

桐君阁脱壳进度超预期，工商业实现整体上市

- **事件:** 公布重大资产重组暨关联交易预案，并公告于4月29日复牌。
- **脱壳重组进度超预期，桐君阁资产优良。** 预案内容为拟将公司持有的桐君阁0.55亿股，以7.85亿元转让给中国节能和其指定第三方。各方协商确认桐君阁置出资产交易价格为4.85亿元，剩余对价由太阳能公司股东和其指定第三方按照约定比例支付现金。具体如下：1) 在本次资产重组预案中，公司将接收到桐君阁全部资产和负债，同时收到交易对方支付的3亿元现金；2) 桐君阁质地较好，医药流通资源在川渝地区的市场占有率超过50%，原来是做大批发大物流，现在逐渐转型为配送和药店后毛利率大幅提升，后期可向电商领域发展，空间较大；3) 在本次转让完毕后公司仍持有桐君阁1461.5万股股票，如按照桐君阁增发方案，完毕后股本占比约2.9%，仍将获得丰厚的投资收益；4) 本次重大资产重组方案在时间点上超出我们预期，并没有在西南药业完全做完后再进行，更加体现了公司恢复融资功能，引进战略投资者的决心。
- **公司基本面较好，引进战略投资者有序进行。** 1) 藿香正气口服液销量全年预计有20%以上增长，前期提价效果在2015Q1已经逐渐显现，全年预计增加毛利约1亿元；太极天胶也是提价品种，2014年销售约为8000万，2015年计划是做到1亿元。公司在4月11日公告了业绩预报，2015Q1归母净利润为2000万元左右，我们预计随着期间费用率的下降，公司盈利水平也将逐渐上升，以崭新的姿态迎接战略投资者；2) 西南药业资产重组已经获证监会重组委审核通过，预计3-6个月内完成。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。若将西南药业、桐君阁壳资源处置完后消除了关联交易，恢复上市公司融资功能。预计将在年内启动引进战略投资者计划；3) 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。
- **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%。

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	1323.91	780.74	405.72
增长率	-2272.22%	376.34%	-41.03%	-48.03%
每股收益EPS(元)	-0.65	3.10	1.83	0.95
净资产收益率ROE	-16.51%	54.67%	24.39%	11.31%
PE	-	5	9	18
PB	4.53	2.98	2.25	2.00

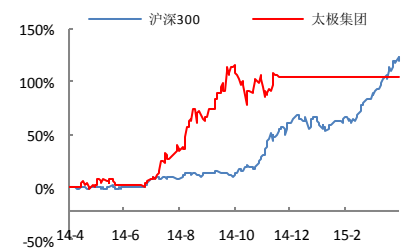
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

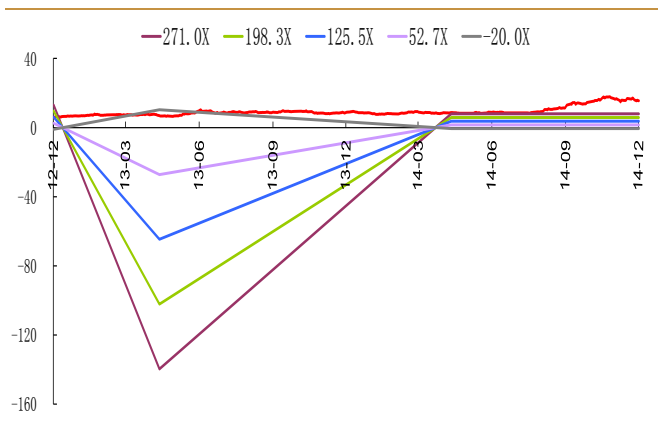
基础数据

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

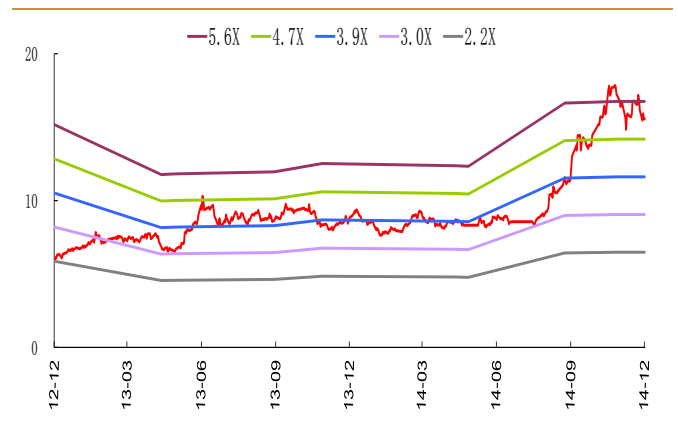
相关研究

1. 太极集团(600129): 15年业绩拐点明确，引进战略投资者或提速 (2015-03-23)
2. 太极集团(600129): 大健康进展超预期，市值仍被低估 (2014-12-05)
3. 太极集团(600129): 业绩符合预期，仍处于显著估值洼地 (2014-11-03)
4. 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)
5. 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)

