

2015年03月23日

证券研究报告·公司研究·医药生物

太极集团(600129)2014年年报点评

买入(维持)

当前价: 16.98元

目标价: 30.0元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

15年业绩拐点明确, 引进战略投资者或提速

- **事件:** 2014年全年实现营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为69.6亿元、-2.8亿元、-2.8亿元, 同比增长5.4%、-2303%、-63.6%。2014Q4营业收入、扣非后净利润分别为18.3亿元、-3.0亿元、-3.0亿元, 同比增长22.4%、-1575%、-188%。
- **2014年业绩略低预期, 2015年业绩压力减轻。** 2014年工业收入约26亿, 同比增长14%, 主要原因是藿香正气口服液放量突破7亿元, 同比增长约60%, 且普药在省外代理销售规模扩大。公司归属于母公司净利润约-2.8亿, 低于预期的主要原因有如下两点: 1) 西南药业重组方案仍在进行中, 近期向证监会提交了相关反馈意见, 其投资收益未能计入2014年财报; 2) 2014年营业外收入约0.1亿元, 相对于2013年(政府补助0.68亿元+资产处置1.48亿元)下降幅度较大。从扣非净利润角度看, 2014年扣非净利润约为-2.8亿元, 同比下降64%, 主要原因如下: 1) 天胶、美美等新产品在2014年上市, 该产品前期市场推广等销售费用集中在2014年体现, 预计2015年压力相对较小; 2) GMP、GSP建设导致全年折旧费用增加约2000万; 3) 核心产品藿香正气口服液上市定价较低, 公司虽然在2014年10月对藿液进行了调价, 但对2014年业绩影响不大; 4) 由于公司发行的私募债导致应付票据增加约2亿元, 使得公司财务费用下降不明显。但我们认为: 随着藿液提价20%、天胶提价30%、急支糖浆提价15%(2014年其销售额分别约7.5亿、0.8亿、3.5亿, 这三个产品占公司工业收入约50%), 将大幅提升公司2015年毛利率; 涪陵制药厂土地拆迁补偿款将在15年集中到账约10亿、西南药业及桐君堂股权处置将回笼9亿现金流等有利于大幅降低财务费用。我们估计2015年公司业绩向好趋势明显。
- **桐君阁壳资源处置进度或超预期, 15年其业绩迎来拐点。** 1) 西南药业资产重组已经获证监会重组委员会审核通过, 桐君阁资产重组目前正在有序进行, 我们预计第3季度以前很可能完成桐君阁的交割; 2) 2014年费用增长较快超出预期, 若上市子公司的资产重组回笼资金到账, 且加快盘活集团内部土地资产, 都将大幅降低其财务费用、管理费用; 3) 藿液、太罗、益保世灵、神经节苷脂等核心产品迎来较快增长。藿液出厂价已提升20%, 经销商拿货意愿仍较强烈。其余如桐君阁药厂的独家基药小金片增速较快, 且收入规模已经超过5000万元; 4) 子公司桐君阁已布局医药电商, 工、商业产业链协同效应显著。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6958.05	7447.43	7998.90	8550.75
增长率	5.38%	7.03%	7.40%	6.90%
归属母公司净利润(百万元)	-277.94	1323.09	780.27	407.30
增长率	-2272.22%	376.04%	-41.03%	-47.80%
每股收益EPS(元)	-0.65	3.10	1.83	0.95
净资产收益率ROE	-16.51%	54.65%	24.38%	11.35%
PE	—	5	9	18
PB	4.53	2.98	2.25	2.00

数据来源: 公司公告, 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: 021-50755297

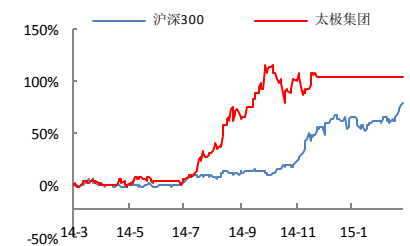
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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

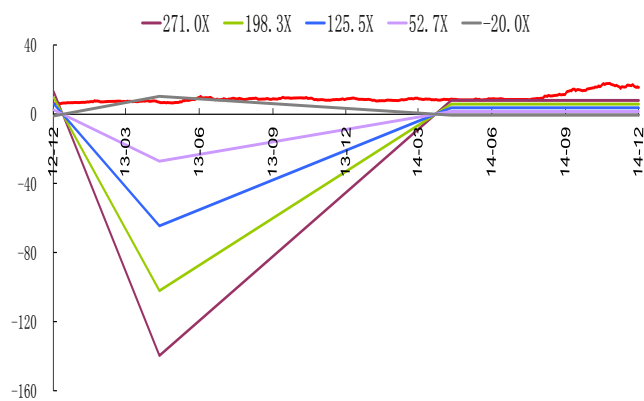
基础数据

总股本(亿股)	4.27
流通A股(亿股)	4.27
52周内股价区间(元)	8.09-18.59
总市值(亿元)	72.49
总资产(亿元)	103.52
每股净资产(元)	2.37

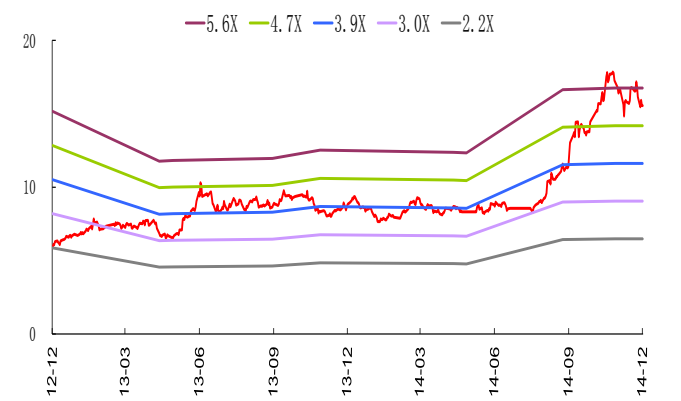
相关研究

1. 太极集团(600129): 大健康进展超预期, 市值仍被低估 (2014-12-05)
2. 太极集团(600129): 业绩符合预期, 仍处于显著估值洼地 (2014-11-03)
3. 太极集团(600129): 埃博拉疫情严峻, 西南药业或将成为氯米芬定点生产企业 (2014-10-20)
4. 太极集团(600129): 子公司试水混合制改革, 公司改革预期增强 (2014-10-17)
5. 太极集团(600129): 太极藿香打响国内低价药提价“第一枪” (2014-10-15)
6. 太极集团(600129): 登革热诊疗指南出台, 强烈推荐藿正 (2014-10-13)

- **布局大健康助力“千亿太极”**；桐君阁旗下超过万家药店，具备医药电商基因。公司的未来目标是做成“千亿太极”，大健康核心产品为“太极天胶”、“太极水”。2014 年天胶终端销售约为 0.8 亿元（不含税），在 2015 年预计做到 1.5 亿，2016 年为 2.5 亿元；太极水估计 2015 年销售 1 亿罐，预计实现 4 亿销售收入，1 亿净利润（没有考虑折旧）。这两个品种借助桐君阁万家药房能够实现快速放量。目前桐君阁有 10000 余家店，其中直营店约为 1300 家、约 60% 集中分布在川渝市场。随着处方药网售放开，桐君阁旗下的万家药店资产具备最显著的医药电商 O2O 基因。电子商务方面，公司立足“太极养生医馆”开展多元化网络销售，实现销售 3500 万元，增幅 480%。
- **盈利预测与投资建议**：如考虑到西南药业、桐君阁壳资产处置带来的收益，且超过 10 亿土地资金回笼我们预计 2015 年、2016 年、2017 年 EPS 分别为 3.10 元、1.83 元、0.95 元，对应动态市盈率分别为 5 倍、9 倍、18 倍。我们认为：桐君阁脱壳模式很可能模仿西南药业，桐君阁脱壳完毕后实现桐君阁、西南药业与太极集团的整体上市，工业、商业一体化协同效应明显；引进战略投资者的国企改革或将提速。当前公司市值仅 72 亿，其市值仍处于低估状态。维持“买入”评级。
- **风险提示**：壳资产处置进展或慢于预期，土地资金回笼或慢于预期。

