

证券研究报告—动态报告

医药保健

品牌中药

西藏药业 (600211)

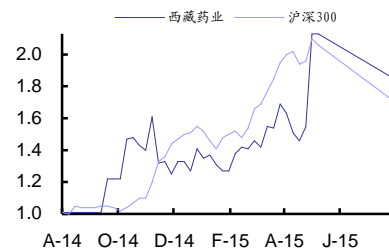
增持

2015 年半年报点评

(调低评级)

2015 年 08 月 17 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)	7,684/6,023
上证综指/深圳成指	3,965/13,446
12 个月最高/最低元)	60.12/28.37

相关研究报告:

《西藏药业-600211-2015 年一季报点评: 业绩拐点明确, 未来三年高成长可期》——2015-04-28

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 万明亮

电话: 13917314297

E-MAIL: wanml@guosen.com.cn

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

业绩将反转、未来成长空间大

公司 2015 年上半年实现营业收入 9.15 亿元 (+19.95%); 归属上市股东净利润 2440 万元 (+18.87%)。公司 4128 万元现金出售直接持有的本草堂 51% 股权。

● 上半年业绩低于预期、下半年有望改善

公司口服剂上半年销售收入 4400 万元 (-4%), 显示诺迪康销量并未出现增长。这是因为康哲上半年与原代理商交接导致发货量较少。随着代理商库存下降以及交接完成, 下半年诺迪康有望放量, 预计能够完成全年 800 万盒销售承诺。新活素样本医院销售增速放缓, 随着该药招标谈判的推进以及康哲加大学术推广, 预计西藏新活素全年能完成不超过 3.5 亿的收入 (去年 2.3 亿)。注射剂由于丙戊酸钠降价导致整体毛利率下降, 随着丙戊酸钠代工合同完成, 该影响将解除, 注射剂毛利率将回到历年平均水平。因此, 诺迪康放量、新活素加速、以及毛利率回升将带动下半年业绩改善。

● 剥离不良资产、轻装上阵

本草堂 13-14 年销售收入 1.05 亿、1.23 亿元, 净利润分别为 -566 万和 12 万元, 盈利能力较差。本次以 4128 万元出售本草堂 51% 的股权虽然对合并口径下营业收入有较大影响, 但对净利润的影响很小。公司本次剥离经营状况不佳的资产, 有望轻装上阵聚焦自有产品的生产销售。

● 股权结构理顺、业绩增长空间大

目前康哲为公司第一大股东 (持股比例 26.611%), 未来不排除继续增持成为公司控股股东的可能。康哲看好公司产品潜力, 未来可能在除药品外的大健康领域如医疗器械、医院、保健品、互联网医疗、新兴医疗技术等方面进行合作。催化剂众多, 业绩增长空间大。

● 公司业绩增长确定性强、未来具想象空间; 但短期估值过高需要时间消化和验证, 调低投资评级至“增持”

公司重点产品市场潜力大竞争格局好, 借助康哲的销售渠道业绩成长确定性高。如果康哲成为公司控股股东, 则有充分动力释放业绩并不排除与公司开展多方面的合作, 未来催化剂较多, 业绩增长空间大。但短期尚处于经营磨合期, 业务释放需要时间, 估值偏高也需要时间消化, 投资评级从“买入”降低为“增持”。

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	1,816	2,077	2,360
(+/-%)	14.8%	19.0%	8.9%	14.4%	13.7%
净利润(百万元)	27	21	76	105	139
(+/-%)	-11.1%	-22.7%	262.8%	37.7%	33.0%
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.14	0.52	0.72	0.96
EBIT Margin	2.7%	1.6%	4.5%	5.7%	6.8%
净资产收益率 (ROE)	7.0%	5.2%	16.6%	19.7%	22.2%
市盈率 (PE)	283.0	366.3	100.9	73.3	55.1
EV/EBITDA	150.8	196.8	86.5	62.8	47.3
市净率 (PB)	19.8	19.0	16.8	14.5	12.2

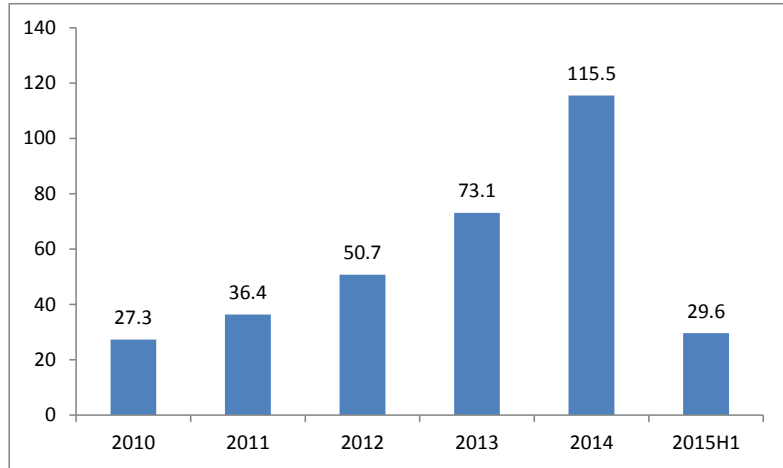
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

新活素销售增速放缓

新活素上半年在样本医院销售增速放缓，我们预计公司新活素 15H1 销售收入 1.3 亿元，同比增长 20%-30%。下半年随着该药招标谈判的推进以及康哲加大学术推广，预计西藏新活素全年能完成不超过 3.5 亿的收入（去年 2.3 亿）。

图 1：样本医院重组人脑利钠肽销售收入（百万）

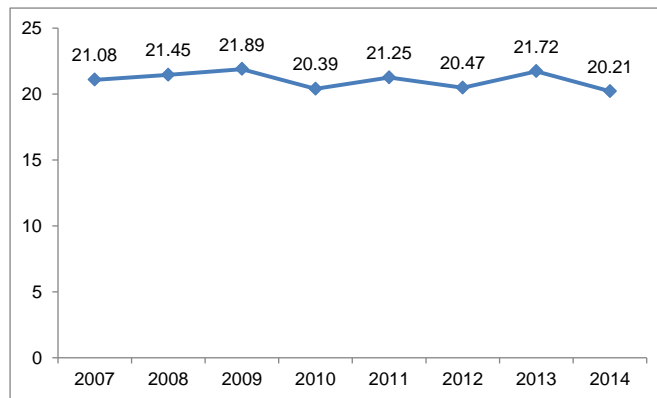


资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

康哲诺迪康销售承诺

康哲于 2015 年 1 月 21 号公告康哲向西藏药业支付 3000 万元保证金，承诺诺迪康 2015-17 年的销量分别为 800 万盒、1,100 万盒以及 1,450 万盒。诺迪康胶囊历年在各省的的中标价维持在 20.2 至 21.9 之间，波动范围小于 4%，价格维持能力比较好。我们取 2014 年诺迪康平均中标价 20.2 元为基数，假设中标价中包含了 6.5% 的渠道配送费用，则康哲诺迪康的出厂价在 $20.2 / (1 + 6.5\%) = 19$ 元左右。按照康哲承诺的数据，诺迪康的 15-17 年的销售为 800 万盒、1,100 万盒以及 1,450 万盒，则该产品的终端收入为 1.52 亿元、2.09 亿元和 2.76 亿元。

图 2：样本医院重组人脑利钠肽销售收入（百万）



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

表 1: 康哲诺迪康销售承诺的业绩分析

年份	承诺销量 (万盒)	出厂价(元)	康哲收入 (亿元)	西藏收入 (亿元)	诺迪康增速
2014		19	0.50		
2015	800	19	1.52	0.91	82.4%
2016	1100	19	2.09	1.25	37.5%
2017	1450	19	2.75	1.65	31.6%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

康哲西藏代理协议的分析

康哲与西藏就新活素、诺迪康每个产品分别签订《独家代理总经销协议》和《推广服务协议》。从已披露的数据看，康哲 2014 年新活素销售收入为 3.48 亿元，就新活素的总代理经销和推广双方的交易金额分别为 2.32 亿元和 1.30 亿元。由此我们可以推出，《独家代理总经销协议》中西藏新活素的收入为康哲新活素的收入的 $2.32/3.48=66.7\%$ ；同时《推广服务协议》中西藏药业需要向康哲支付的产品推广费用占其销售比例的 $1.3/2.32=56\%$ 。因此，康哲 14 年实际获得新活素产品的成本为 $2.32-1.30=1.02$ 亿元，占其新活素销售收入的 $1.02/3.48=29.3\%$ 。我们预计诺迪康与新活素的代理条款类似。

表 2: 西藏-康哲代理协议分析

项目	金额(亿元)	注释
康哲新活素收入	3.48	对应终端销售与市场规模
西藏新活素收入	2.32	对应西藏的收入
西藏向康哲支付推广费用	1.30	对应西藏的销售费用
康哲获得新活素的实际成本	1.02	康哲代理新活素毛利率实际为 70%左右

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	300	303	356	430	营业收入	1668	1816	2077	2360
应收款项	171	186	213	242	营业成本	1328	1364	1521	1692
存货净额	305	313	349	389	营业税金及附加	8	9	10	11
其他流动资产	34	37	43	48	销售费用	246	307	368	428
流动资产合计	811	839	960	1108	管理费用	54	53	61	69
固定资产	109	118	129	141	财务费用	(1)	(2)	(4)	(5)
无形资产及其他	23	23	23	23	投资收益	2	1	1	1
投资性房地产	94	94	94	94	资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	10	10	10	10	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1046	1085	1216	1377	营业利润	26	78	115	159
短期借款及交易性金融负债	135	100	100	100	营业外净收支	1	20	20	20
应付款项	227	232	259	288	利润总额	27	98	135	179
其他流动负债	244	259	293	329	所得税费用	6	24	34	45
流动负债合计	605	592	652	717	少数股东损益	(1)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	21	76	105	139
其他长期负债	27	27	27	27					
长期负债合计	27	27	27	27	现金流量表 (百万元)				
负债合计	632	618	679	744	净利润	21	76	105	139
少数股东权益	10	9	7	4	资产减值准备	0	0	0	1
股东权益	404	458	531	629	折旧摊销	16	14	15	17
负债和股东权益总计	1046	1085	1216	1377	公允价值变动损失	8	8	8	8
					财务费用	(1)	(2)	(4)	(5)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(198)	(5)	(7)	(8)
	2014	2015E	2016E	2017E	其它	(1)	(2)	(2)	(3)
每股收益	0.14	0.52	0.72	0.96	经营活动现金流	(153)	92	119	154
每股红利	0.08	0.16	0.22	0.29	资本开支	(23)	(32)	(35)	(38)
每股净资产	2.78	3.14	3.65	4.32	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	6%	14%	24%	32%	投资活动现金流	(3)	(32)	(35)	(38)
ROE	5%	17%	20%	22%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	20%	25%	27%	28%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	2%	5%	6%	7%	支付股利、利息	(12)	(23)	(31)	(42)
EBITDA Margin	3%	5%	6%	8%	其它融资现金流	21	(35)	0	0
收入增长	19%	9%	14%	14%	融资活动现金流	(2)	(58)	(31)	(42)
净利润增长率	-23%	263%	38%	33%	现金净变动	(158)	2	53	74
资产负债率	61%	58%	56%	54%	货币资金的期初余额	458	300	303	356
息率	0%	0%	0%	1%	货币资金的期末余额	300	303	356	430
P/E	366.3	100.9	73.3	55.1	企业自由现金流	(181)	39	62	91
P/B	19.0	16.8	14.5	12.2	权益自由现金流	(159)	6	65	95
EV/EBITDA	173.8	86.5	62.8	47.3					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
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	0755-22940745	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	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
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	邵潇	
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
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	刘萍	0755-22940678
徐行余		苏淼	021-60933150		
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
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		lipei@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		zhaoxi@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				