- 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。如只考虑主营业务业绩，则 2015-2017 年扣非后 EPS 为 0.27 元、0.54 元、0.67 元，对应市盈率分别为 64 倍、31 倍、25 倍。我们认为：桐君阁脱壳完后将实现桐君阁、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，其市值仍处于严重低估状态，估计 12 个月目标价 40 元。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	1331.91	785.74	410.72
营业成本	4991.49	5057.35	5450.41	5786.47	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	132.69	85.39	69.18
销售费用	1211.62	1266.06	1359.81	1453.63	资产减值损失	25.11	6.24	-1.24	-0.42
管理费用	595.75	666.54	711.90	722.54	经营营运资本变动	743.35	-133.08	175.37	82.65
财务费用	344.35	132.69	85.39	69.18	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	1558.70	1266.18	783.06
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	270.11	332.33	455.56	短期借款	-45.33	-1787.79	-519.55	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	1522.18	924.40	547.63	股权融资	-44.01	0.00	0.00	0.00
所得税	10.46	190.27	138.66	136.91	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-264.00	1331.91	785.74	410.72	其他	872.47	-1093.86	-85.39	-69.18
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	-2881.65	-604.94	-69.18
归属母公司股东净利润	-277.94	1323.91	780.74	405.72	现金流量净额	273.38	-1315.90	660.54	712.92
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	1405.28	2118.20	成长能力				
应收和预付款项	1749.43	1858.26	1997.79	2134.59	销售收入增长率	5.38%	7.03%	7.40%	6.90%
存货	1607.55	1553.36	1699.34	1805.54	营业利润增长率	-289.53%	3.52%	23.03%	37.08%
其他流动资产	848.99	37.17	40.69	43.52	净利润增长率	-699.52%	404.50%	-41.01%	-47.73%
长期股权投资	24.64	24.64	24.64	24.64	EBITDA 增长率	-24.48%	148.12%	2.39%	16.76%
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%	32.09%	31.86%	32.33%
无形资产和开发支出	1395.40	1355.15	1314.90	1274.65	三费率	30.92%	27.73%	26.97%	26.26%
其他非流动资产	434.52	426.22	417.93	409.63	净利率	-3.79%	17.88%	9.82%	4.80%
资产总计	10352.29	8195.01	8922.98	9661.07	ROE	-16.51%	54.67%	24.39%	11.31%
短期借款	2307.34	519.55	0.00	0.00	ROA	0.47%	-2.55%	4.92%	4.68%
应付和预收款项	4055.96	3974.12	4367.08	4635.61	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%	8.38%	7.98%	8.72%
其他负债	2087.90	963.31	1032.14	1090.98	营运能力				
负债合计	8752.80	5758.59	5700.82	6028.20	总资产周转率	70.57%	80.31%	93.46%	92.02%
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	957.29	1738.03	2143.75	存货周转率	324.60%	319.36%	333.98%	329.30%
归属母公司股东权益	1013.14	1842.08	2622.82	3028.53	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	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	2436.42	3222.16	3632.88	资产负债率	84.55%	70.27%	63.89%	62.40%
负债和股东权益合计	10352.29	8195.01	8922.98	9661.07	带息债务/总负债	29.81%	14.26%	5.29%	5.00%
					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%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	251.41	623.78	638.69	745.71	每股收益	-0.65	3.10	1.83	0.95
PE	-26.08	5.48	9.28	17.87	每股净资产	3.75	5.71	7.55	8.51
PB	4.53	2.98	2.25	2.00	每股经营现金	-0.65	3.65	2.97	1.83
PS	1.04	0.97	0.91	0.85	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	29.22	9.50	7.44	5.41					
股息率	--	--	--	--					

数据来源: Wind, 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

地址：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

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

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

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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@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