图 1: PE-Band


数据来源: Wind, 西南证券

图 2: PB-Band


数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6958.05	7447.43	7998.90	8550.75	净利润	-264.00	1331.09	785.27	412.30
营业成本	4991.49	5171.18	5425.62	5782.47	折旧与摊销	167.99	220.98	220.98	220.98
营业税金及附加	53.15	54.70	59.11	63.42	财务费用	344.35	131.64	84.41	69.26
销售费用	1211.62	1340.54	1439.80	1539.13	资产减值损失	25.11	6.24	-1.24	-0.42
管理费用	595.75	670.27	719.90	769.57	经营营运资本变动	743.35	-90.19	122.83	90.75
财务费用	344.35	131.64	84.41	69.26	其他	-1293.07	-0.04	-0.04	-0.04
资产减值损失	25.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-276.28	1599.72	1212.19	792.83
投资收益	2.44	0.00	0.00	0.00	资本支出	-388.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.04	0.04	0.04	0.04	其他	548.88	7.05	-0.71	-0.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	159.93	7.05	-0.71	-0.96
营业利润	-260.93	79.13	270.10	326.94	短期借款	-45.33	-1829.86	-477.48	0.00
其他非经营损益	7.39	1252.07	592.07	92.07	长期借款	-393.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	-253.54	1331.20	862.17	419.01	股权融资	-44.01	0.00	0.00	0.00
所得税	10.46	0.11	76.91	6.71	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-264.00	1331.09	785.27	412.30	其他	872.47	-1092.81	-84.41	-69.26
少数股东损益	13.93	8.00	5.00	5.00	筹资活动现金流净额	389.73	-2922.67	-561.88	-69.26
归属母公司股东净利润	-277.94	1323.09	780.27	407.30	现金流量净额	273.38	-1315.90	649.60	722.60
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2060.64	744.74	1394.34	2116.95	成长能力				
应收和预付款项	1749.43	1864.36	1996.49	2134.38	销售收入增长率	5.38%	7.03%	7.40%	6.90%
存货	1607.55	1588.46	1691.59	1804.29	营业利润增长率	-289.53%	-69.67%	241.33%	21.04%
其他流动资产	848.99	37.17	40.69	43.52	净利润增长率	-699.52%	404.19%	-41.01%	-47.50%
长期股权投资	24.64	24.64	24.64	24.64	EBITDA 增长率	-24.48%	71.73%	33.29%	7.24%
投资性房地产	327.76	329.02	328.39	328.70	获利能力				
固定资产和在建工程	1903.34	1866.45	1694.01	1521.58	毛利率	28.26%	30.56%	32.17%	32.37%
无形资产和开发支出	1395.40	1355.15	1314.90	1274.65	三费率	30.92%	28.77%	28.06%	27.81%
其他非流动资产	434.52	426.22	417.93	409.63	净利率	-3.79%	17.87%	9.82%	4.82%
资产总计	10352.29	8236.21	8902.98	9658.35	ROE	-16.51%	54.65%	24.38%	11.35%
短期借款	2307.34	477.48	0.00	0.00	ROA	0.47%	-2.55%	2.56%	3.98%
应付和预收款项	4055.96	4038.28	4352.71	4633.30	ROIC	20.75%	120.75%	220.75%	320.75%
长期借款	301.61	301.61	301.61	301.61	EBITDA/销售收入	3.61%	5.80%	7.19%	7.22%
其他负债	2087.90	983.25	1027.80	1090.28	营运能力				
负债合计	8752.80	5800.61	5682.11	6025.18	总资产周转率	70.57%	80.13%	93.34%	92.14%
股本	426.89	426.89	426.89	426.89	固定资产周转率	420.54%	460.39%	553.48%	671.82%
资本公积	457.89	457.89	457.89	457.89	应收账款周转率	770.97%	719.16%	720.36%	718.72%
留存收益	-366.62	956.47	1736.74	2144.04	存货周转率	324.60%	322.97%	329.70%	329.91%
归属母公司股东权益	1013.14	1841.26	2621.53	3028.83	销售提升对净利润的贡献	85.45%	--	--	--
少数股东权益	586.34	594.34	599.34	604.34	资本结构				
股东权益合计	1599.49	2435.60	3220.87	3633.17	资产负债率	84.55%	70.43%	63.82%	62.38%
负债和股东权益合计	10352.29	8236.21	8902.98	9658.35	带息债务/总负债	29.81%	13.43%	5.31%	5.01%
					流动比率	0.77	0.78	0.97	1.08
					速动比率	0.57	0.49	0.65	0.76
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.65	3.10	1.83	0.95
					每股净资产	3.75	5.71	7.54	8.51
					每股经营现金	-0.65	3.75	2.84	1.86
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn