

医药 | 公司动态点评

2017年03月31日

投资评级：推荐（维持）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

从业证书编号:S1070115090023

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

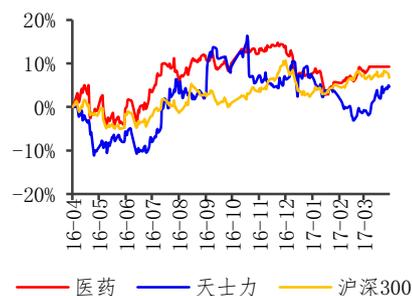
从业证书编号:S1070116100012

市场数据

目前股价	40.37
总市值（亿元）	436.19
流通市值（亿元）	416.96
总股本（万股）	108,048
流通股本（万股）	103,284
12个月最高/最低	45.28/33.91

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	15336	17537	20127
(+/-%)	10.0%	14.4%	14.8%
净利润	1559	1738	1908
(+/-%)	32.5%	11.5%	9.8%
摊薄 EPS	1.44	1.61	1.77
PE	27.98	25.10	22.86

股价表现


数据来源：贝格数据

加大市场推广，业绩有望恢复快速增长

——天士力（600535）2016年年报点评

事件

3月30日公司发布2016年年报，实现营收139.46亿元（+5.43%），归母净利润11.76亿元（-20.43%）。利润分配预案，每10股派发现金股利5.60元（含税）。

发布第一期员工持股计划（草案），筹集资金总额上限为2,000万元，参加总人数为16人。

投资要点

■ 营收稳定增长，加大市场推广

2016年四季度营收43.35亿元（+12.77%），是2016年增速最快的一个季度，由于加大市场推广力度，单季度销售费用大幅度增长91.1%，导致当季实现归母净利润1.73亿元，同比下滑33.31%。

分业务板块看，医药工业板块实现收入61.78亿元（-2.93%），下滑速度在收窄，其中心血管领域收入45.8亿元（-1.29%），复方丹参滴丸市场表现较好，销量同比增长2.48%；医药商业实现收入76.84亿元（+13.36%），实现平稳增长。

整体上看，医药工业和医药商业毛利率分别增加0.82个百分点和下降0.02个百分点，综合毛利率36.51%（下降2.21个百分点），销售费用率16.94%（上升1.89个百分点），成本和销售费用的增长，收入增速趋平，导致净利润出现下滑。公司加强应收账款管理，严控工业应收账款规模，现金流得到改善，经营现金流金额11.54亿元，同比增长239.33%，预计四季度加大市场推广，销售费用大幅增加，将对今年产品销售产生积极促进作用。

■ 多个品种进入新版医保目录，带动未来公司业绩增长

公司共有231个产品进入《2017版医保目录》，其中甲类有136个，乙类95个；首次入选国家医保目录的产品有4个，包括消渴清颗粒（独家品种），赖诺普利氢氯噻嗪片、尼可地尔片、杞菊地黄口服液。此外注射用重组人尿激酶原和注射用益气复脉（冻干）已被列入国家医保目录谈判药品范围，受邀参加价格谈判工作。其中注射用重组人尿激酶原属于独家品种，是基因工程方法制备的新一代溶血栓药物，已纳入上海市医保目录、河北省新农合目录和甘肃急救药目录增补目录。随着公司市场逐步扩大，新纳入医保的品种有望为公司业绩增长注入新动力。

相关报告**■ 员工计划彰显公司未来发展信心**

公司发布第一期员工持股草案，筹集资金总额上限为 2,000 万元，在股东大会审议通过本员工持股计划后 6 个月内，通过二级市场完成标的股票的购买，锁定期 12 个月，存续期 24 个月，参与人员包括闫凯境董事长在内的 16 名高管，出资金额 187.5 万元或 62.5 万元，彰显了管理层对公司未来发展的信心。

■ 投资建议

公司收入增长稳定，持续加大市场推广，销售费用增加导致净利润短期承压，多个品种进入新版医保目录，随着市场逐步打开，业绩有望恢复增长。预计公司 2017-2019 年归母净利润 15.59、17.38 和 19.08 亿元，EPS1.44、1.61 和 1.77 元，对应 PE 为 28X、25X 和 23X，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：药品降价；市场竞争加剧。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2014A	2015A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13222	13945	15336	17537	20127	成长性					
营业成本	8102	8854	9959	11606	13543	营业收入增长	5.2%	5.5%	10.0%	14.4%	14.8%
销售费用	1991	2362	2300	2543	2818	营业成本增长	3.1%	9.3%	12.5%	16.5%	16.7%
管理费用	959	869	955	1052	1208	营业利润增长	2.2%	-16.1%	27.6%	11.6%	9.9%
财务费用	261	228	101	78	68	利润总额增长	3.6%	-16.7%	27.0%	11.5%	9.8%
投资净收益	6	-10	0	0	0	净利润增长	5.1%	-20.0%	32.5%	11.5%	9.8%
营业利润	1747	1466	1871	2089	2296	盈利能力					
营业外收支	48	30	30	30	30	毛利率	38.7%	36.5%	35.1%	33.8%	32.7%
利润总额	1795	1496	1901	2119	2326	销售净利率	11.5%	8.7%	10.5%	10.3%	9.8%
所得税	272	277	285	318	349	ROE	19.8%	14.8%	16.4%	15.4%	14.5%
少数股东损益	45	43	57	63	69	ROIC	18.4%	12.3%	15.4%	16.2%	14.1%
净利润	1479	1176	1559	1738	1908	营运效率					
资产负债表 (百万)						销售费用/营业收入	15.1%	16.9%	15.0%	14.5%	14.0%
流动资产	9345	10457	12082	14774	16975	管理费用/营业收入	7.3%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%
货币资金	528	611	4130	2382	6025	财务费用/营业收入	2.0%	1.6%	0.7%	0.4%	0.3%
应收和预付款项	6691	7450	5334	9295	7505	投资收益/营业利润	0.3%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	1764	2012	2235	2714	3061	所得税/利润总额	15.1%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%
其他流动资产	362	383	383	383	383	应收账款周转率	2.05	1.97	3.00	1.98	2.80
非流动资产	5421	5859	5845	5830	5773	存货周转率	4.59	4.40	4.46	4.28	4.42
固定资产	3688	3908	3903	3898	3893	流动资产周转率	1.12	1.05	1.09	1.06	1.07
资产总计	14766	16316	17927	20604	22748	总资产周转率	0.90	0.85	0.86	0.85	0.88
流动负债	5716	5567	5562	6438	6605	偿债能力					
短期借款	2971	2388	2338	2288	2238	资产负债率	47.7%	49.6%	45.1%	43.5%	40.1%
应付和预收款项	2745	3178	3223	4150	4366	流动比率	1.50	1.36	1.58	1.73	1.95
非流动负债	1332	2518	2518	2518	2518	速动比率	1.16	1.05	1.24	1.37	1.55
长期借款	0	400	400	400	400	每股指标 (元)					
负债合计	7048	8085	8080	8956	9123	EPS	1.37	1.09	1.44	1.61	1.77
股东权益	7707	8207	9823	11624	13601	每股净资产	7.14	7.62	9.11	10.78	12.61
股本	1080	1080	1080	1080	1080	每股经营现金流	0.00	0.00	3.26	-1.62	3.37
留存收益	4618	5339	6898	8636	10544	每股经营现金/EPS	0.00	0.00	2.26	-1.01	1.91
少数股东权益	237	243	300	363	432	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	14755	16292	17903	20580	22724	PE	29.50	37.08	27.98	25.10	22.86
现金流量表 (百万)						PEG	5.33	2.12	0.52	0.54	0.58
经营活动现金流	349	1159	3638	-1652	3730	PB	5.84	5.48	4.58	3.87	3.31
其中营运资本减少	3599	1261	1630	1816	2034	EV/EBITDA	20.11	22.53	22.67	21.15	18.26
投资活动现金流	-911	-654	26	26	26	EV/SALES	3.60	3.34	2.96	2.65	2.21
其中资本支出	4	4	0	0	0	EV/IC	4.15	4.28	4.00	3.28	3.16
融资活动现金流	286	-232	-145	-122	-112	ROIC/WACC	0.18	0.12	0.14	0.15	0.13
净现金总变化	-277	273	3518	-1748	3643	REP	22.54	34.79	27.94	21.43	23.73

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

陈晨: 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

朱慧芳: 0755-8346 7943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>