

医药制造

西南药业

评级: 买入

研究员

庞剑锋

010-88086830-690

pangjf@rxzq.com.cn

西南药业与上证指数走势对比图



进入价值创造的最佳时期

投资要点

- 西南药业，位于重庆，是西部生产普药的最大企业，实际控制人为重庆国资委。公司将受益于中央政府对基层医疗单位投入的增加，以及即将由地方政府主导的基本药物采购。目前，公司正处在快速发展的大气候中。
- 值得注意，西南药业本身也具备了抓住大好机遇的条件。经过一轮管理层人事调整，四十岁出头的董事长和总经理全面领导了公司，激励机制得到了显著的加强，管理成本发生了连续的下降，销售状况得到了明显的改善。内外部因素几乎完美的结合，正在创造公司超高速发展的历史。最近几个月的周末，公司都在加班加点地生产。
- 随着房屋销售量的回升，土地市场的回暖可以期待，公司土地的价值将与日俱增。江北区黄泥磅的 122 亩土地，为市中心地带，直接受益于重庆“两江新区”的规划。对于成都双流机场附近的土地，随着地震事件的结束，在公司控股股东太极集团的统一安排下，公司正在与潜在的土地买家接触。公司的土地价值将在近一两年内得到凸显。
- 不考虑成都的土地，估计西南药业土地的价值至少在 10 亿元以上。实际土地价值与账面价值相比，增值至少 8.75 亿元。随着土地市场的回暖，这些土地价值将逐年增加，因此估值的时候不需要打折扣。
- 预计西南药业在 2009~2011 年的净利润分别为 58105 万元、7553 万元、9819 万元，对应的每股收益为 0.30 元、0.39 元、0.51 元。医药业务的估值中枢为 13.4 亿元，对应 2009 年 23 倍市盈率。
- 综合而言，公司的总体估值为 23.48 亿元，与 4 月 8 日收盘市值 14.7 亿元相比，有 60% 的升值空间。如果公司业绩超预期，市场可能对医药业务的估值更高，不排除股价有进一步升值的空间。
- 市场之所以低估了该公司，主要原因是市场对管理层改善的认识不充分，对公司的品牌和研发实力认识不够，对土地价值认识不及时。本人对西南药业给予“买入”评级，一年内目标价 12.2 元，建议投资者强烈关注。

1、西南药业基本面分析

1.1 医药主营业务进入新的发展阶段

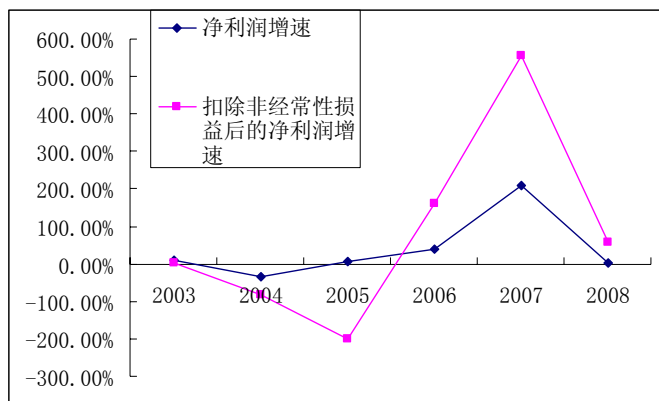
4月6日《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》正式公布。4月7日，国务院进一步发文《2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案》。这次医疗改革的有两方面的重点：第一、扩大医保的覆盖面积，要求在到2011年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民；第二、提高单个居民的医保水平，2010年各级财政对城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗的补助标准提高到每人每年120元，另外，2009年人均基本公共卫生服务经费标准不低于15元，到2011年不低于20元。

国家为了实现扩大医保覆盖面积和提高单位居民的医保水平，必须建立基本药物制度。所谓基本药物制度，应该是政府采购一部分药品作为所有基层医疗机构的储备药物。在政府采购的过程中，地方政府将发挥主导作用。

西南药业拥有470余个品规，常年生产品种200多个，比如大输液、益保世灵（抗菌消炎用）都是普通诊所常用的药物，并且绝大部分产品进入医保目录。可以说，西南药业的产品恰恰是医疗改革当中要加大采购的主要产品。西南药业作为太极集团下属公司，实际控制人是重庆国资委，且在川渝一带具有较好的品牌，在地方政府的采购过程中具有绝对优势。

医改的推进，作为最重要的外部环境之一，可以有效地帮助西南药业发展壮大。另外，在内部因素上，西南药业也发生了重大的变化。内外因素的相互促进，决定了西南药业未来的高成长性。自从太极集团在2003年控制西南药业以后，西南药业的发展历史可以分为两大阶段：陈董事长阶段和李董事长阶段。陈自从2003年4月担任董事长；2006年3月起，李担任董事长。这两个阶段，西南药业呈现明显的区别。

图一：西南药业的净利润变化

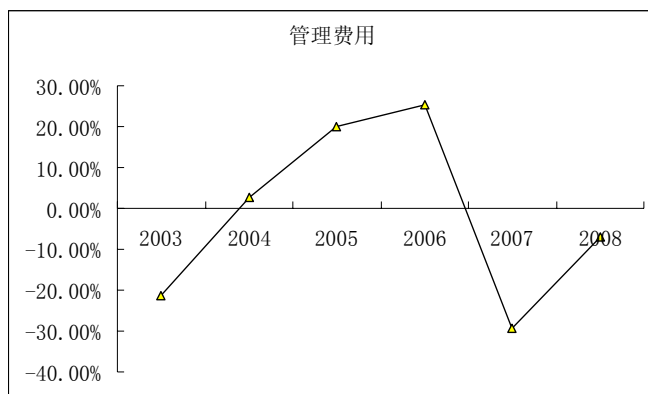


在陈董事长阶段，扣除非经常性损益后的净利润增速从基本零增长变成了负增长。而到了李董事长阶段，该项指标变成了正增长。2005年的扣除非经常性损益后的净利润为亏损324万，而2006年扭亏为盈，盈利203万。严格地说，上图中2006年的数据是不存在的，这里只是沿用了公司年报中的数据，去掉负号得到的。由于净利润基数比较小，2007年出现了超高速增长。

通过查阅公司年报得知，2003年陈董事长上任的时候已经是55岁高龄，接近退休年龄。一般而言，这个阶段的管理者更偏保守，进取心不是很强，要让他对一个基本不赚钱的公司进行改革，把丑小鸭变成小天鹅的确有点勉为其难。到了2006年，李标担任董事长，年龄39岁。这个年龄段的人正好是经验比较丰富，精力比较旺盛的黄金时期。再加上李标曾经在市场经济较为发达的浙江绍兴的东方制药厂工作过，后来又担任集团公司的销售副总，具有较强的销售人员经常具有积极进

取精神。这样的人来到西南药业之后，公司发生较大变化是可以理解的。2007 年，太极集团又调来曾经担任重庆太极销售副总的袁平东，其比李标小一岁。袁平东的到来又给公司注入了一股新的进取的力量。

图二：西南药业的管理费用变化



从上表来看，2007 年、2008 年的管理费用都出现了负增长，的确体现了两位老总锐意进取的改革所带来的效果。根据调研得来的信息，管理费用之所以出现下降，其中一个原因是收缩了中级管理人员的财务权限，从而减少了不必要的吃喝喝的开支。2008 年初，公司曾经发生过几天罢工事件，主要原因是工人要求补五险一金。为此公司专门额外支出了大约 1000 万，给工人补上了五险一金，解决了历史遗留问题。在这种情况下，2008 年管理费用依然还能下降，的确难能可贵。

不过，作为国有企业毕竟有其局限性：管理层持股太少。幸运的是，管理者依然能在有限的范围内进行合理的激励，从而提高管理层的工作积极性。根据调研得来的信息，以前某些高级管理人员拿的仅仅是固定工资，没有奖金，但是从 2008 年开始，有奖金了！在上述的激励机制下，员工工作积极性有了很大的提高。最近几个月的星期六都要加班，但是做得越多奖金越高，工人的积极性提高了许多。

综合外部和内部因素的改善，我们预计 2009 年~2011 年是增长速度最快的三年，主营业务的正常增长速度可以达到 30%。考虑到 2008 年 1000 万元管理费用的额外支出，加回 1000 万元，扣除掉税收因素，得到净利润为 4469 万元，在此基础上增长 30% 则得到 5810 万元，对应的每股收益 0.30 元。2010 年、2011 年的净利润为 7553 万元、9819 万元，对应的每股收益为 0.39 元、0.51 元。

1.2 土地资产受益于房地产市场回暖

除了医药主业发展进入一个高速发展阶段以外，公司的部分土地资产也即将出售。土地的出售将直接增加公司的自由现金流，值得高度关注。根据西南药业控股股东太极集团的高管透露，计划在成都通过土地销售收回 12 亿元~15 亿元的现金，其中成都有一块地便是西南药业下属的卫生制药所占有。根据调研得知，成都双流机场附近的土地目前正在和有意向的买家谈判。但是由于价格目前并未确定，暂时先不纳入估值计算。

对于西南药业的土地，在本文中暂时主要考虑两块：厂区的土地和黄泥磅的土地。

目前西南药业的厂区座落在沙坪坝区天星桥 21 号。此处为较为繁华的商业区。根据重庆市的规划，此处工厂应该搬迁，公司也有搬迁计划。此处土地一共 82806 平米，在 2005 年 6 月，其中 58931 平米用途变更为商业和住宅，其余 23875 平米作为市政道路和公益设施建设用地。该部分土地价值不可忽视。2007 年重庆金融街置业有限公司曾经在此附近拍下一块地，每亩 451 万元，其位置距离西南药业大约 5 公里，临近高速公路，更加偏西部郊区。因此，对这 58931 平米可以按照 451

万元/亩计算其价值。58931 平米相当于 88 亩，按照每亩 451 万计算，相当于 3.97 亿元。

在黄泥磅的土地位于江北区，为西南药业旗下的大易地产公司所占有，是目前重庆规划的“两江新区”的核心地带，具有非常大的增值空间。目前太极集团正在该地办公。根据太极集团的计划，该地块计划卖给房地产开发商，但是今年上半年还不会处理。西南药业在黄泥磅有 85102 平米的土地，其中 81240 平米于 2005 年转为居住用地。考虑到该地块的区位优势，未来“两江新区”的推动，该地块的合理单价应该在 500 万元/亩以上。2008 年，房地产市场萧条的时候，重庆的东大房地产开发公司曾经 3 公里附近的在五里店按照 416 万/亩的单价拍下一块商业用地。现在房地产市场正在回暖，土地交易有望重新活跃起来，随着两江新区的政策落实，目前应该可以卖 500 万元/亩。按照 500 万元/亩的单价计算，黄泥磅的土地价值大约 6.1 亿元。

天星桥和黄泥磅的土地价值 10.07 亿元。2005 年报表中两块土地合计为 1.4 亿元，经过三年折旧大约 840 万元，去掉这三年的折旧，目前的账面价值为 1.316 亿元。经过重估后，新增价值 8.75 亿元。当然，对于这样的估计，太极集团可能会因为嫌少而提出反对。但是保守的估值可以给投资者更多的安全边际。

