

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

西藏药业 (600211)

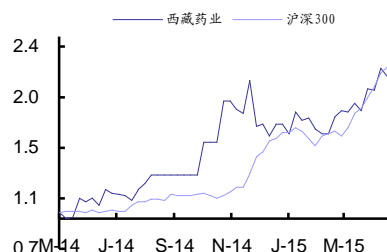
买入

2015 年一季报点评

(首次评级)

2015 年 04 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	146/114
总市值/流通 (百万元)	6,699/5,250
上证综指/深圳成指	4,394/14,599
12 个月最高/最低元)	49.78/19.94

相关研究报告:

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001

证券分析师: 林小伟

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩拐点明确, 未来三年高成长可期

● 15Q1 净利润增 2.09%, EPS0.057 元, 业绩基本符合预期

2015 年一季度, 公司实现营业收入 4.67 亿元 (+25.19%), 归母净利润 820 万元 (+2.09%), EPS 0.057 元, 基本符合预期。一季度历来是公司经营的淡季, 营业收入仍保持了稳健的增长势头, 我们判断, 一方面来自于占收入主导的商业公司本草堂取得了稳健的业绩, 同时公司工业产品新活素和诺迪康也实现了高速增长。报告期内公司的销售费用为 5846 万元, 同比增长 17.50%, 低于营业收入的增幅, 表明改革后公司的费用控制初步取得成效。

● 主营产品均由大股东独家代理销售, 未来高成长前景明确

主营产品新活素是急性心衰的重点品种, 自 2008 年由康哲药业 (14 年 11 月成为第一大股东) 代理至今, 公司一直与康哲药业建立了良好的信任和稳固的合作。经过几年的推广和培育, 产品逐步步入高速增长期, 我们预计未来新活素随着医院终端数量的扩大、学术推广力度的加强以及国际上同类产品的逐步恢复上市, 新活素有继续实现高速增长。

在康哲成药业为公司大股东后, 15 年 1 月 14 日晚发布公告称, 授予康哲药业在全球市场的诺迪康胶囊独家代理总经销权, 并协议 15-17 年的诺迪康胶囊 (以每盒每粒 0.28 克 20 粒装计算) 销售分别达到 800、1100 和 1450 万盒。

由于新活素和诺迪康胶囊的销售扣率均已固定, 这实际上有效保障了西藏药业的利益, 确保了未来公司业绩的成长性。

● 新的管理团队值得看好, 药品批发业务有望恢复盈利

公司股东变革后, 以总经理郭远东为首的管理团队迅速就位, 短时间就顺利理清了公司的管理体系, 并与第一大股东签订诺迪康胶囊代理协议。未来管理团队的主要销售任务集中在其他几个品种上, 如雪山金罗汉止痛涂膜剂、十味蒂达胶囊等多个藏药独家品种。其中, 金罗汉作为骨伤科软组织扭挫伤类 OTC 甲类药物, 进入国家医保目录。两大主营产品交由大股东代理后, 公司将着重做大做强金罗汉、十味蒂达胶囊等产品。

同时, 过去经营不善的药品批发业务毛利率多年来维持在 2% 附近, 在医药商业大变革和商业价值重估的大背景下, 管理团队有望推动商业批发恢复造血功能。

● 风险提示。产品价格下降; 医药政策的波动。

● 公司业绩拐点明确, 首次给予“买入”评级

我们看好第一、二大股东间的良好合作, 以及未来三年公司业绩的成长性。我们预测公司 15-16 年 EPS 为 0.52、0.90 和 1.40 元, 同比增长 257.4%、74.7% 和 55.1%。考虑到公司的高成长性, 我们给予公司 16 年 PEG 为 0.80, 对应目标价为 53.78 元, 首次给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,402	1,668	2,002	2,372	2,763
(+/-%)	14.8%	19.0%	20.0%	18.5%	16.5%
净利润(百万元)	27	21	75	131	203
(+/-%)	-11.1%	-22.7%	257.4%	74.7%	55.1%
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.14	0.52	0.90	1.40
EBIT Margin	2.7%	1.6%	4.9%	7.0%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	7.0%	5.2%	16.4%	23.9%	29.4%
市盈率 (PE)	246.7	319.3	89.3	51.1	33.0
EV/EBITDA	133.2	173.5	67.0	41.2	27.6
市净率 (PB)	17.2	16.6	14.7	12.2	9.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	300	300	300	300
应收款项	171	219	260	303
存货净额	305	359	420	483
其他流动资产	34	50	59	69
流动资产合计	811	928	1039	1155
固定资产	109	109	108	105
无形资产及其他	23	23	23	23
投资性房地产	94	94	94	94
长期股权投资	10	10	10	10
资产总计	1046	1164	1274	1387
短期借款及交易性金融负债	135	395	330	217
应付款项	227	278	325	374
其他流动负债	244	227	263	300
流动负债合计	605	900	918	891
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	27	29	31	33
长期负债合计	27	(201)	(199)	(197)
负债合计	632	699	719	694
少数股东权益	10	8	6	2
股东权益	404	457	549	691
负债和股东权益总计	1046	1164	1274	1387

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.14	0.52	0.90	1.40
每股红利	0.08	0.15	0.27	0.42
每股净资产	2.78	3.14	3.77	4.74
ROIC	6%	13%	20%	30%
ROE	5%	16%	24%	29%
毛利率	20%	22%	23%	24%
EBIT Margin	2%	5%	7%	9%
EBITDA Margin	3%	6%	8%	10%
收入增长	19%	20%	19%	17%
净利润增长率	-23%	257%	75%	55%
资产负债率	61%	61%	57%	50%
息率	0%	0%	1%	1%
P/E	319.3	89.3	51.1	33.0
P/B	16.6	14.7	12.2	9.7
EV/EBITDA	153.2	67.0	41.2	27.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1668	2002	2372	2763
营业成本	1328	1561	1826	2100
营业税金及附加	8	10	11	12
销售费用	246	280	308	332
管理费用	54	53	60	67
财务费用	(1)	(2)	(3)	(7)
投资收益	2	2	2	2
资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	26	93	163	253
营业外净收支	1	1	1	1
利润总额	27	94	164	254
所得税费用	6	22	38	58
少数股东损益	(1)	(3)	(5)	(7)
归属于母公司净利润	21	75	131	203

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	21	75	131	203
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	16	13	14	16
公允价值变动损失	8	8	8	8
财务费用	(1)	(2)	(3)	(7)
营运资本变动	(198)	(82)	(26)	(29)
其它	(1)	(1)	(2)	(3)
经营活动现金流	(153)	13	125	194
资本开支	(23)	(21)	(21)	(21)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(3)	(21)	(21)	(21)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(12)	(22)	(39)	(61)
其它融资现金流	21	260	(65)	(112)
融资活动现金流	(2)	8	(104)	(173)
现金净变动	(158)	0	0	0
货币资金的期初余额	458	300	300	300
货币资金的期末余额	300	300	300	300
企业自由现金流	(181)	(15)	95	160
权益自由现金流	(159)	17	33	53

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		银行	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱波	0755-82133390
		苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lpei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				