

## 销售费用回落, 壳资产处置有序推进

- 业绩总结:** 2015Q1-Q3公司实现营业收入和净利润分别为54亿元(+5.3%)、2亿元(+796%);若从单季度来看,2015Q3公司实现营业收入和净利润分别为15.5亿元(+8.6%)、2274万元(+2377%)。
- 收入增长稳定,销售费用率回落至正常水平。** 1)公司2015Q1-Q3营业收入同比增长约5%,与去年同期相当。我们估计其核心产品太极藿香正气口服液销量增长约15%,由于该产品前期已经提价约20%,我们预计全年销售收入增长或超过25%(约9亿-10亿)。综合考虑,我们预计公司全年收入增速在5%左右。2)从单季度的盈利能力情况来看,公司已经在Q3扭转了Q2扣非业绩大幅亏损的现象,主要原因是Q2子公司重庆涪陵制药厂加大了产品的广告宣传促销力度,导致销售费用率短期内高企,Q3销售费用已回复至Q1水平,环比大幅下降6.6个百分点,符合我们在半年报点评中的判断。预计Q4销售费用率将继续下降。
- 壳资产处置有序推进,盈利能力提升可期。** 公司上半年已经完成西南药业的资产处置,桐君阁的资产处置工作正在有序推进。两家上市公司壳资产处置将有利于: 1)目前奥瑞德697万股已经产生约2亿元的损益,市场对桐君阁1461万股收益期望较高。股权转让及土地资金回笼有望降低公司的银行借款与财务费用; 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。也将为后续的引进战略投资者、启动混合所有制改革打下基础。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。
- 核心品种打开增长空间,万家药店释放活力。** 1)藿香正气口服液目前已经进入广东市场,该市场规模约为川渝市场3倍以上,增长空间较大。2)桐君阁目前直营药房1300多家,加盟药房8700家,加盟药房配送率仅为30%左右,随着公司将加强对加盟药房的控制力度,收入及利润仍有提升空间;目前自营电商业务正在积极准备,有望形成线上线下合力,2015年估计电商渠道销售额超过3亿,后期还将陆续开展药房托管等业务,看好其在电商领域的长期发展。
- 盈利预测及评级:** 我们预测2015-2017年每股收益为0.79元、1.48元、0.58元(暂不预计桐君阁壳资产处置收益与土地资金于2015年大规模回笼),对应市盈率分别为25倍、13倍、33倍。公司核心产品增长稳定,单品种盈利能力大幅提升;壳资产处置进展顺利,巨额土地回笼资金降低财务费用,融资功能恢复后或加速混改及引进战投等规划。我们长期看好公司在国企改革背景下的大发展,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 土地资金回笼及桐君阁资产处置进展或低于预期、药品市场推广效果或低于预期、国企改革进展或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6958.05	7351.79	7833.88	8369.00
增长率	5.38%	5.66%	6.56%	6.83%
归属母公司净利润(百万元)	-277.94	337.69	632.11	249.52
增长率	-2272.22%	21.50%	87.18%	-60.53%
每股收益EPS(元)	-0.65	0.79	1.48	0.58
净资产收益率ROE	-16.51%	23.84%	30.52%	10.87%
PE	-30.01	24.70	13.20	33.43
PB	5.22	5.75	4.00	3.56

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

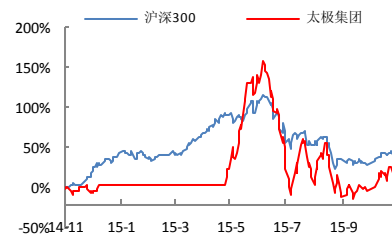
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@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)	13.35-45
总市值(亿元)	84.87
总资产(亿元)	103.51
每股净资产(元)	2.93

### 相关研究

- 太极集团(600129): 期间费用增长较快,上半年业绩低于预期 (2015-08-31)
- 太极集团(600129): 超预期实现工商业整体上市,电商释放活力 (2015-05-25)
- 太极集团(600129): 期间费用控制较好,业绩反转明显 (2015-04-30)

