

## 收入增长稳定, 加强费用控制

### 投资要点

- **事件:** 公司2017年前三季度营业收入、扣非净利润分别为66.2亿元、0.64亿元; 同比增速分别为15.8%、大幅扭亏; 2017Q3营业收入、扣非净利润分别为21.8亿元、0.34亿元, 同比增速分别为19%、大幅扭亏。
- **收入增长稳定, 加强费用控制。** 2017年前三季度营业收入约为66亿元, 同比增长约16%; 其中工业收入约为28亿元, 同比增长约为17%; 商业增长约为37亿元, 同比增长约为15.5%。具体产品来看, 天胶、益保世灵、小金片增长较快, 预计超过50%; 藿香正气口服液增速约为15%以上。但我们认为藿正为有序营销的重点品种, 预计渠道利益梳理完毕后将迎来增长。期间内扣非后净利润约为6400万元, 同比表现为扭亏, 具体分析如下: 1) 毛利率约为32.3%, 同比提升约为2.6个百分点, 主要原因为毛利率较高的工业收入增速较快, 公司收入结构发生变化所致; 2) 期间费用率约为29.1%, 同比下降约3.2个百分点; 其中销售费用率控制较好维持在16%附近, 管理费用同比下降接近9%。我们认为费用率下降, 主要和公司推进有序营销、扁平化管理以及机构人员优化有关。单季度来看, 2017Q3营业收入、扣非净利润分别为21.8亿元、0.34亿元, 同比增速分别为19%、扭亏。单季度收入增速稳定增长, 但净利润同比扭亏, 环比增长加速, 我们认为主要原因还是和单季度毛利率提升及费用控制有关。预计全年扣非净利润或超过1亿元。
- **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。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, 终端有序营销效果逐渐显现。且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增长; 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。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70倍、29倍、22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:** 产品销售或不达预期, 内部整合或不达预期, 定增发行或低于预期。

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	11	70	29	22
PB	7.1	2.5	2.3	2.1

数据来源: Wind, 西南证券

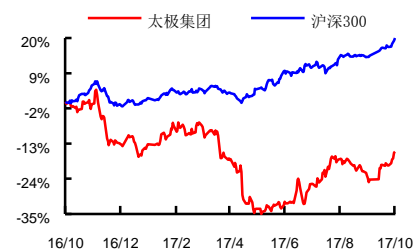
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 张肖星  
执业证号: S1250517080003  
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)	12.81-20.58
总市值(亿元)	69.93
总资产(亿元)	99.61
每股净资产(元)	2.86

### 相关研究

1. 太极集团(600129): 非公开发行进度超预期, 公司发展进入新阶段(2017-08-14)

**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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-105.61</b>	<b>1135.09</b>	<b>830.36</b>	<b>933.75</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>368.62</b>	<b>25.07</b>	<b>2.99</b>	<b>0.94</b>
<b>营业利润</b>	<b>760.74</b>	<b>159.92</b>	<b>379.48</b>	<b>474.35</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>874.50</b>	<b>150.76</b>	<b>368.57</b>	<b>462.65</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-466.21</b>	<b>-1384.92</b>	<b>-151.01</b>	<b>-155.64</b>
归属母公司股东净利润	853.32	130.73	317.44	407.85	<b>现金流量净额</b>	<b>-203.09</b>	<b>-224.76</b>	<b>682.33</b>	<b>779.05</b>
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	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>9420.22</b>	<b>9335.33</b>	<b>10098.90</b>	<b>11074.45</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8144.21</b>	<b>5738.50</b>	<b>6184.62</b>	<b>6752.32</b>	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1276.00</b>	<b>3596.84</b>	<b>3914.28</b>	<b>4322.13</b>	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%
					<b>每股指标</b>				
					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	10.69	69.78	28.74	22.37					
PB	7.15	2.54	2.33	2.11					
PS	1.17	1.01	0.90	0.80					
EV/EBITDA	6.94	10.26	7.45	5.94					
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 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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