

证券研究报告—动态报告/公司快评
医药保健
医疗器械与服务
西藏药业 (600211)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2016年11月04日

内生增长稳健，战略平台价值巨大

证券分析师： 江维娜 证券分析师： 万明亮 联系人： 徐衍鹏	021-60933157 021-60875165	jiangwn@guosen.com.cn wanml@guosen.com.cn xuyanp@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516050003
---	------------------------------	--	--

事项：

近日公司公告 2016 年三季报，同时在答复证监会关于非公开发行反馈意见时对依姆多、新活素与诺迪康几个主要产品与康哲药业的关联交易细节进行了披露。我们对所公告的数据进行了分析，以判断公司几大主要产品的销售增长情况及业绩贡献，以下为我们的点评：

评论：

■ 2016 年前三季度业绩符合预期

2016 年 Q1-3 公司实现收入 4.92 亿元，同比下降 59%，实现净利润 1.18 亿元，同比增长 83%；扣非净利润为 1.01 亿元，同比增长 162%；前三季度业绩符合预期。收入下降主要与去年剥离本草堂医药商业业务有关，利润大幅增长主要推动因素是 2016 年 5 月收购重磅产品依姆多后的并表及原有核心品种新活素与诺迪康等的快速增长。

■ 公司药品主业环比呈良好上升势头，新活素和诺迪康保持快速增长

我们对公司的财务数据进行了梳理以反映 2015 年和 2016 年前三季度西藏药业药品业务的增长情况，由于 2015 年 9 月 1 日公司完成对本草堂的剥离交割，故将其剔除；2016 年 5 月 1 日则完成对依姆多的收购，开始并表其收入和利润。整体来看，今年以来随着依姆多的并表，公司的药品主营业务收入和扣非净利润环比均呈现良好的上升势头。从单季度收入来看，2016Q1 收入环比 2015Q4 大幅下降，反映出公司原有的药品主业在一季度销售下降较多。由于依姆多在 2016 年 5-9 月五个月里共并表约 1.5 亿收入（见下文计算），如果简单按线性计算，扣除依姆多影响（每个月平均约 300 万收入），2016Q2、Q3 西藏药业药品业务的收入大约为 0.9 亿和 1.5 亿元，可以看出 2016 年三季度公司原有药品销售恢复增长。由于公司的原有两大核心品种新活素和诺迪康均由大股东康哲药业独家经销，反映在西藏药业报表端的收入数据是康哲药业补库存产生的收入，与终端的消费数据并不同步，因此单季度有一定波动性属正常情况。

表 1: 2015Q4-2016Q3 西藏药业药品业务的增长情况

	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2015 全年	2016H1	2016 年 1-9 月
收入 (亿元)	1.7	0.96	1.5	2.4	5.1*	2.5	4.9
扣非净利润 (百万元)	26	20	24	56	65	44	100

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理；*2015 年收入为扣除商业后的医药制造业收入；

从康哲药业的终端销售数据来看，2016年上半年新活素收入达 2.57 亿元，同比增长 17.6%；诺迪康收入达 5200 万元，同比增长 129.2%，两大产品均保持较快速增长。我们看好两个产品在心血管领域的巨大市场潜力，两者未来均有望达到 10 亿以上销售规模。自康哲药业开始独家代理之后(新活素自 2008 年 3 月、诺迪康自 2015 年 2 月)，开始不断加大学术推广力度，加强终端医院覆盖(目前两产品覆盖医院均在 2 千家左右)，未来有望保持快速增长态势。

表 2: 康哲药业新活素与诺迪康的销售增长情况

	2015	2016H1
新活素(百万元)	429	257
同比增长率	23.2%	17.6%
诺迪康(百万元)	82	52
同比增长率	70%以上	129.2%

资料来源:康哲药业公告

■ 我们测算 2016 年前三季度度依姆度并表净利润贡献在 5000 万元左右

我们按如下步骤对依姆多 2016 年前三季度(5 月 1 日开始并表)对西藏药业的业绩贡献进行测算(其中关于毛利率、销售和管理费用率等假设参考此前我们所发布的深度报告):

- 1) **收入:** 根据公司公告, 2016 年 5-9 月: 依姆多海外(除美国)销售收入为 1676 万美元(含税, 约 1.13 亿人民币), 国内销售收入为 6233 万元人民币(含税), 合计含税收入约 1.75 亿人民币。由于海外具体销售数据不可知, 同时不同国家的税率也不尽相同, 我们姑且统一按照 17% 增值税率计算依姆多 2016 年 5-9 月的并表收入为 1.49 亿元(海外 9600 万元、国内 5327 万元);
- 2) **毛利率:** 依姆多过去几年的毛利率维持在 81-83% 左右, 考虑到收购后仍由阿斯利康代工, 我们先按照 80% 毛利率计算。实际收购完成后, 该毛利率水平的变化会成为未来依姆多盈利能力的最大不确定因素之一, 具体敏感性分析见下文;
- 3) **费用率:** 假设 16 年海外销售的销售和管理费用率 15%(成熟品种无销售费用, 主要是管理费用); 根据公司与康哲药业的合作协议, 依姆多在国内销售的基准费用率为 20%, 实际销量超过基础销量的部分则按 40% 的推广服务费用率。根据公司近期公告可计算, 2016 年 5-9 月, 依姆多国内的推广费用(支付给康哲药业)为 1059 万元, 基本等于同时期国内销售额的 20%;
- 4) **无形资产摊销费用:** 根据 5 月份的收购公告, 2016 全年需要扣除 $6200 \times 8 / 12 = 4133$ 万元的摊销费用。考虑该笔摊销, 计算 2016 年前三季度税前利润时需减掉 5 个月的无形资产摊销费用 $6200 \times 5 / 12 = 2583$ 万元。
- 5) **税前利润:** 由此可以计算 2016 年前三季度, 依姆多的并表税前利润 $= 14900 \times 0.8 - (9600 \times 0.15 + 1059) - 2583 = 11900 - 2499 - 2583 = 6818$ 万元;
- 6) **净利润:** 根据相关规定, 公司注册地为西藏, 减按 15% 缴纳企业所得税, 则估测的 2016 前三季度依姆多并表净利润为 $6818 \times 0.85 = 5795$ 万元;
- 7) **依姆多利润受毛利率水平影响的敏感性分析:** 考虑到依姆多收购完成后, 相比于阿斯利康, 公司对海外市场经销商的议价能力有一定差距, 因此依姆多的毛利率有下降可能, 而这对实际利润影响较大。针对 2016 年前三季度依姆多的收入规模, 基于不同的毛利率水平, 我们作如下利润敏感性分析:

表 3: 依姆多利润受毛利率水平影响的敏感性分析 (单位: 万元人民币)

2016 年前三季度依姆多 销售收入	平均毛利率	销售管理费用及摊 销 (见上文中计算)	(1-所得税率 15%)	测算的净利润
14900	80%	5082	85%	5795
14900	78%	5082	85%	5559
14900	76%	5082	85%	5306
14900	74%	5082	85%	5052
14900	72%	5082	85%	4799
14900	70%	5082	85%	4546

资料来源:国信证券经济研究所

可以看出,在费用率不变时,当平均毛利率在 70%-80% 区间水平时,2016 年前三季度依姆多的收入所对应的净利润水平在 4546 万元-5795 万元之间。考虑到依姆多正在市场交接过程中,短期毛利率下降范围有限,我们预测 2016 年前三季度依姆多实际并表净利润水平在 5000 万元左右,可见其在公司今年前三季度的扣非净利润中贡献占比在一半左右,是业绩大幅增长的主要原因之一。

未来随着康哲药业开始加强依姆多在国内市场的销售推广,国内销售有望实现 30% 以上快速增长;而海外市场完成交接后也有望继续维持相对稳定的收入水平,依姆多将成为公司短期重要的现金牛产品。

■ 增发最快有望年底实施完成,发行价可能短期压制股价

公司向大股东康哲药业等非公开发行股票不超过 3881 万股,募资 12.4 亿元用于收购依姆多,1.17 亿元补充流动资金。通过此次增发,康哲药业及其一致行动人持股比例由 26.61% 提升到 36.5%,对公司的控制力进一步增强。

此次增发的发行价为 35.02 元。由于在增发方案中明确提出“公司在实施本次非公开发行股票时,若发行价格低于发行期首日前 20 个交易日股票交易均价的 70%,则上述发行价格调整为发行期首日前 20 个交易日股票交易均价的 70%”,公司当前股价为 53.81 元,其 70% 已超过 35.02 元。因此该因素短期可能会对股价有一定压制作用。

目前本次增发已二次答复证监会反馈意见,最快有望于年底实施完成。

■ **风险提示:** 收购依姆多后的产品整合具有一定风险,尤其海外市场未来与经销商的议价能力下降,产品毛利率可能下降较多;

■ 短期估值较高,看好公司长远的战略平台价值,维持“增持”

