

超预期实现工商业整体上市, 电商释放活力

投资要点

- **西南药业、桐君阁脱壳进度超预期, 工业、商业将实现整体上市。**西南药业的重组工作基本完成, 桐君阁的资产置换交割很可能在第3季度前完成。两家上市公司壳资产处置将有利于: 1) 股权转让及土地资金回笼有望降低银行借款10-15亿元, 降低财务费用1.5-2亿元; 2) 消除关联交易后融资功能恢复, 一方面可协助减轻债务负担、哺育主业, 另一方面则可用于支持外延扩张, 发展新增长点。3) 实现整体上市后, 工、商业一体化协同效应明显, 长期来看有助于降低期间费用。
- **布局电商+积极转型, 桐君阁商业资产释放活力; 核心产品提价, 业绩弹性得以释放。**1) 万家药店助力, 医药电商重磅出击。公司坐拥终端、规模、品牌优势, 具备优质O2O医药电商基因。目前自营电商业务正在积极准备, 我们估计通过与BAT合作、采取云端医院慢病管理的创新模式积极拓展电商业务, 有望形成线上线下合力, 看好其在电商领域的长期发展。2) 传统批发业务转型, 龙头优势强者恒强。在传统的批发业务上, 公司实施品类管理, 规模优势进一步凸显; 积极转型直销模式, 盈利能力逐步攀升; 可能启动B2B信息系统项目, 我们预计: 该项目3年后实现毛利润6000万元-1亿元; 同时考虑到公司于2014年末对核心产品进行了提价, 预计2015年合计将提升公司毛利率至32%左右, 增加毛利润1.9亿元; 从2014年开始, 公司开始实施销售人员的本地化战略, 保守估计公司2015年销售费用率在17%左右。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2015-2017年EPS分别为3.10元、1.83元、0.95元, 对应动态市盈率分别为12倍、21倍、40倍。从市销率角度看, 在可比公司益丰药房、老百姓、一心堂中, 收入超过20亿元者对应的市值超过100亿元、收入超过40亿元者对应的市值超过200亿元。桐君阁收入近20亿元, 其应给予约150亿元市值(尚未考虑给桐君阁万家药房溢价); 太极中药及化药工业产品属性好、品牌价值高、低价药提价后盈利能力强、产业链协同效应明显, 预计2015年扣非后净利润约2亿元, 给予其150亿元以上市值。公司整体价值合计约300亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 低价药提价销量或低于预期、配方颗粒放开或低于预期。

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	780.73	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	—	12	21	40
PB	10.24	6.72	5.08	4.51

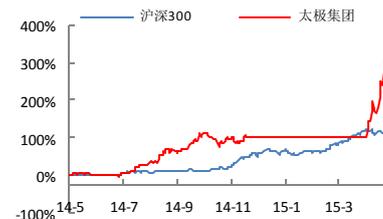
数据来源: Wind, 西南证券

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: 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)	8.2-39.8
总市值(亿元)	164.78
总资产(亿元)	106.02
每股净资产(元)	2.41

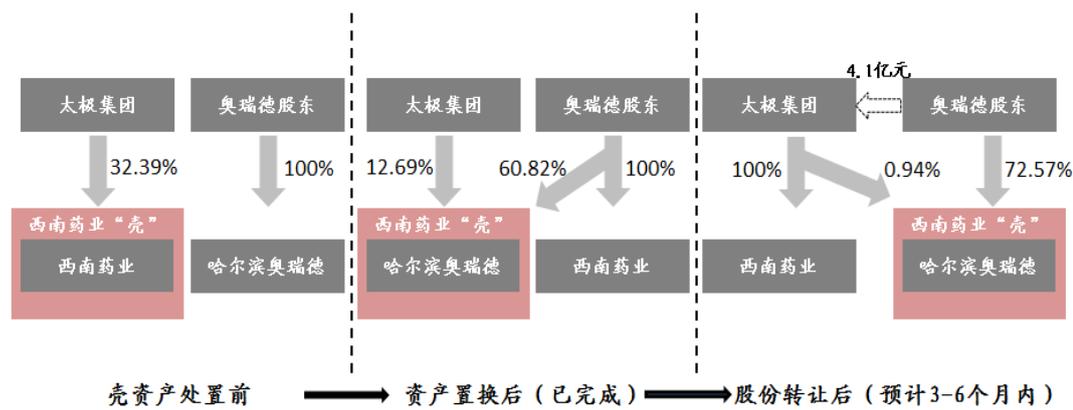
相关研究

1. 太极集团(600129): 期间费用控制较好, 业绩反转明显 (2015-04-30)
2. 太极集团(600129): 桐君阁脱壳进度超预期, 工商业实现整体上市 (2015-04-29)
3. 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)
4. 太极集团(600129): 大健康进展超预期, 市值仍被低估 (2014-12-05)
5. 太极集团(600129): 业绩符合预期, 仍处于显著估值洼地 (2014-11-03)
6. 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)

一、西南药业、桐君阁脱壳超预期，工业、商业实现整体上市

公司对西南药业和桐君阁的资产重组工作目前正在有序进行。其中，西南药业已于 2015 年 5 月 12 日公告完成资产置换交割与配套的定向增发，西南药业的控股股东已经变更为原奥瑞德的控股股东（即左洪波、褚淑霞等一致行动人）。

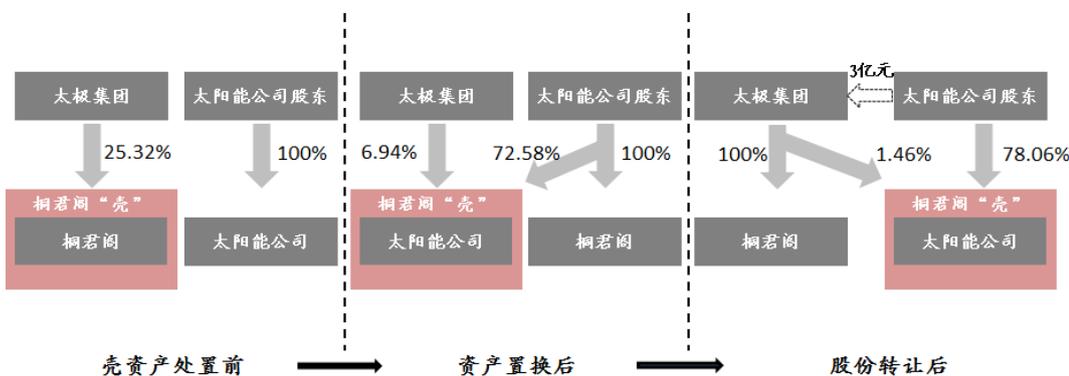
图 1：西南药业壳资产处置进度



数据来源：公司公告，西南证券

桐君阁则于 2015 年 4 月 17 日公告资产重组预案，壳资源处置模式与西南药业相同，主要包括资产置换（配套定向增发）和股份转让两个环节。首先通过资产置换方式将桐君阁的资产与太阳能公司的资产相互置换，置换差价通过定增解决；其次将置换后太极集团持有的桐君阁壳资产和太阳能公司资产以股权转让方式转让给太阳能公司股东。总的来说，重组完成后太极集团将收回 3 亿元现金，继续持有桐君阁 1.46% 的股权。

图 2：桐君阁资产处置进度



数据来源：公司公告，西南证券

公司的重大资产重组在时间点上超出我们预期，桐君阁的重组并未在西南药业完全做完后再进行，这体现了公司恢复融资功能、引进战略投资者的决心。

我们预计西南药业的重组工作基本完成，桐君阁的资产置换交割很可能在第3季度以前完成。对两家上市公司壳资产的处置将带给公司如下几点积极影响：

- **股权转让回笼现金，助力挣脱债务枷锁。**根据交易预案，西南药业及桐君阁壳资产处置预计现金约7.1亿元，剩余的股权市值约5-10亿元，可选择择机处置。此外，公司还拥有西南证券600多万股，约1.5亿元市值，土地拆迁回款至少10亿元。我们预计公司今年降低银行借款10亿元-15亿，降低财务费用1.5-2亿元。
- **消除关联交易，融资功能有望恢复。**太极集团、西南药业和桐君阁实现整体上市后，关联得以消除，之前受限的上市公司融资功能将得以恢复。恢复的融资功能一方面可协助减轻债务负担、哺育主业，另一方面则可用于支持外延扩张，发展新的增长点。
- **实现整体上市，协同效应明显。**西南药业和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，长期来看有助于降低期间费用。

二、布局电商+积极转型，桐君阁商业资产释放活力

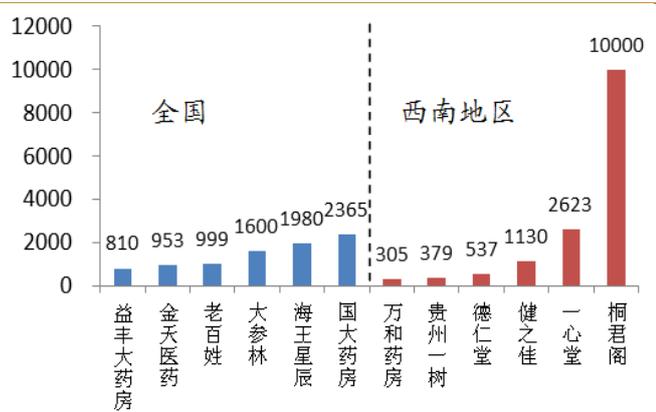
（一）万家药店助力，医药电商重磅出击

1、终端+规模+品牌，具备优质医药电商基因

桐君阁已经获得B2C、B2B电商牌照，在进军医药电商战略上桐君阁的优势有以下3点：

- **终端覆盖广，渗透更为深入。**桐君阁大药房总数已于2014年突破1万家，居全国首位，门店分布均匀，覆盖四川和重庆两地90%的区县级城市，川渝部分地区的乡镇甚至村一级已有桐君阁的网点，发展O2O时可渗透社区，提供更为便捷的服务。

图3：2014年国内药店数



数据来源：中国药店，西南证券

图4：桐君阁药店在川渝一带分布密集



数据来源：百度地图，西南证券

- **坐拥规模优势，成本控制能力强。**作为地方龙头，桐君阁具备现代物流、电子商务、供应链管理能力和在纵向产业链一体化和横向规模经济上均占据优势，上下游议价能力较强，且成本控制是未来战略发展的重点方向之一，更能向患者提供经济的购买方案。目前公司在川渝地区拥有完备的销售网络，为拓展医药电商发展建立低成本仓储和终端供应链提供了基础，有利于电商短时间内做大做强。

表 1：2014 年药店销售额排名

排名	全国范围	西南地区
1	国药控股国大药房	桐君阁
2	桐君阁大药房	一心堂
3	大参林	万和药房
4	一心堂	健之佳
5	老百姓大药房	贵州一树
6	同仁堂	重庆鑫斛
7	海王星辰	德仁堂
8	成大方圆	芝林大药房
9	华氏大药房	云南白药
10	怡康医药	贵州吉大夫

数据来源：资料来源：中国药店，西南证券

- **品牌优势。**桐君阁创建于清光绪三十四年，迄今已有近 100 年的历史，拥有国家商务部颁发“中华老字号”称号，拥有“桐君阁”品牌商标，在西南地区的影响力十分广泛深远，药品安全性有保障。

2、自营+合作齐头并进，发挥线下线上合力

估计桐君阁计划切入医药电商的途径有自营与合作两种：

- **自营方面：**目前桐君阁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**。其中，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，O2O 最大的优势即是可以充分发挥桐君阁万家实体店的优势，实现线上线下互动；太极养生医馆则是自营 B2C 平台，目前运行已相对较成熟，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，2013 年底上线商品已达 1289 个；天猫商城店为平台式 B2C 平台。未来公司陆续还有多种大健康产品嫁接到个电商平台上形成产品合力。

图 5：太极养生医馆概览：2013 年底上线商品 1289 个



数据来源：公司网站，西南证券

图 6：桐君阁大药房旗舰店（天猫医药馆）概览



数据来源：公司网站，西南证券

图 7：桐君阁医药网概览



数据来源：公司网站，西南证券

- 合作方面：1) 针对 OTC 类产品，估计桐君阁积极与寻求合作伙伴。2) 针对处方药，我们估计桐君阁可能与云端医院合作涉足慢病管理。具体操作模式为：与在重庆地区强势的移动医疗机构合作，该云端医院线下终端通过在桐君阁药店设置场所实现慢病管理。

我们认为：随着处方药网售放开，医药电商将迎来爆发式增长，目前桐君阁在自营电商业务上已有较大突破，并通过与 BAT 合作、采取云端医院慢病管理的创新模式积极拓展电商业务及移动医疗业务，有望形成线上线下合力，看好其在电商领域的长期发展。

