

2015年08月16日

西藏药业 (600211.SH)

中期业绩符合预期，经营拐点明确

- **中期业绩符合预期，经营拐点明确。**公司15年上半年实现销售收入9.15亿元，同比增长20%，归属上市公司股东净利润2441万元，同比增长19%，扣后归母净利润2420万元，同比增长19%，EPS0.17元；Q2季度单季实现营业收入4.49亿元，同比增长15%，归母净利润1610万元，同比增长30%。我们认为15年上半年是公司的经营调整期，随着公司股权关系理顺，经营拐点、业绩拐点已经出现。
- **工业产品增长迅速，持续放量可期。**(1) 2015年上半年自有产品销售收入比上年同期增加44.91%，主要是新活素及注射用丙戊酸钠销售收入增加影响所致；但相应的毛利率同比下降8.93%，主要原因系丙戊酸钠生产成本上升导致，丙戊酸钠是临床份额最大的抗癫痫用药，国内一共4家企业生产企业，包括两家原研和两家内资，预计西藏药业的注射用丙戊酸钠潜在市场空间在1亿元左右；(2) 口服品种与去年基本持平，预计主要由诺迪康营销调整有望，2015年2月2日起，诺迪康胶囊由区域性经销变更为由深圳康哲药业有限公司全国总经销，短期调整后预计下半年增长恢复。
- **品种优势支撑公司长期成长。**核心产品新活素作为治疗心衰药物优势明显，经过康哲药业多年学术推广已经进入放量阶段，预计3-5年内将成为过10亿的大品种；独家心血管药物诺迪康胶囊进入新版基药目录，同样具备大品种潜力。现存品种可以支撑起公司未来3-5年的成长空间。
- **投资建议。**预计公司15-17年EPS分别为0.57/1.27/1.82元。2014年底林刚董事长主导的康哲药业接手西藏药业成为公司第一大股东，2015年5月份新凤凰城进一步减持至5%以下，股权关系逐步理顺，经营走上正轨，业绩逐步释放，同时康哲对西藏药业的资本运作也值得期待。给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**经营改善不及预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,402.2	1,668.0	1,322.1	919.5	1,287.3
净利润	27.2	21.0	83.7	185.4	265.1
每股收益(元)	0.19	0.14	0.57	1.27	1.82
每股净资产(元)	2.67	2.78	3.03	3.89	5.12
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	283.0	366.3	91.8	41.5	29.0
市净率(倍)	19.8	19.0	17.4	13.6	10.3
净利润率	1.9%	1.3%	6.3%	20.2%	20.6%
净资产收益率	7.0%	5.2%	19.0%	32.7%	35.6%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.4%	0.8%	1.2%
ROIC	6.0%	391.0%	50.6%	88.6%	118.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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

63.50元

股价(2015-08-14)

52.78元

交易数据

总市值(百万元)	7,684.19
流通市值(百万元)	6,022.67
总股本(百万股)	145.59
流通股本(百万股)	114.11
12个月价格区间	28.39/60.17元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-11.27	29.42	11.52
绝对收益	-12.21	16.08	85.91

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001
wuyyq@essence.com.cn
010-66581629

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,402.2	1,668.0	1,322.1	919.5	1,287.3	成长性					
减:营业成本	1,122.5	1,328.3	834.6	211.5	296.1	营业收入增长率	14.8%	19.0%	-20.7%	-30.5%	40.0%
营业税费	6.6	8.0	6.5	4.4	6.2	营业利润增长率	-9.2%	196.1%	271.7%	125.8%	43.7%
销售费用	207.4	246.2	337.1	423.0	592.2	净利润增长率	-11.1%	-22.7%	298.8%	121.6%	43.0%
管理费用	42.9	54.0	52.9	55.2	77.2	EBITDA 增长率	1.5%	20.2%	183.7%	98.5%	38.7%
财务费用	8.4	-0.6	8.6	4.3	0.2	EBIT 增长率	-3.6%	46.4%	315.2%	111.3%	41.0%
资产减值损失	7.8	8.1	8.2	8.0	8.1	NOPLAT 增长率	-19.4%	40.1%	363.1%	111.3%	41.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-97.9%	3,477.9	20.6%	5.2%	108.4%
投资和汇兑收益	2.1	1.6	21.0	2.0	2.0	净资产增长率	3.6%	3.8%	8.7%	28.0%	31.0%
营业利润	8.7	25.6	95.3	215.2	309.3	利润率					
加:营业外净收支	21.4	0.9	3.1	2.9	2.6	毛利率	20.0%	20.4%	36.9%	77.0%	77.0%
利润总额	30.1	26.5	98.4	218.1	311.9	营业利润率	0.6%	1.5%	7.2%	23.4%	24.0%
减:所得税	6.1	6.3	14.8	32.7	46.8	净利润率	1.9%	1.3%	6.3%	20.2%	20.6%
净利润	27.2	21.0	83.7	185.4	265.1	EBITDA/营业收入	2.5%	2.5%	8.9%	25.3%	25.1%
						EBIT/营业收入	1.2%	1.5%	7.9%	23.9%	24.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	22	20	28	38	25
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	流动营业资本周转天数	-9	-11	17	39	67
货币资金	458.1	300.2	277.7	294.7	270.3	流动资产周转天数	197	186	245	304	202
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	31	28	100	167	100
应收账款	118.4	138.3	596.2	255.4	459.8	存货周转天数	62	62	54	20	20
应收票据	34.4	32.4	6.6	2.6	10.3	总资产周转天数	255	236	305	383	255
预付账款	36.6	34.1	16.0	4.1	7.3	投资资本周转天数	30	19	52	85	95
存货	267.0	305.5	90.9	9.5	131.1	投资回报率					
其他流动资产	-	-	-	-	-	ROE	7.0%	5.2%	19.0%	32.7%	35.6%
可供出售金融资产	-	24.1	8.0	10.7	14.3	ROA	2.1%	1.9%	7.0%	24.4%	24.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	6.0%	391.0%	50.6%	88.6%	118.8%
长期股权投资	29.8	9.9	9.9	9.9	9.9	费用率					
投资性房地产	44.0	42.4	42.4	42.4	42.4	销售费用率	14.8%	14.8%	25.5%	46.0%	46.0%
固定资产	73.6	108.8	100.5	92.2	83.9	管理费用率	3.1%	3.2%	4.0%	6.0%	6.0%
在建工程	14.4	-	-	-	-	财务费用率	0.6%	0.0%	0.6%	0.5%	0.0%
无形资产	45.1	33.7	28.5	23.4	18.2	三费/营业收入	18.5%	18.0%	30.1%	52.5%	52.0%
其他非流动资产	16.2	16.9	16.0	16.4	16.4	偿债能力					
资产总额	1,137.5	1,046.4	1,192.9	761.2	1,063.9	资产负债率	64.9%	60.4%	62.3%	24.3%	29.0%
短期债务	114.8	134.8	95.0	-	40.4	负债权益比	184.9%	152.7%	164.9%	32.1%	40.9%
应付账款	218.8	205.5	521.1	93.9	165.5	流动比率	1.28	1.34	1.37	3.54	3.10
应付票据	103.7	130.0	52.4	13.3	23.9	速动比率	0.91	0.83	1.25	3.48	2.64
其他流动负债	276.4	135.0	50.8	52.8	53.8	利息保障倍数	2.03	-40.05	12.12	51.43	1,522.94
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	24.5	26.9	23.2	24.9	25.0	DPS(元)	0.06	0.05	0.19	0.43	0.62
负债总额	738.3	632.3	742.6	184.8	308.6	分红比率	32.2%	34.7%	33.4%	33.4%	33.8%
少数股东权益	10.6	9.8	9.8	9.8	9.8	股息收益率	0.1%	0.1%	0.4%	0.8%	1.2%
股本	145.6	145.6	145.6	145.6	145.6						
留存收益	243.0	255.3	294.9	421.0	599.9						
股东权益	399.2	414.2	450.3	576.4	755.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	24.0	20.2	83.7	185.4	265.1	EPS(元)	0.19	0.14	0.57	1.27	1.82
加:折旧和摊销	17.3	16.4	13.5	13.5	13.5	BVPS(元)	2.67	2.78	3.03	3.89	5.12
资产减值准备	7.8	8.1	-	-	-	PE(X)	283.0	366.3	91.8	41.5	29.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	19.8	19.0	17.4	13.6	10.3
财务费用	12.4	8.8	8.6	4.3	0.2	P/FCF	30.6	-59.7	962.3	96.9	117.4
投资损失	-2.1	-1.6	-21.0	-2.0	-2.0	P/S	5.5	4.6	5.8	8.4	6.0
少数股东损益	-3.2	-0.8	-	-	-	EV/EBITDA	63.9	126.3	63.5	31.5	22.9
营运资金的变动	235.6	-187.4	-48.6	-24.8	-253.6	CAGR(%)	97.8%	135.9%	40.0%	97.8%	135.9%
经营活动产生现金流量	279.2	-141.4	36.2	176.3	23.2	PEG	2.9	2.7	2.3	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-30.0	-27.1	37.1	-0.7	-1.6	ROIC/WACC	0.6	37.1	4.8	8.4	11.3
融资活动产生现金流量	-1.3	14.0	-95.8	-158.6	-46.0	REP	797.0	0.8	7.4	3.9	1.4

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴永强声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034

