

2017年08月13日

证券研究报告·动态跟踪报告

太极集团 (600129) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 14.83 元

目标价: 17.80 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

非公开发行进度超预期, 公司发展进入新阶段

投资要点

- **事件:** 公司非公开发行股票方案获证监会核准批文, 本次非公开发行数量不超过 1.3 亿股, 发行价格不低于 15.35 元/股。其中太极集团有限公司现金认购数量不低于发行总数的 5%, 不超过发行总数的 10%。
- **非公开发行进度超预期, 募资 20 亿元提升主业竞争力。** 本次非公开发行获证监会批文, 事件进展超市场预期。同时也标志着公司在处置西南药业及桐君阁上市平台后, 其资本市场的融资功能已经恢复。本次募集约 20 亿资金将用于多个项目建设、补充流动资金和偿还贷款, 对公司影响如下: 1) 拟用 11.5 亿元投入膜分离浓缩系列创新工艺及新产能建设项目。采用膜分离浓缩系列创新工艺, 将有助于提高有效成分的提取率, 有效降低生产成本; 通过产能扩建, 将提升公司藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、补肾益寿胶囊等主要中成药产品竞争力; 2) 拟用 2 亿元投资科技创新中心。其中包括新药筛选和临床评价中心、药物一致性评价中心、中成药制剂工程中心, 将有助于提升公司产品研发速度、海外市场推广、药品评价等; 3) 拟用 1 亿元投资原料养殖基地建设。可确保太极天胶的驴皮原料来源, 拟建设养殖规模为 1 万头毛驴的养殖基地; 4) 拟使用募集资金 5.5 亿元用于补充流动资金和偿还银行借款, 补充流动资金的主要方向为原材料采购、中心药店、大品种代理保障金等, 同时偿还贷款后将降低财务费用。我们认为公司本次募资主要方向为提升主业竞争力, 技术及产能的提升将有助于巩固公司领域内的龙头地位, 研发中心建设及补充医药商业流动资金将有助于公司持续发展。
- **融资功能恢复, 发展进入新阶段。** 1) 经过对西南药业、桐君阁的资产重组后, 不仅消除关联交易后恢复上市公司融资功能, 同时集团也加强了对三块业务的整合力度及机构人员优化组合, 使得公司发展进入新阶段。我们认为公司基本面的变化或将推动国企改革进展加快; 2) 通过处置资产及非公开发行所得现金, 将减轻公司债务负担, 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, 本次定增也募集约 5.5 亿现金补充流动资金及偿还贷款, 预计将大幅降低公司财务费用; 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 2017 年含税销售收入近 15 亿元。产品间协同作用也将带动如太罗、益保世灵、小金片、天胶等二线品种的快速成长; 4) 积极布局大健康领域, 如医疗服务、衍生品等业务。
- **盈利预测及评级:** 考虑本次非公开发行影响。我们预测 2017-2019 年摊薄后每股收益为 0.23 元、0.57 元、0.73 元, 对应市盈率为 63 倍、26 倍、20 倍。公司核心产品增长稳定, 品种盈利能力提升; 壳资产处置收益、土地回笼资金、定增资金等降低财务费用, 融资功能恢复后或加速国企改革。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	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7788.1	9049.3	10144.2	11441.5
增长率	8.7%	16.2%	12.1%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	853.3	130.7	317.4	407.9
增长率	267.8%	-84.7%	142.8%	28.5%
每股收益 EPS(元)	1.53	0.23	0.57	0.73
净资产收益率 ROE	66.6%	3.6%	8.1%	9.4%
PE	10	63	26	20
PB	6.5	2.3	2.1	1.9

数据来源: Wind, 西南证券

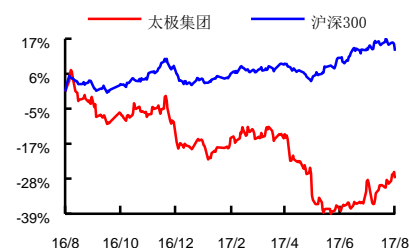
西南证券研究发展中心

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: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

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)	12.81-22.28
总市值(亿元)	63.31
总资产(亿元)	93.95
每股净资产(元)	2.99

相关研究

1. 太极集团(600129): 资产重组红利继续, 企业盈利水平有回升 (2016-08-21)

盈利预测

根据对公司基本面分析,我们认为资产重组后公司将迎来新的发展,2016年销售整合初见成效,工业收入实现大幅增长。我们持续看好公司前景,认为后续的销售投入及国企改革等都将激发企业成长,故对2017-2019年的关键假设如下:

1) 本次非公开发行在2017年年内完成;

2) 医药商业,在两票制背景下将实现医院市场布局,同时零售终端竞争力不断提升,预计2017-2019年收入增速及毛利率较为稳定;

3) 医药工业,预计2017-2019年销量增速在20%左右,毛利率在50%以上,但受到产品结构变化影响,预计呈现下滑趋势;

