

2017年04月09日

西藏药业 (600211.SH)

公司定增终于获得批文，内生+外延双轮驱动公司经营与业绩拐点显著

■公司公告，获得定增事项批文。至此，公司早在2015年10月就开始停牌规划的定增事宜终于即将结束，定增基准价为35.02元/股，定增价格采取定增基准价与发行日前20个交易日均价70%孰高决定。

■康哲药业口径披露的代理公司主打产品销售增速均显著高于公司口径，反映公司产品真实增速超出年报披露口径数据：公司2016年年报披露，新活素销售增速15.2%，诺迪康销售增速5%，由于公司新活素和诺迪康均交由大股东康哲药业买断式代理，因此，公司披露的上述品种销售在一定程度上是由给康哲药业的发货量决定的，而康哲药业代理上述两个产品的销售，才是真正的反映终端需求和销售的，康哲药业2016年年报显示，新活素销售收入5.4亿元，同比增长25.2%，诺迪康销售收入1.22亿元，同比增长48.8%，均保持快速增长，远超公司披露的口径，我们认为，这可能是公司与康哲药业之间的发货口径差异导致，我们判断，公司2017年的销售收入将在发货补库存的因素下叠加终端良好的销售增长，实现快速增长。

■公司基本面持续发生积极变化：1、2014年底以来，通过先后股权转让及定增，康哲药业对公司的持股比例持续提升，对公司的主导地位愈发显著，在一定程度上，公司已经成为康哲药业A股重要的发展平台；2、康哲药业以销售见长，2000多医药代表直接学术推广覆盖12000多医院，以及1200分销商代理覆盖8000多家医院。渠道网络布局强大。特别是在心内科，学术推广能力极强，与公司新活素、诺迪康、依姆多具有极大协同性；3、康哲药业主导公司持续实施外延式并购，于2016年3月并购的阿斯利康品牌药依姆多PE仅12倍左右，我们预计，此次定增完成后，充足的现金将为公司继续实施外延式并购提供了可能；4、2013年，公司经营利润仅盈亏平衡，除了康哲药业代理的新活素盈利外，其他业务大幅亏损；而2016年经营性净利润1.7亿元，原有主营业务也持续保持快速增长。

■2017年公司业绩高速增长值得期待，主要增长点来自：1、依姆多2016年5月份才开始并表，仅半年多就贡献净利润6870万元，而2017年将实现全年并表，极大增厚公司净利润。2、我们预计，受发货口径差异，2016年公司新活素、诺迪康的销售表现增速被低估，从康哲药业的终端销售数据可以看出，因此，2017年我们预计公司将实现上述品种反弹时高速增长。3、公司定增完成后，募集资金到位有望为公司再次实施外延式并购奠定基础，我们判断外延式并购方面可能有望超预期。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月公司目标价70元。我们预计，

公司快报

证券研究报告

中成药

投资评级 买入-A

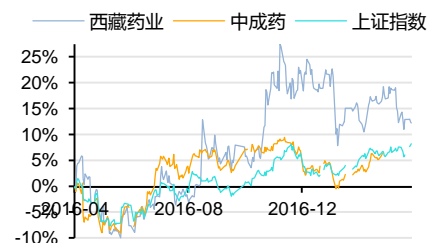
首次评级

6个月目标价：70元
股价(2017-04-07) 51.10元

交易数据

总市值(百万元)	7,439.60
流通市值(百万元)	5,830.97
总股本(百万股)	145.59
流通股本(百万股)	114.11
12个月价格区间	41.19/58.01元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.28	-11.96	4.44
绝对收益	-5.86	-7.76	14.54

周小刚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040001
zhouxg@essence.com.cn

姚凯飞

报告联系人

yaokf@essence.com.cn

相关报告

公司 2017~2019 年净利润 3.06 亿、3.94 亿、5.26 亿元，分别同比增长 55%、29%、33%，暂不考虑定增摊薄，当前股价对应 2017 年 PE 24 倍，定增完成后，14 亿左右募集资金到位，我们判断会为公司继续推进外延式并购提供了可能，康哲药业持股比例大幅提升后，公司作为其 A 股平台的价值愈发显著，中长期看成长空间巨大，首次覆盖给予公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 70 元，不考虑定增摊薄，相当于 2017 年 32.6 倍，2018 年 25.6 倍的动态市盈率。

■风险提示：产品销售低于预期；外延式并购预期落地进度低于预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,382.8	796.8	1,230.1	1,583.3	2,113.7
净利润	91.6	198.3	306.5	394.4	526.3
每股收益(元)	0.63	1.36	1.85	2.38	3.17
每股净资产(元)	3.36	4.54	5.95	8.33	11.51

