

天士力(600535)/中药

 合并天境生物构建全面性生物药平台，
产品组合进一步丰富

评级：买入(维持)

市场价格：40.39

目标价格：49.7—56.8

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

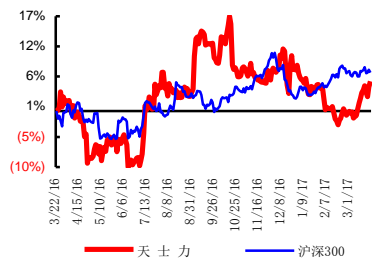
联系人：张天翼

电话：

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,080
流通股本(百万股)	1,033
市价(元)	40.39
市值(百万元)	43,640
流通市值(百万元)	41,717

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 天士力(600535)公司点评：-普佑克进入上海地方医保，2017年将现拐点-买入-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170310

2 天士力(600535.SH)：拟增资3.1亿元控股赛远生物，打造公司抗肿瘤药品集群

3 天士力(600535.SH)深度报告：公司2017年基本面拐点将现，看好复方丹参滴丸FDA III期临床试验结果

公司盈利预测及估值

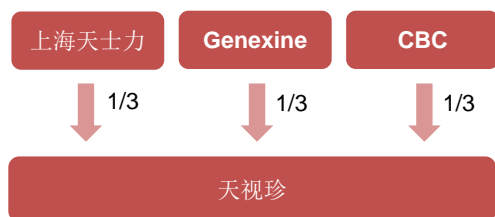
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,566.90	13,221.67	13,539.4	15,950.5	18,799.1
增长率 yoy%	13.24%	5.21%	2.40%	17.81%	17.86%
净利润	1,360.05	1,472.70	1,231.31	1,539.61	2,014.02
增长率 yoy%	25.02%	8.28%	-16.39%	25.04%	30.81%
每股收益(元)	1.32	1.36	1.14	1.42	1.86
每股现金流量	0.60	0.31	2.99	0.57	1.70
净资产收益率	28.11%	19.72%	14.93%	15.73%	17.07%
P/E	29.47	28.60	35.43	28.44	21.72
PEG	1.26	3.66	—	1.16	0.72
P/B	4.68	6.91	7.63	9.06	10.92

备注：

投资要点

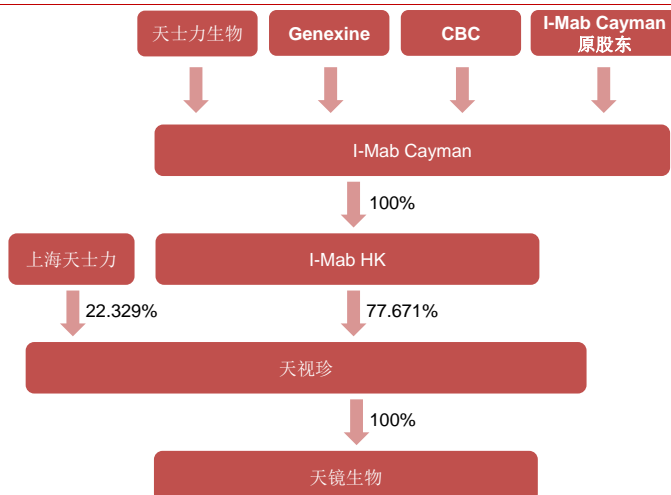
- 公司2017年3月22日公告，天视珍(通过全资子公司上海天士力持有天视珍33.34%股权)与专注于创新生物医药领域的天境生物签署了《合并框架协议》拟进行合并。同时，公司全资孙公司天士力生物与CBC I-Mab拟向合并后的主体分别投资3,825万美元和11,175万美元，共计1.5亿美元，用于加强产品研发以及推进临床申报和业务国际化。
- 天境生物专注于生物药的早期研发和临床开发。天境生物主要专注于发现和开发针对肿瘤和自身免疫疾病治疗的生物抗体和新免疫疗法，通过自主创新和与国内外知名学府及研究机构密切合作，目前已经有多个在研创新类抗体药物项目，研发方向主要有：1、研发具有国际竞争力的高价值针对单一靶点的单克隆抗体及融合蛋白创新药物；2、研发有协同作用的针对多靶点的双特异性抗体或抗体组合治疗方法。
- 天境生物和天视珍协同性强。天视珍专注于生物药工艺开发和制造，和天境生物合并后，将成为一个集早期开发、生产制备到临床开发全面性平台。合并后的主体将具有中国创新生物药领域强大的在研管线，将天视珍获批可能性高的生物优化物和天境生物全球领先的早期阶段资产组合取得平衡。
- 合并后的主体将拥有14个正在研发的生物药。合并后的主体将运用所具备的生物学知识、临床策略和制造经验，跨越生物仿制药领域，挑战新一代免疫肿瘤学和下一代生物药的开发。预计截至2018年将共有11个产品IND，截至2017年将开展2个国际/中国临床试验。
- 公司生物制药产品线得到极大的丰富。公司作为I-Mab Cayman的股东，将获得多个技术水平国际领先的不同研发阶段的产品，极大丰富了公司在生物制药领域的产品线；I-Mab Cayman及其子公司同时能够依托公司现有技术平台、中国市场的巨大优势，二者达到优势互补，构建优质的生物药布局。
- 盈利预测和投资建议：我们认为，此次合并是公司控股赛远生物以来，在新药布局上的又一大举措，说明公司在创新药布局决心强，是对未来产品线的有力补充。我们预计2016-2018年公司收入分别为135亿元、160亿元、188亿元，同比分别增长2.4%、17.81%、17.86%；归属于母公司净利润分别为12.31亿元、15.4亿元、20.14亿元，同比分别增长-16.39%、25.04%、30.81%；对应EPS分别为1.14元、1.42元、1.86元；对应PE分别为35倍、28倍、22倍。我们认为，经过2016年的调整，2017年开始，公司业绩将重回上升轨道，复方丹参滴丸FDA III期临床数据的公布将是拐点的开始，未来随着FDA申报的推进，国内、国外销售的推广，预期公司从业绩和估值角度均有望开始提升。我们给予天士力2017年PE35-40倍，对应股价49.7-56.8元，维持“买入”评级。
- 风险提示：复方丹参滴丸复方丹参滴丸后续FDA审批风险；药品降价的风险。

图表 1: 合并前天视珍



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 合并后天视珍



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 合并后主体部分在研项目一览

在研品种	项目来源	研发阶段	适应症
PD-L1单抗	I-Mab	临床前 (即将对外授权)	肿瘤
GM-CSF单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤
LAG3单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤
VISTA单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤
CD47单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤
CD73单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤
PD-L1/GMCSF双特异性抗体	I-Mab	临床前	肿瘤
PD-L1/LAG-3双特异性抗体	I-Mab	临床前	肿瘤
GX-H9	Genexine	在欧盟和韩国进入 II 期临床研究	适用于儿童和成人生长激素缺乏
GX-G3	Genexine	即将进入韩国和海外的 II 期临床研究	适用于中性粒细胞减少
GX-G6	Genexine		糖尿病 (长效GLP-1)
GX-P2	Genexine		肿瘤 (长效PD-L1)
GX-G8	Genexine		小肠短小综合症 (长效GLP-2)

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 天士力盈利预测 (百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	11,098	12,567	13,222	13,539	15,951	18,799
增长率	18.80%	13.2%	5.2%	2.4%	17.8%	17.9%
营业成本	-7,043	-7,857	-8,102	-8,972	-10,502	-12,143
% 销售收入	63.5%	62.5%	61.3%	66.3%	65.8%	64.6%
毛利	4,055	4,710	5,120	4,568	5,448	6,657
% 销售收入	36.5%	37.5%	38.7%	33.7%	34.2%	35.4%
营业税金及附加	-95	-102	-121	-114	-137	-161
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,553	-1,822	-1,991	-2,001	-2,379	-2,791
% 销售收入	14.0%	14.5%	15.1%	14.8%	14.9%	14.8%
管理费用	-815	-810	-959	-921	-1,110	-1,291
% 销售收入	7.3%	6.4%	7.3%	6.8%	7.0%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	1,592	1,976	2,049	1,532	1,822	2,414
% 销售收入	14.3%	15.7%	15.5%	11.3%	11.4%	12.8%
财务费用	-148	-291	-261	-29	36	50
% 销售收入	1.3%	2.3%	2.0%	0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-59	16	-52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	-1	6	2	4	3
% 税前利润	0.3%	—	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	1,389	1,701	1,741	1,505	1,862	2,467
营业利润率	12.5%	13.5%	13.2%	11.1%	11.7%	13.1%
营业外收支	17	24	48	36	42	39
税前利润	1,405	1,725	1,790	1,541	1,904	2,506
利润率	12.7%	13.7%	13.5%	11.4%	11.9%	13.3%
所得税	-252	-283	-272	-243	-295	-392
所得税率	17.9%	16.4%	15.2%	15.8%	15.5%	15.6%
净利润	1,154	1,442	1,518	1,298	1,609	2,114
少数股东损益	66	82	45	67	70	100
归属于母公司的净利润	1,088	1,360	1,473	1,231	1,540	2,014
净利率	9.8%	10.8%	11.1%	9.1%	9.7%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,164	1,450	1,524	1,298	1,609	2,114
少数股东损益	0	0	0	67	70	100
非现金支出	266	247	373	301	330	349
非经营收益	89	236	214	26	-46	-42
营运资金变动	-1,174	-1,317	-1,771	1,603	-1,281	-585
经营活动现金净流	345	617	340	3,294	682	1,936
资本开支	753	755	695	355	329	342
投资	-193	79	-272	0	0	0
其他	24	109	56	2	4	3
投资活动现金净流	-922	-566	-911	-352	-325	-338
股权募资	2	2	1,580	0	0	0
债权募资	1,306	1,272	-28	-2,971	0	0
其他	-843	-1,203	-1,267	-65	-454	0
筹资活动现金净流	465	71	285	-3,035	-454	0
现金净流量	-112	121	-286	-93	-97	1,597

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	955	1,116	1,080	920	754	2,251
应收款项	3,233	4,915	6,489	5,286	6,696	7,616
存货	1,265	1,477	1,764	1,680	2,033	2,312
其他流动资产	397	281	564	553	605	632
流动资产	5,850	7,788	9,897	8,439	10,088	12,811
% 总资产	57.3%	60.3%	64.2%	60.1%	64.1%	69.3%
长期投资	412	409	530	530	530	530
固定资产	2,924	3,516	3,688	3,803	3,785	3,803
% 总资产	28.6%	27.2%	23.9%	27.1%	24.1%	20.6%
无形资产	859	1,002	1,181	1,156	1,214	1,228
非流动资产	4,363	5,133	5,516	5,606	5,646	5,678
% 总资产	42.7%	39.7%	35.8%	39.9%	35.9%	30.7%
资产总计	10,212	12,921	15,413	14,045	15,735	18,489
短期借款	1,860	3,489	2,985	15	15	15
应付款项	2,506	2,946	2,745	3,036	3,512	4,088
其他流动负债	624	331	856	1,323	928	992
流动负债	4,990	6,767	6,586	4,374	4,455	5,095
长期贷款	72	15	0	0	0	0
其他长期负债	1,007	1,071	1,120	1,120	1,120	1,120
负债	6,069	7,853	7,706	5,494	5,574	6,214
普通股股东权益	3,832	4,838	7,469	8,247	9,787	11,801
少数股东权益	311	231	237	304	374	474
负债股东权益合计	10,212	12,921	15,413	14,045	15,735	18,489

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	1.053	1.317	1.363	1.140	1.425	1.864
每股净资产 (元)	3.710	4.684	6.913	7.633	9.058	10.922
每股经营现金净流 (元)	0.334	0.597	0.315	2.987	0.566	1.699
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.420	0.420	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.39%	28.11%	19.72%	14.93%	15.73%	17.07%
总资产收益率	10.65%	10.53%	9.56%	8.77%	9.78%	10.89%
投入资本收益率	24.11%	21.06%	17.59%	16.30%	15.89%	19.76%
增长率						
营业总收入增长率	18.80%	13.24%	5.21%	2.40%	17.81%	17.86%
EBIT 增长率	28.49%	24.15%	3.65%	-25.21%	18.90%	32.50%
净利润增长率	28.14%	25.02%	8.28%	-16.39%	25.04%	30.81%
总资产增长率	25.46%	26.53%	19.28%	-8.88%	12.03%	17.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.3	81.5	113.2	97.3	105.3	101.3
存货周转天数	60.4	63.7	73.0	68.3	70.7	69.5
应付账款周转天数	41.4	51.3	62.4	56.9	59.6	58.2
固定资产周转天数	66.6	72.3	77.5	77.0	64.7	53.2
偿债能力						
净负债/股东权益	40.77%	62.86%	35.08%	-1.25%	0.58%	-11.71%
EBIT 利息保障倍数	10.8	6.8	7.9	52.6	-50.3	-48.3
资产负债率	59.43%	60.77%	50.00%	39.11%	35.43%	33.61%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。