4) 期间费用率相对稳定。预计2017-2019年间销售费用率维持在16%左右,管理费用维持在11%左右。

表 1: 公司业务分拆及预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
收入	7,164.63	7,788.06	9,049.35	10,144.17	11,441.47
yoy	2.97%	8.70%	16.20%	12.10%	12.79%
成本	5,061.52	5,419.43	6,141.31	6,847.63	7,694.41
毛利率	29.35%	30.41%	32.14%	32.50%	32.75%
医药商业					
收入	3,978.37	4,058.04	4,463.84	4,687.04	4,921.39
yoy	-4.21%	2.00%	10.00%	5.00%	5.00%
成本	3,571.05	3,615.22	3,972.82	4,171.46	4,380.04
毛利率	10.24%	10.91%	11.00%	11.00%	11.00%
医药工业					
收入	3,038.47	3,609.29	4,464.77	5,336.40	6,399.35
yoy	15.00%	18.79%	23.70%	19.52%	19.92%
成本	1,368.13	1,681.38	2,053.80	2,561.47	3,199.68
毛利率	54.97%	53.42%	54.00%	52.00%	50.00%
其他					
收入	147.79	120.73	120.73	120.73	120.73
yoy	-9.13%	-18.31%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	122.34	122.83	114.69	114.69	114.69
毛利率	17.22%	-1.74%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源: wind、西南证券。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7788.06	9049.34	10144.17	11441.47	净利润	849.27	130.73	317.44	407.85
营业成本	5419.44	6141.31	6847.63	7694.40	折旧与摊销	198.17	372.29	372.29	372.29
营业税金及附加	84.46	85.50	98.56	112.30	财务费用	225.65	189.29	151.01	155.64
销售费用	1564.64	1447.89	1623.07	1830.63	资产减值损失	31.41	30.00	30.00	30.00
管理费用	1014.58	995.43	1014.42	1144.15	经营营运资本变动	-1307.39	447.93	-11.16	-2.51
财务费用	225.65	189.29	151.01	155.64	其他	-102.72	-35.16	-29.23	-29.53
资产减值损失	31.41	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-105.61	1135.09	830.36	933.75
投资收益	1312.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	-241.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	610.24	25.07	2.99	0.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	368.62	25.07	2.99	0.94
营业利润	760.74	159.92	379.48	474.35	短期借款	16.16	-3018.80	0.00	0.00
其他非经营损益	113.76	-9.16	-10.92	-11.69	长期借款	770.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	874.50	150.76	368.57	462.65	股权融资	-111.91	2125.50	0.00	0.00
所得税	25.24	20.03	51.12	54.80	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	849.27	130.73	317.44	407.85	其他	-1141.16	-491.62	-151.01	-155.64
少数股东损益	-4.05	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-466.21	-1384.92	-151.01	-155.64
归属母公司股东净利润	853.32	130.73	317.44	407.85	现金流量净额	-203.09	-224.76	682.33	779.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1418.46	1193.70	1876.03	2655.08	成长能力				
应收和预付款项	1629.42	1908.83	2119.61	2394.38	销售收入增长率	8.70%	16.20%	12.10%	12.79%
存货	1829.07	2080.27	2320.25	2608.39	营业利润增长率	144.20%	-78.98%	137.30%	25.00%
其他流动资产	40.96	47.60	53.36	60.18	净利润增长率	268.36%	-84.61%	142.82%	28.48%
长期股权投资	34.17	34.17	34.17	34.17	EBITDA 增长率	50.24%	-39.09%	25.13%	11.02%
投资性房地产	291.91	306.51	303.52	302.58	获利能力				
固定资产和在建工程	2474.14	2251.62	2029.10	1806.58	毛利率	30.41%	32.14%	32.50%	32.75%
无形资产和开发支出	1159.21	1012.33	865.46	718.59	三费率	36.01%	29.09%	27.49%	27.36%
其他非流动资产	542.88	500.30	497.40	494.50	净利率	10.90%	1.44%	3.13%	3.56%
资产总计	9420.22	9335.33	10098.90	11074.45	ROE	66.56%	3.63%	8.11%	9.44%
短期借款	3018.80	0.00	0.00	0.00	ROA	9.02%	1.40%	3.14%	3.68%
应付和预收款项	2859.42	3741.37	4091.53	4544.20	ROIC	31.77%	8.41%	14.10%	18.53%
长期借款	868.91	868.91	868.91	868.91	EBITDA/销售收入	15.21%	7.97%	8.90%	8.76%
其他负债	1397.09	1128.22	1224.18	1339.22	营运能力				
负债合计	8144.21	5738.50	6184.62	6752.32	总资产周转率	0.80	0.96	1.04	1.08
股本	426.89	556.89	556.89	556.89	固定资产周转率	3.98	4.50	5.67	7.30
资本公积	208.05	2203.55	2203.55	2203.55	应收账款周转率	8.94	9.05	8.82	8.91
留存收益	714.17	844.90	1162.34	1570.19	存货周转率	3.03	3.12	3.09	3.10
归属母公司股东权益	1284.51	3605.34	3922.79	4330.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.44%	—	—	—
少数股东权益	-8.51	-8.51	-8.51	-8.51	资本结构				
股东权益合计	1276.00	3596.84	3914.28	4322.13	资产负债率	86.45%	61.47%	61.24%	60.97%
负债和股东权益合计	9420.22	9335.33	10098.90	11074.45	带息债务/总负债	47.74%	15.14%	14.05%	12.87%
					流动比率	0.73	1.14	1.27	1.38
					速动比率	0.46	0.69	0.81	0.91
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.53	0.23	0.57	0.73
					每股净资产	2.29	6.46	7.03	7.76
					每股经营现金	-0.19	2.04	1.49	1.68
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1184.57	721.50	902.79	1002.28					
PE	9.68	63.17	26.02	20.25					
PB	6.47	2.30	2.11	1.91					
PS	1.06	0.91	0.81	0.72					
EV/EBITDA	6.38	9.06	6.50	5.08					
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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn