

## 投资收益增厚业绩, 国企改革有序推进

- 业绩概况:** 2015年公司实现营业收入、归母净利润、扣非后净利润分别为71.6亿元、2.3亿元、-5.4亿元, 分别为同比增长3.0%、184%、亏损。2015Q4实现营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为17.6亿元、0.3亿元、-3亿元, 分别同比增长为-3.7%、110%、亏损。公司于近期公布了2016Q1业绩预告, 归母净利润为9亿元左右。
- 西南药业、桐君阁壳收益增厚业绩。** 2015年全年收入为71.6亿元, 同比增长约3%, 其中医药工业及商业分别约30亿元(15%)、40亿元(-4.2%)。从子公司情况来看, 西南药业收入约为5.3亿元(-62%)、桐君阁(包括药厂)收入约为47亿元(-1.3%), 我们预计子公司涪陵制药收入超过13亿元, 藿香正气口服液收入超过7亿元。其中: 1) 西南药业由于受到GMP建设停产及内部整合影响导致收入下滑, 生产线改造已经完成; 2) 商业收入下滑的原因是期间内进行了管理优化, 对商品结构、供应商体系终端大客户等进行梳理, 我们预计2016年公司医药工业及商业收入均将增长。2015年扣非后净利润约为亏损5.4亿元, 从单季度来看主要集中在2015Q2/Q4, 主要原因为期间费用大幅上升。如销售费用约为14.1亿元(+16%), 主要是增加了对产品的市场推广宣传力度导致费用增加; 管理费用约为8.3亿元(+39%)为薪酬增加所致。2015年归母净利润为2.3亿元, 结果体现为盈利主要是因为西南药业壳收益及出售奥瑞德股票获得投资收益约1.6亿元。近期公司发布2016Q1业绩为预增9亿元, 主要原因为桐君阁重大资产重组收益所得, 具体涉及: 1) 20%股权转让给中能获7.9亿元; 2) 2014年转让桐君阁19.84%股权给涪陵国投获得收入约3.4亿元。我们预计2016年公司净利润受桐君阁投资收益影响将迎来大幅增长。
- 国企改革有序推进, 融资功能恢复后或有大作为。** 1) 通过对西南药业、桐君阁的资产重组, 消除关联交易后融资功能恢复, 或推动国企改革进展。西南药业、桐君阁重组工作均已完成, 两家控股子公司的壳资源整合后彻底解决了三家上市公司之间的关联交易和同业竞争问题, 也消除了上市公司再融资障碍; 2) 通过处置所得现金减轻债务负担、哺育主业或积极开展外延。公司资产负债率为80%以上, 通过对西南药业和桐君阁壳资产的处置、以及土地补偿等方式收回现金归还银行贷款, 预计将大幅降低公司财务费用超过1亿元; 3) 实现整体上市后, 工、商业一体化协同效应明显, 业绩将稳步增长。公司生产线均已通过新版GMP认证, 核心品种如藿香正气口服液市场已布局完成, 预计2016年销售收入近10亿元; 4) 积极布局大健康领域。
- 盈利预测及评级:** 我们预测2016-2018年每股收益为2.50元、0.63元、0.78元, 对应市盈率为7倍、29倍、24倍。如不考虑桐君阁投资收益对2016年业绩影响, 我们预计2016年EPS约为0.30元, 对应市盈率为62倍。公司核心产品增长稳定, 品种盈利能力提升; 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国企改革规划。长期看好公司的发展, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 国企改革进展或低于预期, 产品销售或低于预期。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7164.63	7710.91	8150.44	8627.28
增长率	2.97%	7.62%	5.70%	5.85%
归属母公司净利润(百万元)	249.95	1067.69	270.56	333.52
增长率	-10.07%	327.17%	-74.66%	23.27%
每股收益EPS(元)	0.59	2.50	0.63	0.78
净资产收益率ROE	17.63%	54.39%	12.23%	13.06%
PE	31.92	7.47	29.49	23.92
PB	6.10	4.03	3.54	3.08

数据来源: Wind, 西南证券

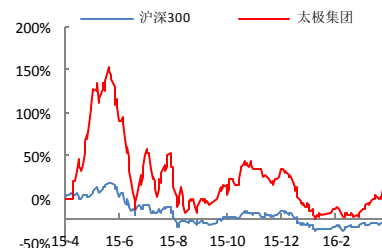
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
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: zxing@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)	12.8-45
总市值(亿元)	79.79
总资产(亿元)	100.30
每股净资产(元)	2.38

