

2017年04月27日

西藏药业 (600211.SH)

受益依姆多并表口径 1 季报扣非净利润增长 185%，新活素重回高增长继续看好

■1 季报业绩超预期：公司 1 季度收入 2.46 亿元，同比大幅增长 154%，扣非净利润 0.57 亿元，同比大幅增长 185%，主要原因是新收购依姆多去年 5 月份开始并表，而去年 Q1 尚未包含依姆多收入和净利润，但从绝对值来看，仍然超出市场预期。Q1 作为药品销售淡季，从历史上看，即使没有并表口径的影响，公司 Q1 收入和利润也是显著低于其他季度，而今年 Q1 扣非净利润 0.57 亿元，从绝对值角度讲并不低，且公司作为西藏企业，去年获得政府补助 3642 万元，我们预计今年大概率仍然能够获得政府补助，因此，全年看，公司净利润有望实现我们此前预测的 3.06 亿元。

■我们预计和测算，公司 1 季度新活素实现 30%以上，重回高增长，体现了新活素作为急性心衰的刚性需求品种的巨大潜力和康哲药业强大的销售推广能力，我们在 4 月 9 日发布的《西藏药业跟踪报告：定增获批股价压制因素即将解除，内生+外延双轮驱动公司经营与业绩拐点显著》中指出：公司 2016 年年报披露，新活素销售增速 15.2%，由于公司新活素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%，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。目前看，1 季度新活素重回高增长，完全印证了我们当时的判断。1 季度，公司仅来自康哲药业新活素的预收款项，就减少了 7838 万元，也在一定层面体现了新活素的销售。

■新活素进入高价药医保谈判目录有望受益。4 月 15 日，人社部公布高价药医保谈判目录，公司新活素进入其中，如果最终谈判成功，药价下降幅度能够通过放量来弥补，则对公司是较大利好。

■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

公司快报

证券研究报告

中成药

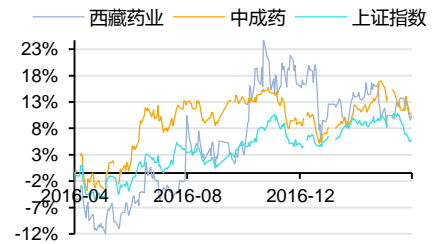
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**80 元**
股价 (2017-04-26) **51.38 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,480.36
流通市值 (百万元)	5,862.92
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

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.95	-1.39	3.45
绝对收益	-0.98	-1.97	9.39

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

西藏药业：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

2017-04-09

施外延式并购奠定基础，外延式并购方面有望超预期。

■**投资建议:**我们预计,公司 2017~2019 年净利润 3.06 亿/3.94 亿/5.26 亿元,分别同比增长 54%/29%/34%,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,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,给予买入-A 的投资评级,12 个月目标价为 80.00 元,相当于 2018 年 29.56 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	306.4	394.1	526.3
每股收益(元)	0.63	1.36	2.10	2.71	3.61
每股净资产(元)	3.36	4.54	5.97	8.24	11.43
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	81.6	37.7	24.4	19.0	14.2
市净率(倍)	15.3	11.3	8.6	6.2	4.5
净利润率	6.6%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净资产收益率	18.7%	30.0%	35.3%	32.8%	31.6%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%
ROIC	50.9%	120.8%	140.3%	37.4%	88.6%

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	290.3	373.0	499.9	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	24.9	营业利润增长率	315.9%	78.0%	61.1%	38.3%	39.9%
销售费用	315.5	357.1	528.3	651.5	890.5	净利润增长率	336.8%	116.4%	54.5%	28.6%	33.5%
管理费用	48.3	43.8	59.4	87.1	124.1	EBITDA 增长率	181.5%	117.9%	75.1%	25.0%	20.2%
财务费用	-2.7	8.4	44.4	38.5	-18.0	EBIT 增长率	315.7%	90.6%	76.7%	31.8%	24.3%
资产减值损失	-0.3	1.1	2.9	1.2	3.0	NOPLAT 增长率	365.4%	100.6%	73.8%	32.5%	24.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-15.5%	49.6%	396.5%	-47.6%	-82.0%
投资和汇兑收益	30.0	2.3	14.6	8.5	2.3	净资产增长率	17.3%	35.5%	31.1%	38.0%	38.7%
营业利润	106.6	189.8	305.8	423.0	591.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	32.2	36.2	18.0	-0.3	毛利率	32.3%	76.3%	76.4%	76.4%	76.4%
利润总额	106.3	222.0	342.1	441.0	591.3	营业利润率	7.7%	23.8%	24.9%	26.7%	28.0%
减:所得税	15.6	22.6	40.0	49.4	67.6	净利润率	6.6%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	91.6	198.3	306.4	394.1	526.3	EBITDA/营业收入	8.4%	31.9%	36.1%	35.1%	31.6%
						EBIT/营业收入	7.5%	24.9%	28.5%	29.1%	27.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	28	56	41	29	20
货币资金	319.2	373.4	98.4	529.6	1,455.8	流动资产周转天数	7	-288	-236	-122	-160
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	169	254	144	142	245
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	28.1	29.5	49.7	存货周转天数	56	50	29	33	37
预付帐款	1.7	1.3	9.1	2.2	11.5	总资产周转天数	228	677	609	479	482
存货	126.1	94.2	105.2	182.9	255.0	投资资本周转天数	42	83	192	190	58
其他流动资产	-0.0	67.1	22.4	29.8	39.8	投资回报率					
可供出售金融资产	24.8	64.5	37.8	42.4	48.2	ROE	18.7%	30.0%	35.3%	32.8%	31.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	8.7%	16.1%	16.7%	15.8%
长期股权投资	9.5	50.1	50.1	50.1	50.1	ROIC	50.9%	120.8%	140.3%	37.4%	88.6%
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	134.0	123.2	112.3	销售费用率	22.8%	44.8%	43.0%	41.2%	42.1%
在建工程	2.1	3.7	3.7	3.7	3.7	管理费用率	3.5%	5.5%	4.8%	5.5%	5.9%
无形资产	33.3	1,332.6	1,249.3	1,166.0	1,082.6	财务费用率	-0.2%	1.1%	3.6%	2.4%	-0.9%
其他非流动资产	15.1	14.3	15.4	14.9	14.9	三费/营业收入	26.1%	51.4%	51.4%	49.1%	47.1%
资产总额	706.3	2,290.7	1,873.4	2,340.5	3,323.4	偿债能力					
短期债务	44.8	44.8	300.3	-	-	资产负债率	31.2%	71.3%	54.0%	49.1%	50.3%
应付帐款	67.5	1,387.6	402.9	937.9	1,409.3	负债权益比	45.4%	248.0%	117.2%	96.5%	101.1%
应付票据	-	-	30.5	15.2	15.9	流动比率	2.52	0.40	0.40	0.80	1.20
其他流动负债	80.0	172.3	135.9	168.6	218.2	速动比率	1.86	0.34	0.27	0.64	1.05
长期借款	-	-	113.5	-	-	利息保障倍数	-39.11	23.57	7.89	11.98	-31.81
其他非流动负债	28.2	27.8	27.6	27.9	27.8	分红指标					
负债总额	220.4	1,632.5	1,010.7	1,149.6	1,671.1	DPS(元)	0.19	-	0.46	0.47	0.47
少数股东权益	-3.6	-2.4	-6.5	-8.9	-11.4	分红比率	30.2%	0.0%	21.6%	17.3%	13.0%
股本	145.6	145.6	145.6	145.6	145.6	股息收益率	0.4%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%
留存收益	339.5	510.2	723.6	1,054.2	1,518.1						
股东权益	485.9	658.2	862.7	1,190.9	1,652.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	90.7	199.4	306.4	394.1	526.3	EPS(元)	0.63	1.36	2.10	2.71	3.61
加:折旧和摊销	12.5	55.6	94.1	94.1	94.1	BVPS(元)	3.36	4.54	5.97	8.24	11.43
资产减值准备	-0.3	1.1	-	-	-	PE(X)	81.6	37.7	24.4	19.0	14.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.3	11.3	8.6	6.2	4.5
财务费用	7.3	8.4	44.4	38.5	-18.0	P/FCF	260.3	59.7	-37.6	14.9	7.5
投资损失	-30.0	-2.3	-14.6	-8.5	-2.3	P/S	5.4	9.4	6.1	4.7	3.5
少数股东损益	-0.9	1.1	-4.3	-2.4	-2.6	EV/EBITDA	51.8	29.3	17.3	12.3	8.9
营运资金的变动	75.8	-65.8	-969.3	427.2	376.5	CAGR(%)	62.8%	38.0%	146.3%	62.8%	38.0%
经营活动产生现金流量	133.9	250.2	-543.3	943.0	974.0	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	41.4	3.9	-3.6	ROIC/WACC	4.6	11.0	12.8	3.4	8.1
融资活动产生现金流量	-85.7	-22.5	226.9	-515.7	-44.3	REP	8.8	3.1	0.5	3.5	7.1

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

崔文亮声明，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