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	81.2	37.5	27.6	21.5	16.1
市净率(倍)	15.2	11.3	8.6	6.1	4.4
净利润率	6.6%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净资产收益率	18.7%	30.0%	31.0%	28.5%	27.6%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	50.9%	120.8%	140.2%	31.8%	31.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,382.8	796.8	1,230.1	1,583.3	2,113.7	成长性					
减:营业成本	935.5	188.6	290.4	373.1	497.4	营业收入增长率	-17.1%	-42.4%	54.4%	28.7%	33.5%
营业税费	9.8	10.4	13.5	17.4	21.8	营业利润增长率	315.9%	78.0%	83.9%	28.0%	33.7%
销售费用	315.5	357.1	528.3	651.5	880.4	净利润增长率	336.8%	116.4%	54.6%	28.7%	33.4%
管理费用	48.3	43.8	59.4	79.9	105.1	EBITDA 增长率	181.5%	117.9%	75.0%	27.0%	26.4%
财务费用	-2.7	8.4	1.1	23.0	21.4	EBIT 增长率	315.7%	90.6%	76.6%	34.2%	31.7%
资产减值损失	-0.3	1.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	365.4%	100.6%	73.7%	34.9%	31.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-15.5%	49.6%	495.4%	32.5%	24.8%
投资和汇兑收益	30.0	2.3	11.5	8.5	9.5	净资产增长率	17.3%	35.5%	49.9%	40.2%	38.3%
营业利润	106.6	189.8	349.0	446.7	597.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	32.2	-	-	-	毛利率	32.3%	76.3%	76.4%	76.4%	76.5%
利润总额	106.3	222.0	349.0	446.7	597.1	营业利润率	7.7%	23.8%	28.4%	28.2%	28.2%
减:所得税	15.6	22.6	40.8	50.0	67.8	净利润率	6.6%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	91.6	198.3	306.5	394.4	526.3	EBITDA/营业收入	8.4%	31.9%	36.1%	35.6%	33.7%
						EBIT/营业收入	7.5%	24.9%	28.5%	29.7%	29.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	28	56	44	36	29
货币资金	319.2	373.4	-	-	-	流动营业资本周转天数	7	-288	-335	-284	-291
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	169	254	139	80	76
应收账款	23.9	87.6	80.9	127.1	160.6	应收帐款周转天数	21	25	25	24	25
应收票据	13.1	17.8	22.2	30.8	40.2	存货周转天数	56	50	34	37	37
预付帐款	1.7	1.3	1.6	2.2	2.9	总资产周转天数	228	677	740	745	725
存货	126.1	94.2	135.4	188.7	245.1	投资资本周转天数	42	83	224	347	333
其他流动资产	-0.0	67.1	67.6	46.8	48.2	投资回报率					
可供出售金融资产	24.8	64.5	64.5	64.5	64.5	ROE	18.7%	30.0%	31.0%	28.5%	27.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	8.7%	11.1%	10.5%	11.2%
长期股权投资	9.5	50.1	50.1	50.1	50.1	ROIC	50.9%	120.8%	140.2%	31.8%	31.5%
投资性房地产	33.1	39.1	39.1	39.1	39.1	费用率					
固定资产	104.4	144.8	153.5	164.4	170.4	销售费用率	22.8%	44.8%	43.0%	41.2%	41.7%
在建工程	2.1	3.7	5.4	7.1	8.8	管理费用率	3.5%	5.5%	4.8%	5.0%	5.0%
无形资产	33.3	1,332.6	2,122.8	3,037.6	3,879.0	财务费用率	-0.2%	1.1%	0.1%	1.5%	1.0%
其他非流动资产	15.1	14.3	14.3	14.3	14.3	三费/营业收入	26.1%	51.4%	47.9%	47.7%	47.6%
资产总额	706.3	2,290.7	2,768.4	3,783.6	4,734.0	偿债能力					
短期债务	44.8	44.8	445.9	476.0	378.4	资产负债率	31.2%	71.3%	64.4%	63.4%	59.6%
应付帐款	67.5	1,387.6	1,181.8	1,728.2	2,212.0	负债权益比	45.4%	248.0%	180.6%	173.5%	147.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.52	0.40	0.18	0.17	0.18
其他流动负债	80.0	172.3	126.2	168.2	203.1	速动比率	1.86	0.34	0.10	0.09	0.09
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-39.11	23.57	328.43	20.38	28.95
其他非流动负债	28.2	27.8	27.8	27.8	27.8	分红指标					
负债总额	220.4	1,632.5	1,781.8	2,400.3	2,821.3	DPS(元)	0.19	-	-	-	-
少数股东权益	-3.6	-2.4	-0.7	1.6	4.7	分红比率	30.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	145.6	145.6	165.8	165.8	165.8	股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	339.5	510.2	816.6	1,211.1	1,737.3						
股东权益	485.9	658.2	986.6	1,383.4	1,912.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	90.7	199.4	306.5	394.4	526.3	EPS(元)	0.63	1.36	1.85	2.38	3.17
加:折旧和摊销	12.5	55.6	81.4	115.0	143.4	BVPS(元)	3.36	4.54	5.95	8.33	11.51
资产减值准备	-0.3	1.1	-	-	-	PE(X)	81.2	37.5	27.6	21.5	16.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.2	11.3	8.6	6.1	4.4
财务费用	7.3	8.4	12.3	23.0	21.4	P/FCF	258.9	59.4	-22.0	-3,720.5	-2,769.4
投资损失	-30.0	-2.3	-11.5	-8.5	-9.5	P/S	5.4	9.3	6.9	5.4	4.0
少数股东损益	-0.9	1.1	1.8	2.3	3.1	EV/EBITDA	51.8	29.3	19.8	15.7	12.3
营运资金的变动	75.8	-65.8	-291.5	500.5	417.4	CAGR(%)	63.5%	38.5%	148.0%	63.5%	38.5%
经营活动产生现金流量	133.9	250.2	98.9	1,026.9	1,102.0	PEG	1.3	1.0	0.2	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	3.8	-330.1	-881.4	-1,033.9	-983.1	ROIC/WACC	4.7	11.1	12.9	2.9	2.9
融资活动产生现金流量	-85.7	-22.5	409.1	7.0	-119.0	REP	8.8	3.0	0.5	1.7	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周小刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034