

## 天士力(600535)/中药

## 2017 一季度现业绩拐点, 医药工业恢复快速增长

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 40.35

目标价格: 48.7—55.6

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

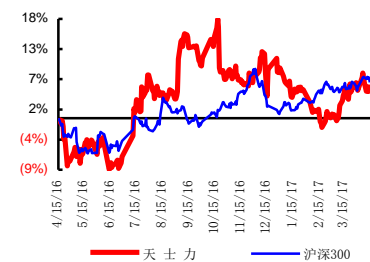
联系人: 张天翼

电话:

Email: zhangty@r.qizq.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)	40.35
市值(百万元)	43,597
流通市值(百万元)	41,675

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 天士力(600535)公司点评: 2016 业绩筑底, 2017 进入新的快速增长长期-20170330

2 天士力(600535)公司点评: - 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-20170322

3 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-20170310

4 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--20170124

5 天士力(600535.SH): 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--20161226

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,222	13,945	16,065	18,587	21,148
增长率 yoy%	5.21%	5.47%	15.20%	15.70%	13.78%
净利润	1,478	1,176	1,497	1,870	2,348
增长率 yoy%	8.28%	-20.43%	27.22%	24.96%	25.54%
每股收益(元)	1.36	1.09	1.39	1.73	2.17
每股现金流量	0.31	1.07	1.33	1.17	1.83
净资产收益率	19.72%	14.77%	16.90%	17.44%	17.96%
P/E	30.02	38.11	29.14	23.32	18.58
PEG	3.62	—	1.07	0.93	0.73
P/B	6.91	7.37	8.20	9.93	12.10

备注:

**投资要点**

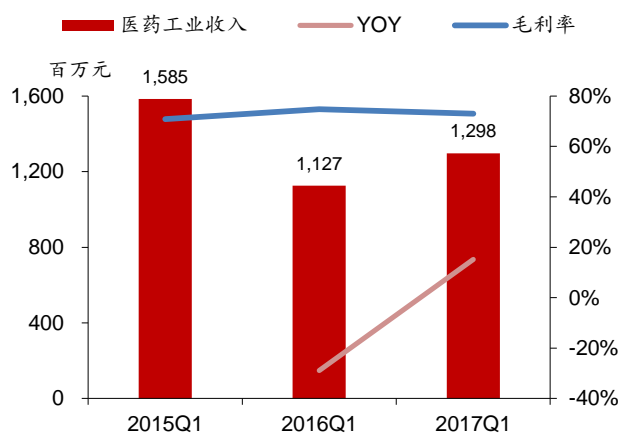
- 2017 年一季度, 公司实现收入 33.48 亿元, 同比增长 6.45%; 净利润 3.18 亿元, 同比增长 14.84%; 扣非净利润 3.11 亿元, 同比增长 15.19%。EPS 0.29 元。经营性现金流-7.19 亿元, 同比下降 624.37%, 主要是票据贴现利率高于贷款利率, 公司减少票据贴现所致。业绩符合预期, 2017 一季度业绩拐点出现, 我们预计全年逐季走高, 全年预期增长 25%以上。
- 医药工业恢复快速增长, 再次验证公司渠道调整完成, 2017 进入新的快速增长期。公司医药工业收入 12.98 亿元, 同比增长 15.18%, 毛利率 72.96%, 同比下降 1.87 个百分点。毛利率下降的主要原因包括: 普佑克开拓市场, 加大销售折让; 子公司江苏帝益报告期内集中清理废料, 生产成本增加。公司核心产品均实现增长: 复方丹参滴丸、益气复脉、丹参多酚酸等心脑血管产品实现收入 8.95 亿元, 同比增长 8.83%; 替莫唑胺胶囊等抗肿瘤产品实现收入 1.48 亿元, 同比增长 25.32%; 藿香正气滴丸等感冒发烧产品实现收入 0.68 亿元, 同比增长 31.69%; 水飞蓟宾等肝病治疗产品实现收入 0.69 亿元, 同比增长 75.88%。
- 公司医药商业实现收入 20.35 亿元, 同比增长 2.47%, 增速放缓主要是由于去年同期高基数。公司医药商业 2016 年同比增长 13.36%, 其中 2016Q1 同比增长 34.23%。去年同期高基数, 造成 2017Q1 医药商业表现增速放缓。公司医药商业毛利率 7.35%, 同比增加 1.27 个百分点。我们维持判断“两票制+激励机制完善”, 公司医药商业有望保持较快增长。报告期内, 受益于陕西省推行两票制, 公司市场占有率提升, 收入同比增长 30%。
- 普佑克和益气复脉进入价格谈判目录, 有望进入快速增长期。2017Q1, 公司生物药的收入 0.13 亿元, 同比大幅增长 15485.85%, 主要系公司开拓市场, 普佑克进入地方新农合及地方抢救目录所致。随着普佑克和益气复脉开始医保价格谈判, 未来有望进入全国医保目录, 为业绩贡献巨大弹性。
- 盈利预测于投资建议: 我们维持判断公司 2017 年进入新的快速增长期, 看好 FDA 三期数据将带来公司转折向上。我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 160.65 亿、185.87 亿、211.48 亿, 同比分别增长 15.2%、15.7%、13.78%; 净利润分别为 14.97 亿、18.7 亿、23.48 亿, 同比分别增长 27.22%、24.96%、25.54%。我们给予天士力 2017 年 PE 35-40 倍, 对应股价 48.7-55.6 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 复方丹参滴丸后续 FDA 审批风险; 药品降价的风险。

图表 1: 天士力分季度财务数据 (百万元)

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q
营业收入	3,078.21	3,156.85	3,148.34	3,844.11	3,144.74	3,254.18	3,211.43	4,335.15	3,347.66
营收同比增长	2.05%	1.89%	1.40%	14.47%	2.16%	3.08%	2.00%	12.77%	6.45%
营收环比增长		2.55%	-0.27%	22.10%	-18.19%	3.48%	-1.31%	34.99%	-22.78%
营业成本	1,844.47	1,933.99	1,918.37	2,404.77	2,171.86	2,016.24	2,150.66	2,514.86	2,251.44
营业费用	489.45	409.46	473.41	618.61	337.88	467.34	374.88	1,182.19	376.82
管理费用	224.69	151.80	155.16	427.49	205.22	171.71	201.53	290.30	202.83
财务费用	70.31	55.59	67.35	67.32	57.21	63.28	53.25	54.33	58.45
营业利润	405.43	577.64	489.61	274.55	330.81	520.76	394.91	219.65	394.26
利润总额	415.14	584.99	495.63	299.66	338.68	527.90	399.59	230.16	400.87
所得税	57.61	81.88	92.85	39.41	53.73	106.18	71.05	46.14	78.25
归母净利润	345.52	484.56	388.57	259.90	277.04	407.74	318.32	173.32	318.15

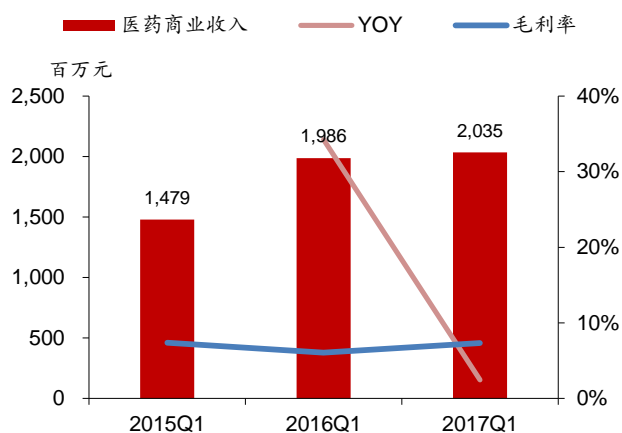
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 公司医药工业恢复快速增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 公司医药商业保持稳定增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 天士力盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,567	13,222	13,945	16,065	18,587	21,148
增长率	13.24%	5.2%	5.5%	15.2%	15.7%	13.8%
营业成本	-7,857	-8,102	-8,854	-10,171	-11,628	-13,069
% 销售收入	62.5%	61.3%	63.5%	63.3%	62.6%	61.8%
毛利	4,710	5,120	5,092	5,894	6,959	8,079
% 销售收入	37.5%	38.7%	36.5%	36.7%	37.4%	38.2%
营业税金及附加	-102	-121	-151	-161	-194	-216
% 销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-1,822	-1,991	-2,362	-2,691	-3,085	-3,489
% 销售收入	14.5%	15.1%	16.9%	16.8%	16.6%	16.5%
管理费用	-810	-959	-869	-1,125	-1,264	-1,417
% 销售收入	6.4%	7.3%	6.2%	7.0%	6.8%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	1,976	2,049	1,709	1,918	2,416	2,957
% 销售收入	15.7%	15.5%	12.3%	11.9%	13.0%	14.0%
财务费用	-291	-261	-228	-82	-75	-33
% 销售收入	2.3%	2.0%	1.6%	0.5%	0.4%	0.2%
资产减值损失	16	-52	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	-10	-2	-6	-4
% 税前利润	—	0.3%	—	—	—	—
营业利润	1,701	1,741	1,466	1,834	2,334	2,919
营业利润率	13.5%	13.2%	10.5%	11.4%	12.6%	13.8%
营业外收支	24	48	30	39	35	37
税前利润	1,725	1,790	1,496	1,873	2,369	2,956
利润率	13.7%	13.5%	10.7%	11.7%	12.7%	14.0%
所得税	-283	-272	-277	-316	-419	-510
所得税率	16.4%	15.2%	18.5%	16.9%	17.7%	17.3%
净利润	1,442	1,518	1,219	1,557	1,950	2,446
少数股东损益	82	45	43	61	80	98
归属于母公司的净利润	1,360	1,473	1,176	1,497	1,870	2,348
净利率	10.8%	11.1%	8.4%	9.3%	10.1%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,450	1,524	1,219	1,557	1,950	2,446
少数股东损益	0	0	0	61	80	98
非现金支出	247	373	350	365	399	444
非经营收益	236	214	193	79	97	56
营运资金变动	-1,317	-1,771	-609	-563	-1,183	-971
经营活动现金净额	617	340	1,154	1,499	1,344	2,073
资本开支	755	695	521	180	228	204
投资	79	-272	-194	0	0	0
其他	109	56	61	-2	-6	-4
投资活动现金净额	-566	-911	-654	-182	-234	-208
股权募资	2	1,580	12	0	0	0
债权募资	1,272	-28	590	559	-111	-1,573
其他	-1,203	-1,267	-835	-116	-731	-89
筹资活动现金净额	71	285	-233	443	-842	-1,662
现金净流量	121	-286	267	1,760	268	203