**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	7351.79	7833.88	8369.00	净利润	-264.00	345.69	637.11	254.52
营业成本	4991.49	4998.68	5337.97	5663.47	折旧与摊销	167.99	220.98	220.98	220.98
营业税金及附加	53.15	54.00	57.89	62.07	财务费用	344.35	156.53	126.28	94.74
销售费用	1211.62	1690.91	1331.76	1422.73	资产减值损失	25.11	6.24	-1.24	-0.42
管理费用	595.75	808.70	822.56	878.74	经营营运资本变动	743.35	-148.86	158.39	79.89
财务费用	344.35	156.53	126.28	94.74	其他	-1293.07	-410.04	-300.04	-0.04
资产减值损失	25.11	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-276.28</b>	<b>170.54</b>	<b>841.46</b>	<b>649.66</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>159.93</b>	<b>417.05</b>	<b>299.29</b>	<b>-0.96</b>
<b>营业利润</b>	<b>-260.93</b>	<b>53.01</b>	<b>457.47</b>	<b>247.29</b>	短期借款	-45.33	-795.35	-966.27	-500.45
其他非经营损益	7.39	342.07	292.07	92.07	长期借款	-393.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-253.54</b>	<b>395.08</b>	<b>749.54</b>	<b>339.35</b>	股权融资	-44.01	0.00	0.00	0.00
所得税	10.46	49.38	112.43	84.84	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-264.00	345.69	637.11	254.52	其他	872.47	-1117.70	-126.28	-94.74
少数股东损益	13.93	8.00	5.00	5.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>389.73</b>	<b>-1913.05</b>	<b>-1092.55</b>	<b>-595.19</b>
归属母公司股东净利润	-277.94	1179.58	663.46	266.49	<b>现金流量净额</b>	<b>273.38</b>	<b>-1325.46</b>	<b>48.21</b>	<b>53.51</b>
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	735.18	783.39	836.90	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1749.43	1834.74	1956.58	2089.22	销售收入增长率	5.38%	5.66%	6.56%	6.83%
存货	1607.55	1535.26	1664.18	1767.07	营业利润增长率	-289.53%	-79.68%	762.99%	-45.94%
其他流动资产	848.99	36.80	40.05	42.81	净利润增长率	-699.52%	30.94%	84.30%	-60.05%
长期股权投资	24.64	24.64	24.64	24.64	EBITDA 增长率	-24.48%	71.24%	86.92%	-30.04%
投资性房地产	327.76	329.02	328.39	328.70	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1903.34	1866.45	1694.01	1521.58	毛利率	28.26%	32.01%	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%	36.13%	29.11%	28.63%
其他非流动资产	434.52	426.22	417.93	409.63	净利率	-3.79%	4.70%	8.13%	3.04%
<b>资产总计</b>	<b>10352.29</b>	<b>8143.46</b>	<b>8224.07</b>	<b>8295.22</b>	ROE	-16.51%	23.84%	30.52%	10.87%
短期借款	2307.34	1511.98	545.71	45.26	ROA	0.47%	-2.55%	2.57%	7.10%
应付和预收款项	4055.96	3926.63	4276.99	4537.08	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%	5.86%	10.27%	6.73%
其他负债	2087.90	953.04	1012.45	1069.44	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8752.80</b>	<b>6693.26</b>	<b>6136.76</b>	<b>5953.39</b>	总资产周转率	70.57%	79.50%	95.72%	101.32%
股本	426.89	426.89	426.89	426.89	固定资产周转率	420.54%	454.48%	542.06%	657.54%
资本公积	457.89	457.89	457.89	457.89	应收账款周转率	770.97%	714.67%	717.61%	718.50%
留存收益	-366.62	-28.93	603.18	852.70	存货周转率	324.60%	317.47%	332.51%	329.19%
归属母公司股东权益	1013.14	855.86	1487.97	1737.49	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1599.49</b>	<b>1450.20</b>	<b>2087.31</b>	<b>2341.83</b>	资产负债率	84.55%	82.19%	74.62%	71.77%
负债和股东权益合计	10352.29	8143.46	8224.07	8295.22	带息债务/总负债	29.81%	27.10%	13.81%	5.83%
					流动比率	0.77	0.66	0.77	0.85
					速动比率	0.57	0.41	0.48	0.53
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	251.41	430.52	804.72	563.00	每股收益	-0.65	0.79	1.48	0.58
PE	-30.01	24.70	13.20	33.43	每股净资产	3.75	3.40	4.89	5.49
PB	5.22	5.75	4.00	3.56	每股经营现金	-0.65	0.40	1.97	1.52
PS	1.20	1.13	1.06	1.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	33.57	18.64	8.71	11.46					
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 15 楼

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 楼

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

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn