

2017年04月17日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

48

天士力(600535.SH)

Buy 买入

业绩已开始有所恢复

结论与建议:

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2017/4/17)	40.55		
上证指数(2017/4/17)	3222.17		
股价 12 个月高/低	45.28/33.9		
总发行股数(百万)	1080.48		
A 股数(百万)	1032.84		
A 市值(亿元)	418.82		
主要股东	天士力控股集团 有限公司 (45.18%)		
每股净值(元)	7.67		
股价/账面净值	5.29		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.9	1.3	7.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-12-27	41.22	买入
2016-03-28	39.66	买入

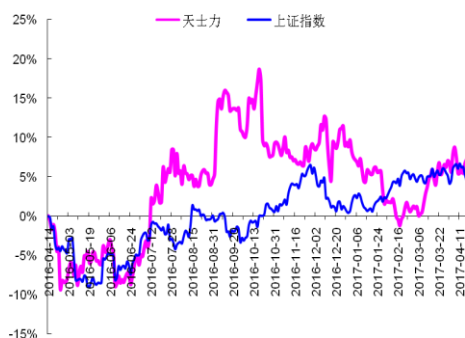
产品组合

医药商业	51.7%
医药工业	48.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.8%
一般法人	55.8%

股价相对大盘走势



- 公司业绩:** 2017Q1 公司实现营收 33.5 亿元, YOY+6.5%, 录得净利润 3.2 亿元, YOY+14.8%, 折合 EPS 为 0.29 元, 公司业绩基本符合预期。
- 医药工业恢复增长, 带动综合毛利率提升:** 分业务来看, 公司医药工业 Q1 实现营收 13.0 亿元, YOY+15.2%。由于公司渠道去库存已接近尾声, 叠加去年基期较低的因素, 公司医药工业业务发货已显示出恢复的迹象, 预计全年将延续恢复增长趋势, 医药工业业务的毛利率同比下降 1.9 个百分点至 73.0%, 预计主要受降价因素影响。公司医药商业 Q1 实现营收 20.3 亿元, YOY+2.5%, 在去年偏高的基期上增长仍较为稳健, 医药商业的毛利率同比提升 1.3 个百分点至 7.4%。综合来看, 由于医药工业恢复增长, 占比增加, 使得公司 Q1 综合毛利率同比提升 1.8 个百分点至 32.7%。期间费用率为 19.1%, 同比持平。
- 两潜力品种进入医保谈判目录:** 根据人社部近日发布的医保谈判范围显示, 公司的潜力品种重组尿激酶原-普佑克以及注射用益气复脉(冻干)进入, 未来随着谈判价格达成一致后, 将可直接进入医保目录。公司的普佑克主要用于治疗急性心肌梗死, 市场空间较大, 目前只是进入了上海医保和河北新农合, 仍处于推广期, 若能够进入全国医保目录后预计将可快速放量。益气复脉属公司较为成熟的品种(已进入 12 省医保目录), 目前销售额接近 5 亿, 但随着人口老龄化加剧, 冠心病人数的增加, 预计在进入医保目录后销售规模将可进一步得到提升。
- 有望获得 FDA-NDA 批准, 打开全球:** 公司经过分层统计分析工作后将向 FDA 递交 NDA 新药申请。我们认为公司此前已获得 FDA 的 SPA, 并且复方丹参滴丸 FDAIII 期临床结果较为乐观, 我们预计公司获得 FDA-NDA 批准的概率较大, 后续仍需积极关注。如果进展顺利, 我们预计公司的复方丹参滴丸将可在 2018 年在国外上市销售, 将会打开庞大的心绞痛药品市场。另外, 一旦获得 NDA 批准, 公司产品将成为首个在西方医药标准下获得认可的复方中药产品, 对公司其他中药产品以及国内其他企业的中药产品走出国门将会具有重大的意义。
- 盈利预测:** 由于目前复方丹参滴丸 NDA 还未批复, 上市时间也存在不确定性, 我们暂不考虑其对公司业绩的影响。我们预计公司 2017/2018 年净利润预期分别为 14.85 亿元 (YOY+26.2%) / 17.1 亿元 (YOY+14.9%), EPS 分别为 1.37 元/1.58 元, 对应 PE 分别为 29 倍/26 倍。公司目前估值合理, 业绩逐步恢复, 给予“买入”的投资建议。

年度截止 12月 31日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1368	1479	1176	1485	1706
同比增减	%	24.36	8.06	-20.43	26.22	14.91
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.32	1.38	1.09	1.37	1.58
同比增减	%	23.36	4.55	-21.01	26.08	14.91
市盈率(P/E)	X	30.57	29.24	37.02	29.36	25.55
股利 (DPS)	RMB 元	0.39	0.42	0.56	0.16	0.19
股息率 (Yield)	%	0.97	1.04	1.39	0.41	0.47

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	12578	13228	13945	15603	17319
经营成本	7857	8102	8854	9860	10932
营业税金及附加	102	121	151	147	159
销售费用	1822	1991	2362	2510	2771
管理费用	810	959	869	969	1074
财务费用	291	261	228	255	279
资产减值损失	-16	52	5	29	20
投资收益	-1	6	-10	2	5
营业利润	1709	1747	1466	1835	2089
营业外收入	43	60	39	47	50
营业外支出	19	12	9	6	5
利润总额	1733	1795	1496	1877	2134
所得税	283	272	277	351	384
少数股东损益	82	45	43	41	44
归母净利润	1368	1479	1176	1485	1706

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	1116	1080	1330	1529	1758
存货净额	3559	4643	4876	5852	7022
应收帐款净额	1477	1764	2012	1911	1816
流动资产合计	7788	9897	11176	13411	16093
长期投资净额	401	523	551	716	931
固定资产合计	2786	2830	3492	3842	4226
无形资产及其他资产合计	730	858	416	499	599
资产总计	5133	5516	5951	6843	7870
流动负债合计	12921	15413	17126	20254	23963
长期负债合计	6767	6586	8159	9790	11748
负债合计	1086	1120	761	791	823
少数股东权益	7853	7706	8920	10582	12571
股东权益合计	231	237	243	316	726
负债和股东权益总计	4838	7469	7964	9357	10665

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动所得现金净额	617	340	1154	1,269	1,396
投资活动所用现金净额	-566	-911	-654	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	71	286	-232	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	121	-286	267	-2131	-2004

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。