2、总体估值和投资建议

2.1 总体估值

乐观估计，对于高成长的医药主营业务，按照 09 年 30 倍的市盈率估计，合理价值应该是 17.4 亿元。医药主营业务的价值加上两块土地的增值部分，整个公司的合理价值大约 27.47 亿元，对应当前市值为 14.7 亿元（按照 4 月 8 日收盘价计算）有 87% 的升幅。保守地，对于高成长医药主营业务，按照 08 年 30 倍的市盈率来估计，则主营业务的价值为 11.2 亿元，加上两块土地的增值部分则整体合理估值为 21.27 亿元，相对当前市值有 45% 的升幅。但是 08 年还有 1000 万元的一次性的五险一金的提取，所以按照 08 年的净利润的 30 倍市盈率估计，相对其他医药股是比较保守的。适中的估值应该按照加回去 1000 万元五险一金的净利润（即 4469 万元）进行估值，则得到 13.4 亿元的医药业务价值。加上两块土地的增值部分则整体合理估值为 23.48 亿元，相对当前市值存在 60% 的升值空间，对应目标价 12.2 元。

2.2 低估的原因

市场之所以低估了该公司的价值，主要原因有三：

- 第一、市场可能简单地按照市盈率进行估值。西南药业过去几年的净利润比较少，调控的空间较大，按照通常的净利润给予一定的市盈率进行估计很不准确。必须将净利润进行一定程度的调节，才可以进行市盈率估值。
- 第二、市场可能认为该公司的产品比较普遍，技术壁垒并不高。但是实际上，西南药业的研发一直在太极集团的整体指导下进行的，而太极集团的研发实力是非常强的，比如太罗等治疗糖尿病的产品疗效非常好，冬虫夏草的产业化也在进行中。另外，技术壁垒的核心意义是经济垄断性。在一个快速消费品行业，虽然没什么独门技术，但是品牌企业照样获得一定的经济垄断性。西南药业作为西南地区最大的普药生产基地，具有极强的品牌，同样的产品哪怕价格高一点市场也会选择西南药业。不妨看一下啤酒行业的估值，2008 年的市盈率基本上都在 30 倍以上。啤酒行业的成长性显然是不能和普通药品行业的成长性相比。
- 第三、市场还没来得及认识到土地资产的价值。太极集团本来在 2008 年想处理土地，但

是 2007 年底房地产市场开始走下坡路，并且在 2008 年发生四川地震，从而拖延了卖地时机，因而土地价值没有被重视。目前，随着房屋销售量的回暖，土地的回暖将是接踵而至的事件，土地资产必然会得到敏锐的投资者的迅速认可。同时，地震也过去了，太极集团也在 2008 年的年报里披露了卖地的计划。这将使得西南药业土地的价值不再是空中楼阁，而是很快将变成实实在在的现金。

2.3 投资建议和风险提示

由于以上这些原因，目前西南药业的股价处在估值底线之下，但是随着管理层能量的发挥，随着业绩的释放，市场迟早会认识到该公司的价值。简单地按照市盈率估值的投资者，不妨做一个设想，今年卖了成都双流机场那块地，那么今年的净利润可能实现 200% 以上的增长，而市盈率可能变成 10 倍了，这样的市盈率并不具备太多参考意义。

目前重庆两江新区还没有完全落实，随着以后政策的落实，土地价值会逐年增加，因此即使今年不卖地，以后卖掉，其现金流折现的价值也不会减少，甚至可能会增加。逻辑上，一个理性的投资者可以花七八亿元绝对控股西南药业，然后在两江新区政策落实之后，将黄泥磅的土地转手卖掉，基本上可以收回本金。收回本金之后，还可以在太极集团（600129）上重复相同的事情。这样一来，可以达到不花一分钱获得西南药业的绝对控股权的目的。

主营业务业绩的高成长清晰可见，土地价值与日俱增，此外还有三大关联企业重组的预期。鉴于此，本人预计，最晚在 2010 年年初，西南药业的股价将达到 12.6 元的目标价，如果业绩或者两江新区的力度超预期，那么有可能挑战更高的目标。在目前股价，本人给予“买入”的投资评级。

该公司的风险监测点主要包括业绩可能不及预期，两江新区政策不落实等。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。