我们预测公司 16-18 年净利润为 1.54/2.99/3.52 亿元,同比增长 68%/94%/18%。考虑增发摊薄,则 16-18 年的 EPS 为 0.82/1.59/1.87 元,当前股价对应 PE 为 65/34/28x。公司 16-17 年业绩大幅增长得益于三方面的因素:

- ✓ 依姆多自 16 年 5 月开始并表贡献业绩较大,我们测算其在今年前三季度的扣非净利润中贡献占比在一半左右;
- ✓ 原有两大核心品种新活素与诺迪康保持快速增长,特别是诺迪康自 2015 年 2 月由康哲药业独家代理销售以来放量较快;
- ✓ 2015 年 9 月完成对亏损的本草堂医药商业业务的剥离。

因此,综合来看,在不考虑后续外延因素情况下,公司业绩将自 2018 年进入稳定增长阶段,估测的年增长率为 20% 左右(详细拆分见我们此前所发深度报告)。经过近日股价的大幅波动后,对应 18 年估值水平并不便宜,短期需要注意高估值风险。

需要着重强调的是,我们非常看好公司长远的战略平台价值。经过前面几年的整合,以营销见长的康哲药业入主成为第一大股东后为公司未来的持续稳定增长奠定基础。我们认为未来对西藏药业的估值绝非仅基于现有的三大核心品种等药品,而是对公司未来作为康哲药业在国内及全球药品市场进行研发、生产及销售资源布局的战略平台的重估。因此从该角度来看,公司当前市值 92 亿元(考虑增发),未来成长空间巨大,具备长线牛股基因。

综上,我们认为公司短期估值不便宜,但强烈看好公司长远发展空间,维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1383	759	1115	1295	现金及现金等价物	319	720	971	1269
营业成本	935	97	154	173	应收款项	37	62	92	106
营业税金及附加	10	5	8	9	存货净额	126	12	20	23
销售费用	316	375	468	565	其他流动资产	2	15	22	26
管理费用	48	112	180	191	流动资产合计	484	810	1105	1425
财务费用	(3)	(11)	(19)	(26)	固定资产	107	107	109	110
投资收益	30	1	1	1	无形资产及其他	23	1232	1171	1110
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	投资性房地产	84	84	84	84
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	9	9	9	9
营业利润	107	182	325	383	资产总计	706	2242	2478	2738
营业外净收支	(0)	(15)	0	0	短期借款及交易性金融负债	45	50	50	50
利润总额	106	167	325	383	应付款项	6	12	21	23
所得税费用	16	15	29	34	其他流动负债	142	60	80	94
少数股东损益	(1)	(1)	(3)	(3)	流动负债合计	192	122	151	168
归属于母公司净利润	92	154	299	352	长期借款及应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					财务费用				
	2015	2016E	2017E	2018E		(3)	(11)	(19)	(26)
净利润	92	154	299	352	营运资本变动	26	(0)	(16)	(4)
资产减值准备	(8)	(0)	0	(0)	其它	8	(1)	(2)	(3)
折旧摊销	12	42	74	74	经营活动现金流	129	194	354	419
公允价值变动损失	(0)	0	0	0	资本开支	(2)	(1252)	(14)	(15)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(1)	(1252)	(14)	(15)
					权益性融资	0	1500	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(10)	(46)	(90)	(106)
					其它融资现金流	(89)	5	0	0
					融资活动现金流	(108)	1459	(90)	(106)
					现金净变动	19	401	251	298
					货币资金的期初余额	300	319	720	971
					货币资金的期末余额	319	720	971	1269
					企业自由现金流	99	(1055)	322	379
					权益自由现金流	10	(1040)	339	403
长期负债合计					28	28	28	28	
负债合计	220	150	179	196					
少数股东权益	(4)	(5)	(7)	(10)					
股东权益	489	2097	2306	2552					
负债和股东权益总计	706	2242	2478	2738					
每股收益	0.63	0.82	1.59	1.87					
每股净资产	3.36	11.14	12.25	13.56					
ROIC	12%	18%	22%	26%					
ROE	19%	7%	13%	14%					
毛利率	32%	87%	86%	87%					
EBIT Margin	5%	22%	27%	28%					

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《西藏药业-600211-海内外双轮驱动前景广阔（兼论依姆多业绩贡献及与康哲关联交易细节）》——2016-04-25
 《西藏药业-600211-2015年半年报点评：业绩将反转、未来成长空间大》——2015-08-17
 《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

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±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±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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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