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,116	1,080	1,330	3,029	3,217	3,322
应收款项	4,915	6,489	7,147	7,845	9,221	10,409
存货	1,477	1,764	2,012	2,101	2,441	2,722
其他流动资产	281	564	687	685	755	786
流动资产	7,788	9,897	11,176	13,660	15,634	17,239
% 总资产	60.3%	64.2%	65.3%	70.2%	73.4%	75.9%
长期投资	409	530	685	685	685	685
固定资产	3,516	3,688	3,908	3,774	3,619	3,414
% 总资产	27.2%	23.9%	22.8%	19.4%	17.0%	15.0%
无形资产	1,002	1,181	1,266	1,254	1,272	1,275
非流动资产	5,133	5,516	5,951	5,805	5,668	5,465
% 总资产	39.7%	35.8%	34.7%	29.8%	26.6%	24.1%
资产总计	12,921	15,413	17,126	19,464	21,302	22,704
短期借款	3,489	2,985	2,788	3,347	3,236	1,664
应付款项	2,946	2,745	3,178	3,394	3,894	4,370
其他流动负债	331	856	2,192	2,803	2,301	2,355
流动负债	6,767	6,586	8,159	9,544	9,432	8,388
长期贷款	15	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,071	1,120	761	761	761	761
负债	7,853	7,706	8,920	10,305	10,193	9,149
普通股股东权益	4,838	7,469	7,964	8,855	10,726	13,073
少数股东权益	231	237	243	304	384	481
负债股东权益合计	12,921	15,413	17,126	19,464	21,302	22,704

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.317	1.363	1.089	1.385	1.731	2.173
每股净资产 (元)	4.684	6.913	7.371	8.196	9.927	12.100
每股经营现金净流 (元)	0.597	0.315	1.068	1.331	1.169	1.828
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.560	0.560	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.11%	19.72%	14.77%	16.90%	17.44%	17.96%
总资产收益率	10.74%	9.75%	7.01%	7.83%	8.92%	10.50%
投入资本收益率	21.06%	17.59%	14.85%	17.35%	18.34%	21.07%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	13.24%	5.21%	5.47%	15.20%	15.70%	13.78%
EBIT增长率	24.15%	3.65%	-16.56%	12.20%	25.95%	22.39%
净利润增长率	25.02%	8.28%	-20.12%	27.22%	24.96%	25.54%
总资产增长率	24.09%	19.29%	11.08%	13.65%	9.44%	6.58%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	81.5	113.2	124.6	118.9	121.7	120.3
存货周转天数	63.7	73.0	77.8	75.4	76.6	76.0
应付账款周转天数	51.4	62.4	68.1	65.2	66.7	66.0
固定资产周转天数	72.3	77.5	82.7	79.6	70.5	63.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	62.86%	35.08%	22.64%	7.84%	3.78%	-9.29%
EBIT利息保障倍数	6.8	7.9	7.5	23.4	32.1	88.7
资产负债率	59.99%	49.00%	51.11%	52.11%	47.00%	39.39%

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。