### 相关研究

- 太极集团(600129): 销售费用回落, 壳资产处置有序推进 (2015-11-03)
- 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)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7164.63	7710.91	8150.44	8627.28	净利润	230.55	1075.69	275.56	338.52
营业成本	5061.52	5321.43	5553.67	5838.26	折旧与摊销	173.88	220.50	220.50	220.50
营业税金及附加	59.18	60.51	64.79	68.74	财务费用	303.07	255.81	160.27	155.29
销售费用	1409.44	1272.30	1344.82	1423.50	资产减值损失	-7.13	1.88	-0.94	0.16
管理费用	827.34	655.43	692.79	733.32	经营营运资本变动	-41.20	62.83	57.94	77.20
财务费用	303.07	255.81	160.27	155.29	其他	-719.41	-1129.96	0.04	0.04
资产减值损失	-7.13	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-60.24	486.75	713.38	791.72
投资收益	800.33	1130.00	0.00	0.00	资本支出	722.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	其他	-136.35	1119.45	2.45	-0.37
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>	586.31	1119.45	2.45	-0.37
<b>营业利润</b>	311.52	1275.39	334.06	408.13	短期借款	695.30	-2645.72	-356.92	0.00
其他非经营损益	57.92	-9.87	-9.87	-9.87	长期借款	-203.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	369.44	1265.52	324.19	398.26	股权融资	-137.93	0.00	0.00	0.00
所得税	138.89	189.83	48.63	59.74	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	230.55	1075.69	275.56	338.52	其他	-795.83	-546.06	-160.27	-155.29
少数股东损益	-19.39	8.00	5.00	5.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-441.86	-3191.78	-517.19	-155.29
归属母公司股东净利润	249.95	1067.69	270.56	333.52	<b>现金流量净额</b>	84.22	-1585.57	198.65	636.06
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2356.66	771.09	969.74	1605.79	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1528.23	1626.47	1718.34	1817.18	销售收入增长率	2.97%	7.62%	5.70%	5.85%
存货	1723.91	1747.83	1840.71	1938.21	营业利润增长率	19.39%	309.41%	-73.81%	22.18%
其他流动资产	131.12	30.58	32.01	32.64	净利润增长率	-12.67%	366.57%	-74.38%	22.85%
长期股权投资	52.71	52.71	52.71	52.71	EBITDA 增长率	213.62%	122.17%	-59.19%	9.67%
投资性房地产	317.78	322.77	320.27	321.52	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2238.61	2060.72	1888.29	1715.86	毛利率	29.35%	30.99%	31.86%	32.33%
无形资产和开发支出	1169.26	1129.01	1088.76	1048.52	三费率	35.45%	28.32%	26.97%	26.80%
其他非流动资产	511.68	503.86	496.03	488.20	净利率	3.22%	13.95%	3.38%	3.92%
<b>资产总计</b>	10029.96	8245.03	8406.86	9020.63	ROE	17.63%	54.39%	12.23%	13.06%
短期借款	3002.64	356.92	0.00	0.00	ROA	-2.55%	2.30%	18.57%	5.88%
应付和预收款项	3687.29	3819.90	4013.03	4226.93	ROIC	20.75%	120.75%	220.75%	320.75%
长期借款	98.21	98.21	98.21	98.21	EBITDA/销售收入	11.00%	22.72%	8.77%	9.09%
其他负债	1934.40	1423.17	1473.23	1534.58	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	8722.54	5698.20	5584.47	5859.72	总资产周转率	70.30%	84.39%	97.89%	99.01%
股本	426.89	426.89	426.89	426.89	固定资产周转率	399.03%	476.68%	563.97%	677.83%
资本公积	319.96	319.96	319.96	319.96	应收账款周转率	779.55%	886.62%	878.92%	879.52%
留存收益	-134.64	933.05	1203.61	1537.13	存货周转率	303.86%	306.39%	309.28%	308.83%
归属母公司股东权益	1017.55	1679.91	1950.47	2283.99	销售商品提供劳务收到现金营业收入	82.42%	--	--	--
少数股东权益	289.87	297.87	302.87	307.87	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1307.42	1977.78	2253.34	2591.86	资产负债率	86.96%	69.11%	66.43%	64.96%
负债和股东权益合计	10029.96	7675.98	7837.81	8451.58	带息债务/总负债	35.55%	7.99%	1.76%	1.68%
					流动比率	0.71	0.78	0.88	0.98
					速动比率	0.50	0.46	0.52	0.63
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	788.46	1751.70	714.83	783.93	每股收益	0.59	2.50	0.63	0.78
PE	31.92	7.47	29.49	23.92	每股净资产	3.06	4.63	5.28	6.07
PB	6.10	4.03	3.54	3.08	每股经营现金	-0.14	1.14	1.67	1.85
PS	1.11	1.03	0.98	0.92	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.60	3.54	7.92	6.41					
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（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn