且目前癌症发病率逐年上升, 吗啡临床用量继续快速增加。估计 14 年-16 年其收入增速分别 40%、40%、30%。

(二) 布洛芬缓释片快速增长

布洛芬缓释片适用于减轻中度疼痛, 如关节痛、神经痛等。对缓解类风湿性关节炎、骨关节炎、脊柱关节病、痛风性关节炎、风湿性关节炎等各种慢性关节炎的急性发作期或持续性的关节肿痛症状效果较为明显。关节炎、关节痛病状多见于老龄阶段, 2013 年我国 65 岁人口占比已经达到了 9.7%, 对应老龄人口为 1.3 亿。据预测我国老龄人口峰值为 4-5 亿, 可见关节痛疼类药物市场增长空间很大。

图 31: 65 岁以上人口数量及增长情况


数据来源: wind, 西南证券

图 32: 布洛芬类药物市场情况


数据来源: PDB, 西南证券

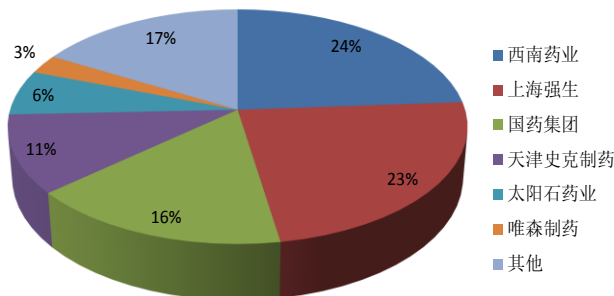
目前国内布洛芬类药物在 2013 年样本医院市场销售额大约为 1.04 亿元, 近些年增速有所下滑。但由于该产品属于 OTC 常用药物, 我们判断其在医院销售增速下滑的主要是因为部分产品转入 OTC 渠道销售, 布洛芬类药物市场总额应该不低于 10 亿元。布洛芬缓释片的优势在于能控制药品中缓释成分在体内释放, 该剂型的国内生产企业只有 4 家, 竞争对手较少。且布洛芬缓释片已经进入 2012 版国家版基药目录, 市场空间将进一步扩大。

表 12: 布洛芬缓释片生产批件情况

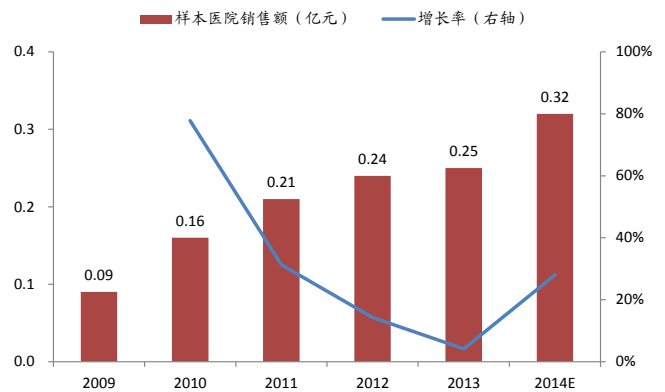
序号	药品名称(商品名)	规格	生产企业	批准文号
1	布洛芬缓释片	0.2g	惠州大亚制药股份有限公司	国药准字 H44025286
2	布洛芬缓释片(怡芬宁)	0.3g	雅柏药业(中国)有限公司	国药准字 H19990352
3	布洛芬缓释片(抚尔达)	0.3g	上海信谊药厂有限公司	国药准字 H20000627
4	布洛芬缓释片	0.3g	西南药业股份有限公司	国药准字 H20013193
5	布洛芬缓释片	0.2g	西南药业股份有限公司	国药准字 H20013004
6	布洛芬缓释片	0.3g	惠州大亚制药股份有限公司	国药准字 H44025287

数据来源: 药源网、西南证券

从样本医院市场情况来看, 西南药业生产的布洛芬缓释片市场占有率为 24% 排第一位, 其次为上海强生、国药集团等。目前西南药业生产的布洛芬缓释片在 2009-2013 年间复合增长率达到了 29.5%, 但近些年增速下降明显, 如 2013 年仅为 3.5%, 较 2012 年约下降了 9 个百分点。

图 33: 布洛芬样本市场份额情况


数据来源: PDB、西南证券

图 34: 公司产布洛芬缓释片市场销售情况


数据来源: PDB、西南证券

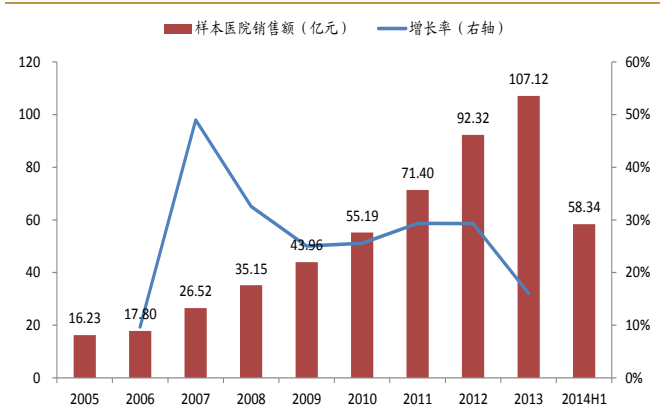
我们认为: 布洛芬在缓解关节疼痛方面效果明显, 老龄人对该药物需求较大, 预计市场空间将随着老龄人口增加而扩大, 约有 3-4 倍的增长空间; 缓释剂型具有独特竞争优势, 将逐步替代普通片剂; 该产品新进入 12 版国家基药目录, 随着基药制度实施, 有助于其在县级医院终端及基层医疗机构放量; 目前缓释剂型获批厂家数量只有 4 家, 但公司占据最大市场份额 (约 24%)。尽管该产品基数相对较大, 但其面对的人群较广, 估计 14 年-16 年该产品销售增速分别为 30%、25%、25%。

（三）神经节苷脂将持续高速增长

单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液主要用于治疗血管性或外伤性中枢神经系统损伤，帕金森疾病等。据世界帕金森病协会统计资料显示，全球已有 400-500 万帕金森病患者，该病症多见于老龄人口，但近些年也有年轻化趋势。据统计，我国老年人帕金森患病率为 1.7%，预计随着老龄化人口数量的增加，国内帕金森患者数量还将继续上升。截至 2013 年，65 岁以上人口约为 1.3 亿，而老龄人口峰值约 4-5 亿，预计在老龄化进程中将新增老龄人口帕金森患者约 500-600 万，也就是说帕金森药物市场还有至少 2-3 倍的市场增长空间。

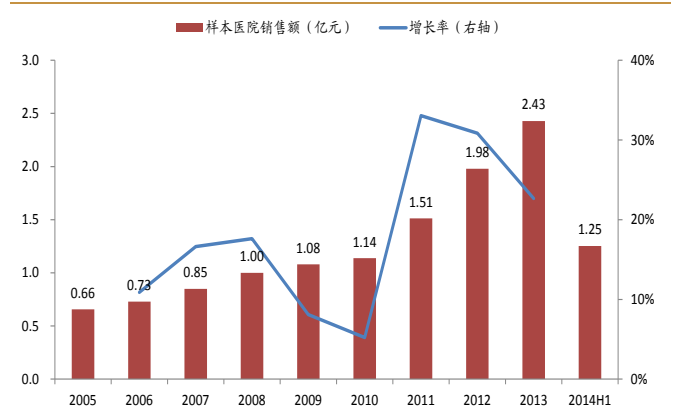
从 PDB 样本数据来看，2013 年神经类药物样本医院销售额为 107 亿元，其中帕金森药物占神经系统药物的份额约 2.3%，其在 2013 年样本医院销售金额为 2.4 亿（+22.7%），2009-2013 年复合增长率为 22.4%，增长势头强劲。

图 35：神经类药物样本医院销售情况



数据来源：PDB、西南证券

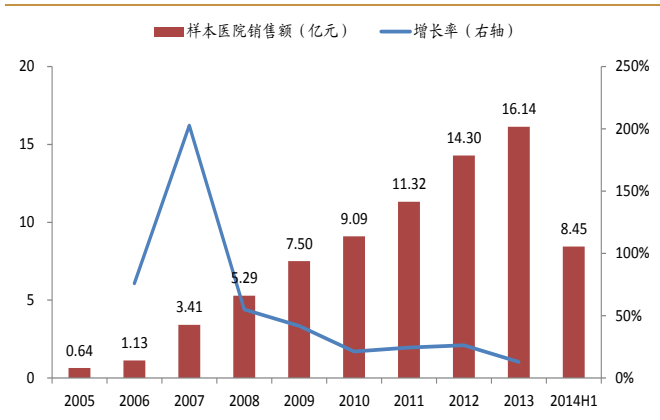
图 36：帕金森类治疗药物样本医院销售情况



数据来源：PDB、西南证券

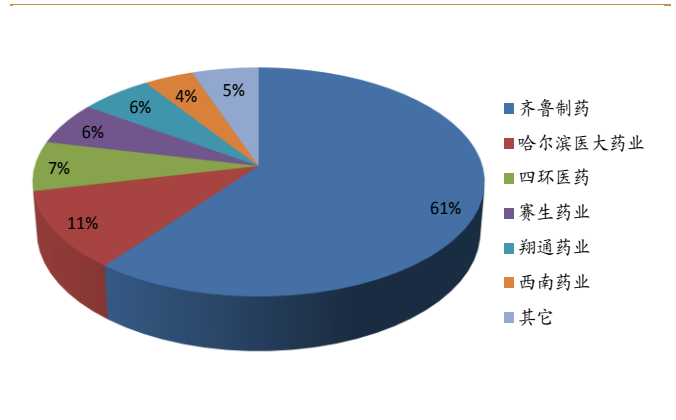
从目前市场上的获批情况来看，共有 8 家企业有制剂的生产批件。从剂型上看有两种，即粉针和注射液剂型，后者批件居多。2013 年神经节苷脂类药物样本医院市场规模约为 16 亿元，同比增长 12.9%，2009-2013 年间复合增长率为 21.1%。2013 年样本医院市场份额占比最高的是齐鲁制药（首仿药），西南药业排在第六位约占 4%。

图 37：神经节苷脂药物样本医院销售情况



数据来源：PDB、西南证券

图 38：神经节苷脂样本医院份额情况



数据来源：PDB、西南证券

该产品市场价格较为稳定，从价格高低分布来看原研厂家价格优势明显，其次为齐鲁制药（首仿药），再次为西南药业、北京四环等制药企业，但国内企业的中标价格总的来说相差不是太远。

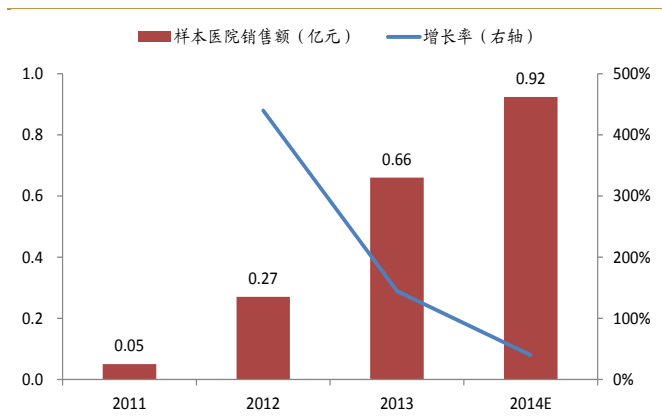
表 13: 单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液招标情况（四川，2013 年）

通用名	规格	单位	转换比	中标价	质量等级	生产企业
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml:20mg	盒	5	925.65	GMP 进口	TRBPharmaS.A.
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml:20mg	支	1	196.34	GMP 进口	TRBPharmaS.A.
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml:20mg	支	1	94.47	GMP 国产	长春翔通药业有限公司
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml: 20mg	支	1	94.47	GMP 国产	北京四环制药有限公司
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml:20mg	支	1	94.47	GMP 国产	北京赛升药业股份有限公司
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml:20mg	支	1	94.47	GMP 国产	吉林英联生物制药股份有限公司
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml:40mg	支	1	165.42	GMP 国产	齐鲁制药有限公司
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml: 20mg	支	1	94.47	GMP 国产	西南药业股份有限公司
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml:20mg	瓶	1	196.34	GMP 进口	EurofarmaLaboratoriosLtda.

数据来源: 搜搜医药网、西南证券

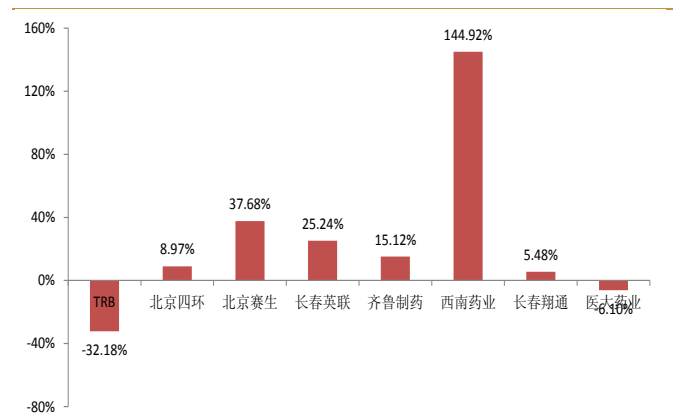
齐鲁制药的神经节苷脂钠原料药和注射液率先获得 SFDA 批准生产成为首仿，市场占有率最高。但从西南药业神经节苷脂在 2011-2013 年增长情况来看，已经实现了由百万级向千万级的跨越，且其在 2013 年样本医院销售额增速快于同类企业。

图 39: 公司产神经节苷脂药物样本医院销售情况



数据来源: PDB、西南证券

图 40: 神经节苷脂样本医院增速比较（2013 年）



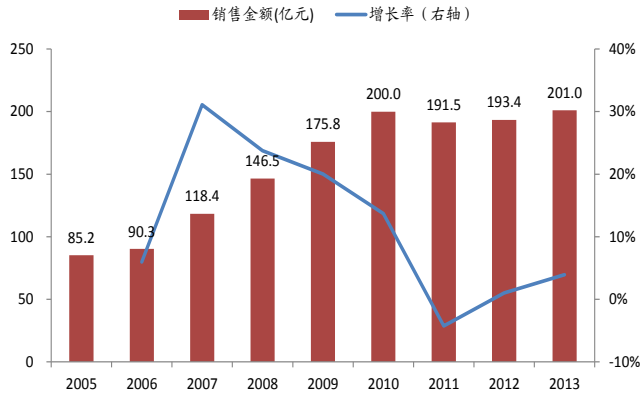
数据来源: PDB、西南证券

我们认为：神经系统药物市场容量增速约 20%，同时老龄化人口加剧使其具有 2-3 倍的成长空间。公司的单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液招标价格相对稳定，国内厂家中公司仅次于齐鲁药业，我们预计：14 年-16 年该产品销售额增速分别为 40%、30%、30%。

（四）注射用头孢唑肟钠（益保世灵）享受单独定价，稳定增长

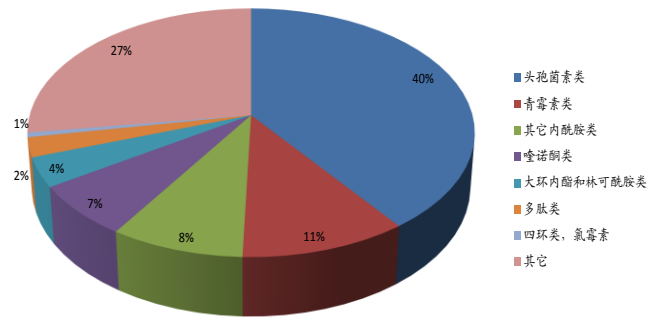
根据预测，全球抗菌药市场将从 2005 年的 349 亿美元增长到 2014 年的 660 亿美元，年均复合增长率达到 9.6%，其增长速度有减弱趋势。2005-2013 年我国抗菌药制剂用药金额呈上升趋势，复合增长率为 11.3%。但过程中也有起伏，如 2011 年由于抗菌药限用政策的影响，增速降为 -4.2%，但好品种的抗生素仍有较大市场。

图 41: 我国历年抗菌药物市场情况及增长率



数据来源: 南方所、西南证券

图 42: 我国历年抗生素市场份额及增长率

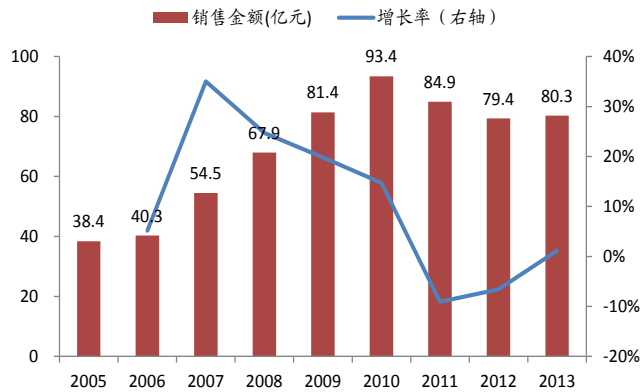


数据来源: PDB、西南证券

“限抗政策”出台使得抗生素行业面临着“最严”的政策限制，这对于抗生素市场的增长起到明显的抑制作用。但我们认为在未来几年中抗生素总量增长比较平稳，只有技术先进、研发投入大的企业或能在“政策寒冬”中取得快速发展。

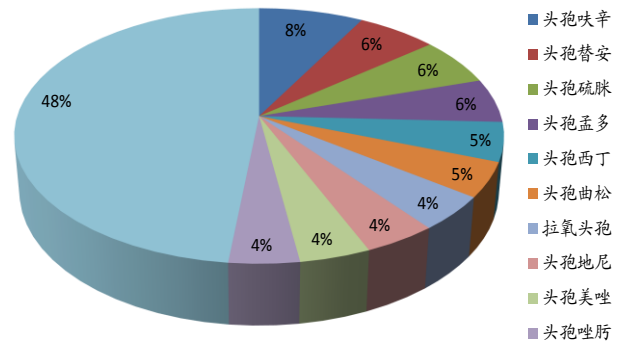
在所有抗菌类的药物中，头孢菌素类药物占比最大，约占抗生素总体市场40%以上份额。其在2013年样本医院市场销售约80亿元，同比增长1.1%。如果细分头孢类市场，头孢唑辛、头孢替安、头孢硫脒、头孢孟多、头孢唑肟等市场份额排在前列。

图 43: 头孢菌素类药物样本医院销售情况



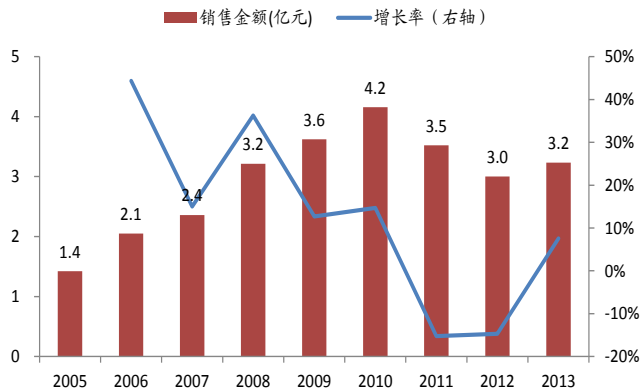
数据来源: PDB、西南证券

图 44: 头孢类抗生素市场份额 (2013年)

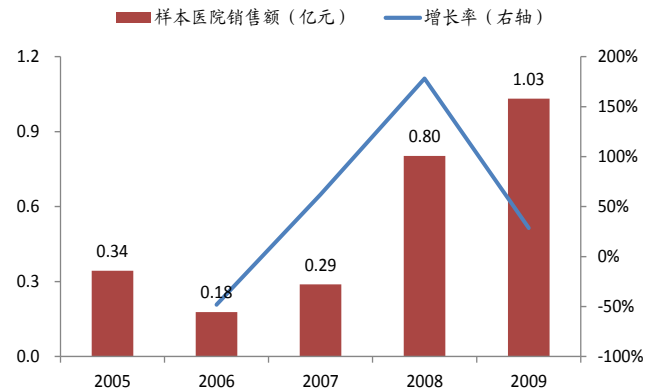


数据来源: PDB、西南证券

头孢唑肟为第三代头孢菌素，其对革兰阴性菌作用及抗菌谱比第二代更为优越更为广泛。根据PDB数据显示，头孢唑肟在样本医院的增速处于逐渐回升阶段，2013年销售约2.3亿元，同比增长7.7%。

图 45: 头孢唑肟类药物样本医院销售情况


数据来源: PDB、西南证券

图 46: 益保世灵样本医院销售情况


数据来源: PDB、西南证券

国内拥有注射用头孢唑肟钠生产批件的企业较多，但西南药业生产的注射用头孢唑肟钠享受单独定价。从 2013 年四川省招标情况来看，西南药业为同类产品中标价格最高，中标价约是其它厂家的 2 倍。

表 14: 注射用头孢唑肟钠招标情况

通用名	规格	剂型	中标价	质量等级	生产企业
注射用头孢唑肟钠	1.0g	注射剂	59.68	原研及单独定价	西南药业股份有限公司
注射用头孢唑肟钠	1.g	粉针	62.71	原研及单独定价	西南药业股份有限公司
注射用头孢唑肟钠	0.75g	注射剂	24.96	GMP 国产	深圳致君制药有限公司
注射用头孢唑肟钠	1.0g	注射剂	31.11	GMP 国产	深圳致君制药有限公司
注射用头孢唑肟钠	1.5g	注射剂	42.43	GMP 国产	深圳致君制药有限公司
注射用头孢唑肟钠	1.5g	注射剂	42.43	GMP 国产	哈药集团制药总厂
注射用头孢唑肟钠	1.5g	注射剂	42.43	GMP 国产	重庆福安药业集团庆余堂制药有限公司

数据来源: 搜搜医药网、西南证券

我们认为：限抗政策的影响逐渐淡化，其对抗生素制剂的影响也逐渐变小。从 14 年上半年抗生素为主的企业经营情况来看，福安药业、海南海药等抗生素制剂业务出现恢复性增长；抗生素在医院药品销售占比仍会居高不下，其市场容量仍处于前列；从 PDB 终端数据看，13 年注射用头孢唑肟钠也出现恢复性增长，估计 14 年-16 年该产品销售收入增速约 15%。

（五）复方对乙酰氨基酚片(II)（散列通）稳定增长

对乙酰氨基酚有解热镇痛效果，较为熟知的名称是羟基乙酰苯胺、醋氨酚或扑热息痛。目前市场上较多是以复方的形式对其加以改进，如丽珠感乐、快克、感康、泰诺感冒片、999 感冒灵等均含有对乙酰氨基酚。2013 年对乙酰氨基酚药物样本医院销售为 2.2 亿元，同比增长 14.1%，其中复方制剂占比在 90% 以上。

图 47: 含有对乙酰氨基酚成份感冒药图例



数据来源: 公开信息、西南证券

散列通（复方对乙酰氨基酚片 II）用于普通感冒或流行性感冒引起的发热，也用于缓解轻至中度疼痛。如果从复方成份上来看，复方对乙酰氨基酚片含有对乙酰氨基酚、乙酰水杨酸、咖啡因等，而复方对乙酰氨基酚片 II 则含有含对乙酰氨基酚、异丙安替比林、咖啡因等，临床显示后者的退烧效果较前者较好。目前散列通（复方对乙酰氨基酚片 II）已经是进入了国家乙类医保，属于绿色 OTC 药物。

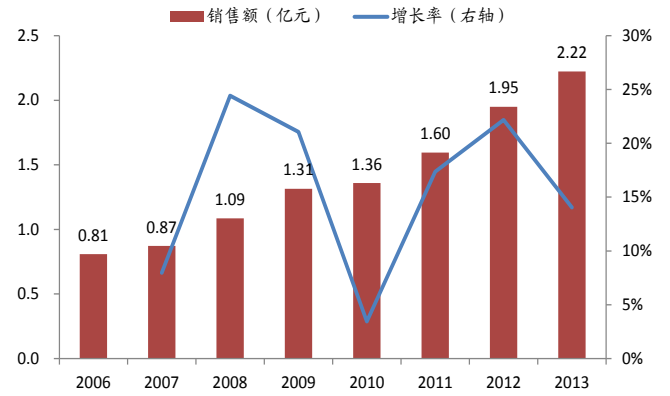
表 15: 复方对乙酰氨基酚片(II)生产批件情况

序号	药品名称(商品名)	生产企业	批准文号
1	复方对乙酰氨基酚片(II)	石药集团欧意药业有限公司	国药准字 H20065448
2	复方对乙酰氨基酚片(II)	西南药业股份有限公司	国药准字 H20013003
3	复方对乙酰氨基酚片(II)	拜耳医药保健有限公司	国药准字 H20056948
4	复方对乙酰氨基酚片(II)	哈尔滨泰华药业股份有限公司	国药准字 H20083258

数据来源: 药源网、西南证券

我们认为：该产品生产厂家只有 4 家（包括原研），竞争对比较缓和。散列通作为 OTC 感冒类药物，主要面对的是零售终端消费客户。13 年其销售额约 0.6 亿，估计 14 年-16 年其销售额增速约 10%。

图 48: 对乙酰氨基酚类药物市场情况



数据来源: PDB、西南证券

六、桐君阁的医药电商业务重磅出击

桐君阁是全国首批首家通过国家 GSP 认证的药品零售经营企业和首批跨省经营的大型药品零售连锁企业。目前以“直营零售、中药经营、基药配送、加盟药房及第三终端配送”（四个重点）为突破口，以“优化门店口岸、优化商品结构、优化基础管理”（三个优化）为手段，以“降低采购成本、降低无效费用、增加有效销售、增加综合效益”（两降两增）为目标，进行对企业的积极再升级。公司在 2013 年在全国连锁药店评选中综合实力排第六位，在西南地区排第二位。如果按照销售额来排名，公司在 2012-2013 年以 43.6 亿元居全国第二位。

表 16: 全国及西南地区药店前十排名

综合实力排名	全国连锁药店排名	西南地区连锁药店排名
1	国药控股大药房有限公司	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司
2	大参林医药集团股份有限公司	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司
3	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	重庆和平药房连锁有限责任公司
4	中国海王星辰连锁药店有限公司	云南健之佳健康连锁店股份有限公司
5	益丰大药房连锁股份有限公司	重庆万和药房连锁有限公司
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	四川德仁堂药业连锁有限公司
7	上海华氏大药房有限公司	重庆西部医药商城有限公司
8	成大方圆医药连锁投资有限公司	重庆鑫斛药房连锁有限公司
9	重庆和平药房连锁有限责任公司	贵州芝林大药房零售连锁有限公司
10	北京同仁堂连锁药店有限责任公司	四川东升大药房连锁有限责任公司

数据来源：21 世纪药店网、西南证券

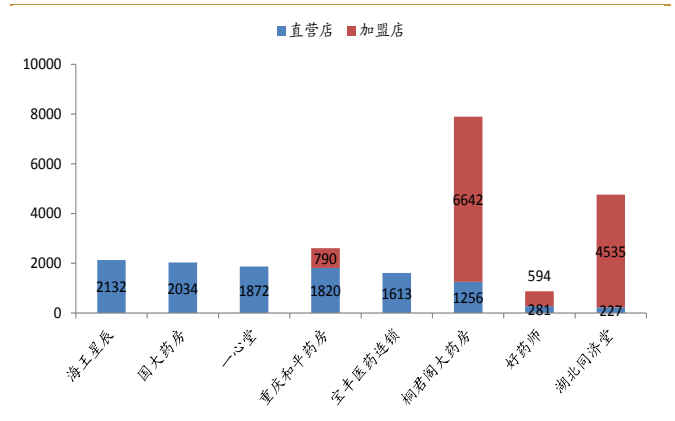
桐君阁药店遍布重庆、四川、天津、上海、广西、河南等地。据中国药店网统计，2013 年桐君阁共有分店数量 7898 家（包括直营店 1256 家、加盟店 6642 家）居全国第一位，其中有医保定点资格为 2458 家。从桐君阁药店构成中可以发现其加盟店与直营店的比例是行业内较高的，仅次于湖北同济堂。加盟店模式能够提供强大的配送与销售网络。

图 49: 桐君阁药店大致分布区域



数据来源：百度地图、西南证券

图 50: 与部分连锁药店数量比较



数据来源：中国药店网、西南证券

(一) 积极进入医药电商领域

医药电商是行业热点话题，但该领域进展很慢。制约医药电子商务发展主要政策原因，是未解决当前处方药网上销售政策瓶颈。按照常规如要在网上进行合法的药品销售，需经国家食药监总局批准，同时具备《互联网药品信息服务资格证》和《互联网药品交易服务资格证》，对于处方药这类即用型商品，国家对其把控很严，短时间难以上网销售。虽然政策对 OTC 药物明显宽松，但由于 OTC 药物市场较小，仅靠发展 OTC 难以做大医药电商市场。

2014 年 5 月，国家食药监总局公布了《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》，对网上销售处方药进行了一定程度的放开。这不仅使得医药电商的前景更为广阔，打开了约 80% 的医药市场，同时也使得非处方药销售更加深化。但药品是特殊商品，网上下单、网下取货（即 O2O 模式）更符合患者心理需求；O2O 模式即将线下的商务机会与互联网结合，让互联网成为线下交易的前台，比如美团网、去哪儿网等预订网站等。这类模式主要是线上提供数据，而线下提供服务。我们认为桐君阁强大的线下销售覆盖网络，将为线上交易提供支撑。

图 51: 桐君阁医药网



数据来源：公开信息、西南证券

图 52: 太极养生医馆



数据来源：公开信息、西南证券

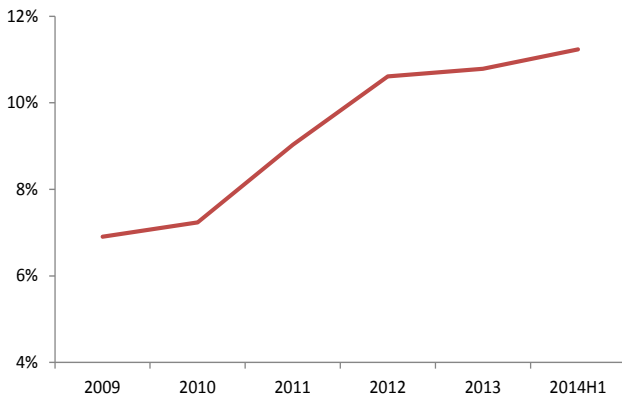
按照南方所估计，2013 年全国药品零售终端规模为 2550 亿元，且将按照每年 15% 以上的增速增长。而电商销售药品约占不到 1/80，可见未来增长空间极大。公司旗下主要有三个电商平台：桐君阁医药网、太极养生医馆、天猫商城店。太极养生医馆则是 B2C 平台，以在线营销和物流配送为主，基本上不需要实体店的支撑，比较适合非处方药销售。而桐君阁医药网是以 O2O 为主的电商平台，其支付方式主要有三种，货到付款、协议付款、线上支付。而 O2O 最大的优势即是可以充分发挥桐君阁直营及加盟店的优势。

我们认为：桐君阁的直营店及加盟店优势十分明显，其总数量已经超过 10000 家，完全具备的依靠门店配送的实力。国内医药电商仍处于起步阶段，增长空间极大。后期随着国家相关政策的尘埃落定，处方药或取得与非处方药的网上销售同等地位。但处方药在使用过程中需要医生指导，具有 O2O 模式的企业面临巨大发展机遇。

（二）模式转变，提升盈利能力

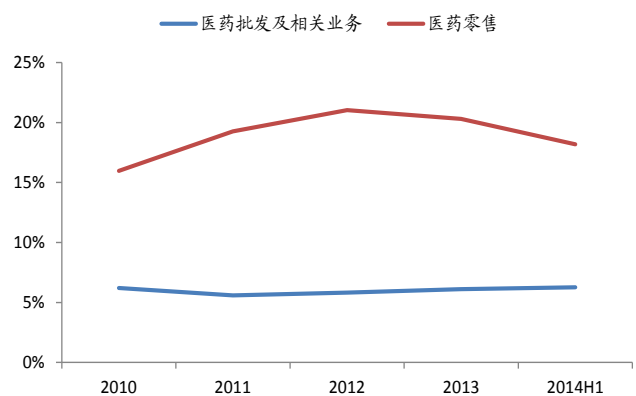
桐君阁现有的模式是以批发为主，同时有各加盟或直营药店进行终端销售。但是批发业务毛利往往不高，故而公司计划转型为医药终端配送。未来将打造区域中心店，全面完成桐君阁批发和成都西部医药向医院终端配送转型，成为配送公司和一级代理公司。

图 53: 桐君阁公司毛利率水平



数据来源：公开信息、西南证券

图 54: 九州通批发及零售业务毛利率水平



数据来源：公开信息、西南证券

若对比业内企业九州通可以发现，批发业务毛利率是远低于医院终端配送毛利率，可见在医药销售领域批发环节能分到利润很少。目前桐君阁的毛利率水平在九州通两大业务水平之间，预计 2014 年上半年批发业务大概为 26.5 亿元，而零售业务约为 9.5 亿元。如这部分批发业务能顺利转为配送，则将大幅提升企业利润。

（三）与母公司 OTC 药物形成协同效应

公司拥有中国西部地区最完善的医药商业网络和最成熟的医药物流配送体系，有 20 余家医药商业流通企业、2 家大型医药物流中心。且桐君阁大药房总数约 8000 家，其中直营药店 1250 家。而太极集团的医药工业产品中以 OTC 为主，约 70-80% 都是通过桐君阁的配送、零售终端进行销售。因此，桐君阁与太极集团工业具有强烈的协同效应，尤其是非常有利于 OTC 药物及大健康类新产品上市。

七、估值分析与投资策略

（一）关键假设

假设 1: 西南药业壳资产转让能够在 14 年通过重庆涪陵国资委、证监会审批，14 年公司将有 4.4 亿非经常性收益；

假设 2: 桐君阁壳资产 14 年内能够处置，15 年能够通过重庆涪陵国资委、证监会审批，15 年公司将有不低于 4 亿非经常性收益；

假设 3: 涪陵制药厂土地拆迁回购款 15 亿在 16 年全部到账（按照地方政府的承诺 2016 年 1 月份应该全部到账）；16 年公司将有 5.6 亿非经常性收益；

假设 4: 公司其它 4500 亩商业土地将加快处置, 预计在未来 2 年处置 2000 亩、按照 100 万/亩, 合计回收金额 20 亿(该金额用于偿还贷款及外延式扩张)。为了更好的保守估计, 本次土地处置仅有利于财务费用的下降、不影响营业外收入;

假设 5: 估计 14 年、15 年、16 年财务费用降低 0.7 亿(资金来源: 处置桐君阁 19% 的股权收到 3.37 亿及涪陵制药厂土地拆迁已经收到 4.8 亿)、1.5 亿(资金来源: 涪陵制药厂土地拆迁收到剩余 10.2 亿、西南药业、桐君阁资产处置收到的 8.5 亿)、0.5 亿(资金来源: 剩余商业土地拆迁 5-10 亿)。即 14 年、15 年、16 年底公司财务费用分别约为 2.4 亿、0.9 亿、0.4 亿; 同期管理费用降低 0.2 亿、0.4 亿、0.4 亿。

表 17: 核心产品收入预测

单位: 亿元	2013A	2014E	2015E	2016E
藿香正气口服液	4.5	6.3	8.19	10.24
增长率		40%	30%	25%
毛利率	68%	67%	72%	72%
急支糖浆	2.7	3.19	3.76	4.32
增长率		18%	18%	15%
毛利率	66%	66%	65%	65%
通天口服液	0.7	0.91	1.18	1.48
增长率		30%	30%	25%
毛利率	69%	69%	67%	67%
罗格列酮	0.8	0.92	1.06	1.22
增长率		15%	15%	15%
毛利率	63%	63%	61%	61%
吗啡缓释片	0.7	0.98	1.37	1.78
增长率		40%	40%	30%
毛利率	58%	58%	57%	57%
布洛芬缓释片	1.2	1.56	1.95	2.44
增长率		30%	25%	25%
毛利率	51%	51%	50%	50%
神经节苷脂钠注射液	1.1	1.54	2	2.6
增长率		40%	30%	30%
毛利率	56%	55%	54%	54%
益保世灵	2.3	2.65	3.04	3.5
增长率		15%	15%	15%
毛利率	48%	48%	46%	46%
收入合计(亿)	14	18.05	22.55	27.58

数据来源: 公告、西南证券(备注: 上述产品收入合计占 13 年工业收入 61%; 如果 14 年藿香收入增速为 40%, 将贡献毛利润约 1.2 亿)

(二) 估值与投资策略

预测 14 年、15 年、16 年归属母公司净利润分为 5.1 亿、9.5 亿、8.5 亿，其中同期非经常性利润约 4.4 亿、7 亿、5.5 亿；同期扣非后净利润约为 0.7 亿、2.5 亿、3 亿。

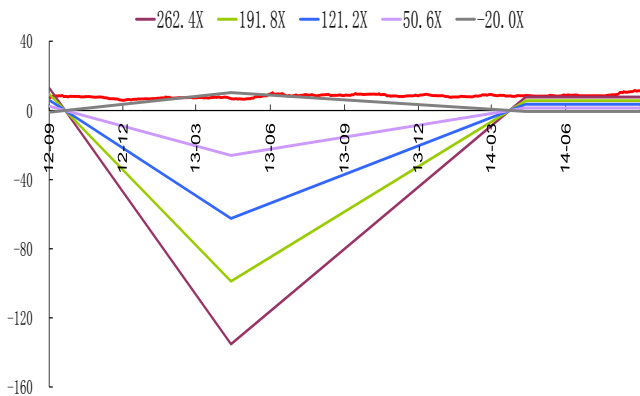
我们认为：15 年扣非后净利润恢复到 2.5-3 亿，且 14 年-16 年均有巨额非经常性收益，因此其市值被严重低估，预计 6-12 个月市值将恢复到 100 亿以上；国资、公司改革积极性高，估计明年可能启动的混合所有制改革，如果启动再融资估计公司市值很可能突出 120 亿；太极投资机会，不仅是公司价值重估、估值修复，更是混合所有制国企改革及核心产品快速增长。预计 14-16 年基本 EPS 分别为 1.19 元、2.24 元、2.00 元，对应 PE 分别为 9 倍、5 倍、6 倍。维持“买入”评级。

(三) 股价催化剂及风险提示

1、股价催化剂：1) 桐君阁停牌重组；2) 西南药业拟重组通过证监会审核；3) 剩余 4500 亩商业土地政府拆迁回购；4) 藿香正气口服液为低价药，提价 30% 以上；4) 藿香正气口服液、吗啡缓释片、布洛芬缓释片、神经节苷脂等核心产品终端放量。

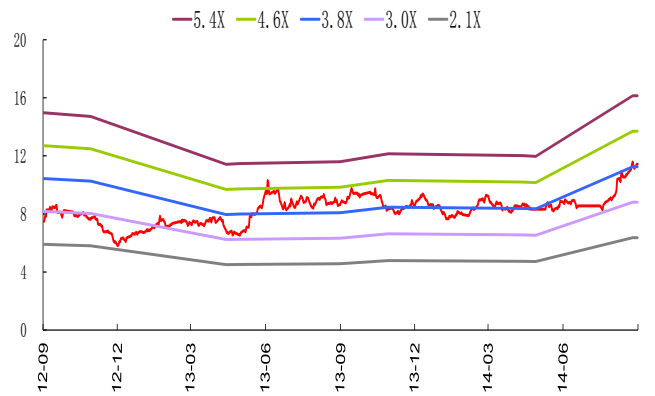
2、风险提示：1) 桐君阁停牌时间点迟于预期；2) 政府土地拆迁回购速度低于预期；3) 藿香正气口服液提价低于预期。

图 55: 公司 PE-band



数据来源: Wind, 西南证券

图 56: 公司 PB-band



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	70.80	1767.08	2096.07	营业收入	6603.0	7079.96	7671.16	8318.55
应收和预付款项	1591.12	1272.02	1816.84	1528.92	减:营业成本	4782.6	4991.19	5316.08	5738.77
存货	1456.68	1253.62	1633.10	1483.15	营业税金及附加	46.39	49.75	53.90	58.45
其他流动资产	12.08	12.08	12.08	12.08	营业费用	1037.3	1104.47	1288.76	1497.34
长期股权投资	155.06	155.06	155.06	155.06	管理费用	558.72	540.01	520.01	520.01
投资性房地产	330.28	290.66	251.05	211.43	财务费用	305.38	243.90	99.16	43.33
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	0.00	0.00	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	6529.26	8603.18	7959.77	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	2352.67	867.71	0.00	0.00	营业利润	-137.6	137.44	380.06	447.45
应付和预收款项	3601.63	1974.55	3918.24	2377.69	加:其他非经营损益	201.38	586.00	933.00	733.00
长期借款	1333.22	1333.22	1333.22	1333.22	利润总额	63.71	723.44	1313.06	1180.45
其他负债	305.01	305.01	305.01	305.01	减:所得税	19.67	173.62	315.13	283.31
负债合计	7592.52	4480.48	5556.47	4015.92	净利润	44.04	549.81	997.93	897.14
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	509.81	955.93	852.14
留存收益	19.09	528.90	1484.83	2336.97	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	947.89	1457.70	2413.62	3265.77	经营性现金净流量	-77.86	-309.92	1934.06	-194.76
少数股东权益	551.09	591.09	633.09	678.09	投资性现金净流量	-75.36	445.36	709.08	557.08
股东权益合计	1498.97	2048.79	3046.71	3943.85	筹资性现金净流量	-58.62	-1628.86	-946.86	-33.33
负债和股东权益合计	9091.49	6529.26	8603.18	7959.77	现金流量净额	-211.82	-1493.42	1696.28	328.99

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