（二）传统批发积极转型，龙头优势恒者恒强

1、实施品类管理，规模优势进一步凸显

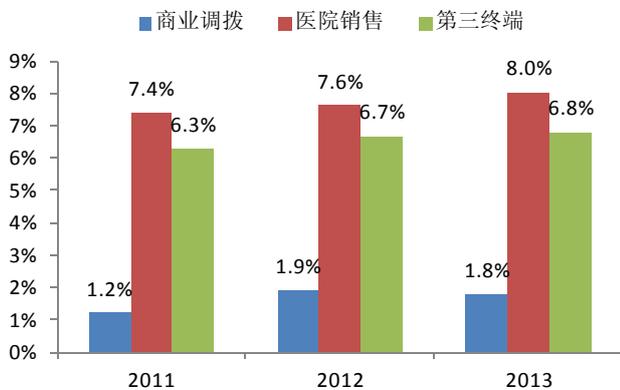
桐君阁拥有中国西部地区最完善的医药商业网络和最成熟的医药物流配送体系，拥有 20 余家医药商业流通企业和 2 家大型医药物流中心，川渝地区有 1 万多家零售终端店，规模优势突出，对下游覆盖的医院及零售店终端形成较强品牌认可度。

近年来，桐君阁加强了对终端销售的品类管理，以增强上游议价能力、提高成本控制力，2014 年销售品种从 3.4 万个优化至 6000 余个，同一品种药品的 60 多个上游生产商只保留为 3 家。规模优势配合成本管理，桐君阁在西南地区的龙头地位难以撼动。

2、积极转型直销模式，盈利能力逐步攀升

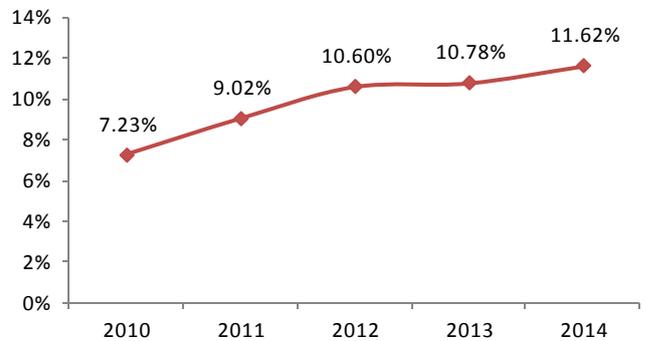
桐君阁批发业务的收入占比约 75%，之前的模式是以调拨为主，同时有各加盟或直营药店进行的终端配送。由于中间环节较多，调拨业务毛利率往往不高（3%-5%），故而公司计划转型为医药终端配送，向基药配送、药房终端配送等毛利率高的直销商业模式发展（8%-10%）。未来将打造区域中心店，全面完成桐君阁批发和成都西部医药向医院终端配送转型，成为配送公司和一级代理公司。2014 年，成都西部医药、桐君阁批发两大物流公司转型基本成功，独家代理及配送额大幅提升，销售结构日益优化，毛利大幅提升，医疗终端销售突破 10 亿元。

图 8：柳州药业医药商业各子业务毛利率对比



数据来源：Wind，西南证券

图 9：桐君阁医药商业毛利率逐步攀升



数据来源：Wind，西南证券

3、启动 B2B 信息系统项目，与大批发转型形成协同

公司于 2014 年启动了 B2B 信息系统项目，于 2014 年 10 月份上线，由企业对接企业，服务对象为药房、社区医院、诊所等。B2B 业务将与大批发的转型形成战略协同。

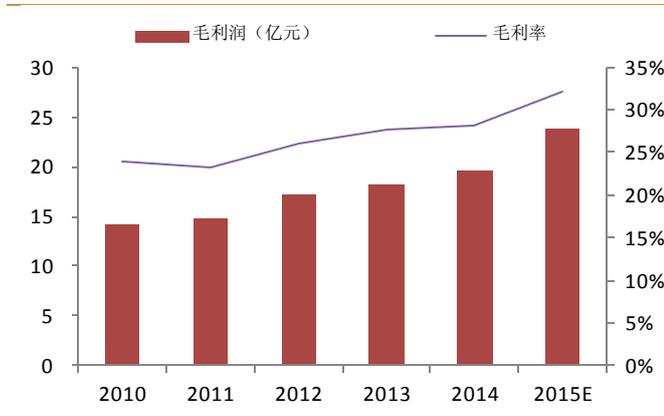
我们初步测算：按照当前规模，保守预计 3 年后 B2B 业务将覆盖 6000 家终端，实现销售额 10-18 亿元，按照 6% 的毛利率估计，预计贡献毛利润 6000 万元-1 亿元。

三、核心产品提价，业绩弹性得以释放

2014年5月8日国家发改委发布《低价药品目录》，取消最高零售价，生产企业可在西药费用日均不超过3元、中成药日均费用不超过5元的前提下自主定价。在此背景下，公司对核心产品进行了提价：其中藿香正气口服液提价20%，预计2015年贡献1亿元毛利润；阿胶提价30%，2015年销售额约1.5亿，预计贡献3000万元毛利润；糖浆提价20%，预计2015年贡献毛利润6000万。预计2015年核心产品的提价合计将提升公司毛利率至32%左右，增加毛利润1.9亿元。

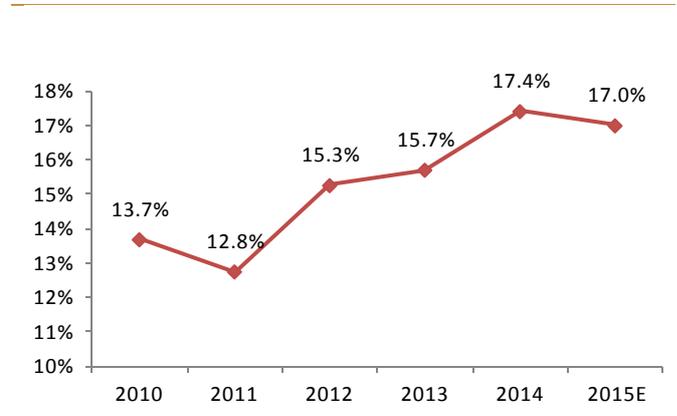
此外，从2014年开始，公司开始实施销售人员本地化战略，2014年招聘人数约100人，2015年会更多。销售人员的本地化能够减少车旅费等，同时用车制度改革也能降低费用，将助力降低销售费用，保守估计公司2015年销售费用率降低在17%左右。

图 10: 预计公司 2015 年毛利率同比



数据来源：公司公告，西南证券

图 11: 预计公司 2015 年销售费用



数据来源：公司公告，西南证券

四、公司整体价值约 300 亿元

如考虑到西南药业、桐君阁壳资产处置及土地资金回笼带来的收益，我们预计2015-2017年EPS分别为3.10元、1.83元、0.95元，对应动态市盈率分别为12倍、21倍、40倍。我们认为：公司核心产品提价后销售快速增长、盈利能力增强、降低财务费用为公司战略目标（壳资产和土地资源处置回收资金约16亿元，所持上市公司股权市值约10亿余元）、融资功能恢复后引进战投外延扩张可期。

从市销率角度看，在可比公司益丰药房、老百姓、一心堂中，收入超过20亿元者对应的市值超过150亿元、收入超过40亿元者对应的市值超过200亿元。桐君阁收入近20亿元，其应给予其约150亿元市值（尚未考虑给桐君阁万家药房溢价）；太极中药及化药工业产品属性好、品牌价值高、低价药提价后盈利能力强、产业链协同效应明显，预计2015年扣非后净利润约2亿元，给予其150亿元以上市值。公司整体价值合计约300亿元，维持“买入”评级。

表 2: 桐君阁电商价值估计

	主要覆盖区域	覆盖人口 (万人)	药房数	收入规模	市值 (亿元)
益丰药房	湖南	7119	810	20 亿元	166
老百姓	湖南	7119	999	40 亿元	263
一心堂	云南	4597	2623	42 亿元	204
桐君阁	四川、重庆	11077	10000	约 20 亿元	150

数据来源: 西南证券 (注: 收入规模仅考虑上市公司零售业务收入)

五、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。

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	785.73	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	0.00	0.00	0.00
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	82.64
财务费用	344.35	132.69	85.39	69.18	其他	-1293.07	-403.8	-301.28	-0.46
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	1148.70	966.18	783.06
投资收益	2.44	410.00	300.00	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	417.05	299.29	-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	417.05	299.29	-0.96
营业利润	-260.93	680.11	632.32	455.56	短期借款	-45.33	-1787.79	-519.55	0.00
其他非经营损益	7.39	842.07	292.07	92.07	长期借款	-393.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	-253.54	1522.18	924.39	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	785.73	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	780.73	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%	160.65%	-7.03%	-27.95%
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%	311.20%	-9.20%	-20.56%
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%	9.92%	8.04%
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%	13.88%	11.74%	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	5700.83	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	1738.02	2143.74	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	2622.81	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	3222.15	3632.87	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	1033.78	938.68	745.72	每股收益	-0.65	3.10	1.83	0.95
PE	-58.95	12.38	20.99	40.38	每股净资产	3.75	5.71	7.55	8.51
PB	10.24	6.72	5.08	4.51	每股经营现金	-0.65	2.69	2.26	1.83
PS	2.35	2.20	2.05	1.92	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	65.56	14.57	14.79	17.66					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

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

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn