

天士力 (600535.SH)

牵手 Pharnext, 持续构建生物药版图

核心观点:

● 投资 Pharnext 公司并与其合作设立新药研发公司

①公司公告通过全资子公司香港天士力, 向 Pharnext 公司投入总额为 2000 万欧元的投资, 500 万欧元认购 Pharnext 新增发的普通股, 对应投后股权为 3.57%, 1500 万欧元认购其可转债, 若成功转股, 对应股权 9.02%。②天士力和 Pharnext 以及 Pharnext 公司的创始人 Daniel COHEN 先生三方同意设立基于双方技术优势的 药物研发平台公司 (合营公司)。将 Pharnext 目前正在研发的 PXT3003 药物在大中华区域内的临床实验, 产品上市, 制造以及销售的权利一次性 (200 万欧元) 转让给合营公司。

● Pharnext 为欧交所上市致力于复方药物开发的生物研发企业

①Pharnext S.A 为法国欧交所上市的研发型企业, 其核心技术是独有的生物网络药理学技术平台, 对上市药物进行虚拟筛选, 得到拥有独立知识产权且以极低剂量组合的复方药物, 用于治疗其它疾病。研发管线包括两个进入临床阶段复合药物, PXT3003 治疗 CMT1A 和 PXT864 治疗 AD。②创始人 Daniel Cohen 教授从事遗传学研究近 40 年, 是 CEPH (人类多态性研究中心) 创立者和 HLA (人类白细胞抗原) 遗传学专家, 参与了人类基因组计划, 拥有世界上第一份全基因组关联分析 (GWAS) 专利。根据公司公告, Daniel Cohen 教授曾经成功创立了 Millennium (千禧制药) 并以 80 亿美元被 Takeda 公司收购。

● 汇聚全球创新技术, 持续构建生物药版图

公司本次合作 Pharnext, 将借助其技术有效提升在组合药物的创新研发能力及丰富生物医药产品线。公司和集团产业资本结合, 已经构建丰富的生物创新药管线, 多个 1 类生物药的布局将打造长期的发展动力。

● 预计 17-19 年业绩分别为 1.36 元/股、1.68 元/股、1.99 元/股

我们预计公司 17/18/19 年 EPS 为 1.36/1.68/1.99 元 (2016 年 EPS 为 1.09 元), 目前股价对应 PE 30/24/20 倍, 中药现代化龙头, 布局创新化药和生物药, 看好其成长潜力, 维持“买入”评级。

● 风险提示

创新药研发的不确定性风险; 核心产品复方丹参滴丸申报 FDA 不达预期的风险;

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	13,227.51	13,945.50	15,814.73	17,884.76	20,110.55
增长率 (%)	5.17%	5.43%	13.40%	13.09%	12.45%
EBITDA (百万元)	2,374.97	2,054.76	2,214.52	2,684.88	3,166.01
净利润 (百万元)	1,478.55	1,176.42	1,470.11	1,813.29	2,152.36
增长率 (%)	8.06%	-20.43%	24.96%	23.34%	18.70%
EPS (元/股)	1.368	1.089	1.361	1.678	1.992
市盈率 (P/E)	29.90	38.11	29.67	24.06	20.27
市净率 (P/B)	5.92	5.63	4.62	3.88	3.25
EV/EBITDA	19.75	22.72	19.25	15.67	13.00

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

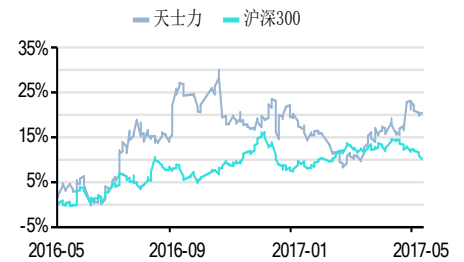
公司评级

当前价格 41.26 元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-10

相对市场表现



分析师: 吴文华 S0260516090001



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

分析师: 罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

天士力 (600535.SH): 工 2017-04-18

业板块恢复明显, 去库存有望结束

天士力 (600535.SH): 工 2017-03-31

业去库存影响业绩, 17 年有望恢复成长

天士力 (600535.SH): 中 2016-12-25

药国际化里程碑事件, 复方丹参滴丸 III 期临床公布结果

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	9897	11176	7988	10062	12579
货币资金	1080	1330	1389	1947	2856
应收及预付	6691	7450	4941	6132	7434
存货	1764	2012	1658	1983	2288
其他流动资产	362	384	0	0	0
非流动资产	5516	5951	5963	6297	6578
长期股权投资	523	551	551	551	551
固定资产	2830	3492	3766	3988	4159
在建工程	858	416	526	636	746
无形资产	1181	1266	987	988	989
其他长期资产	124	225	133	133	133
资产总计	15413	17126	13951	16359	19157
流动负债	6586	8159	3763	4248	4765
短期借款	2971	2388	0	0	0
应付及预收	3058	3617	3763	4248	4765
其他流动负债	557	2153	0	0	0
非流动负债	1109	737	400	400	400
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	798	400	400	400	400
其他非流动负债	310	337	0	0	0
负债合计	7695	8895	4162	4647	5164
股本	1080	1080	1080	1080	1080
资本公积	1771	1544	1544	1544	1544
留存收益	4619	5342	6812	8625	10778
归属母公司股东权益	7471	7967	9437	11250	13402
少数股东权益	237	243	331	440	569
负债和股东权益	15413	17126	13951	16359	19157

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13228	13945	15815	17885	20111
营业成本	8102	8854	10084	11398	12850
营业税金及附加	121	151	172	195	219
销售费用	1991	2362	2681	2915	3137
管理费用	959	869	1028	1109	1207
财务费用	261	228	0	0	0
资产减值损失	52	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	-10	3	4	4
营业利润	1747	1466	1852	2272	2701
营业外收入	60	39	40	40	40
营业外支出	12	9	15	15	15
利润总额	1795	1496	1877	2297	2726
所得税	272	277	319	375	445
净利润	1524	1219	1558	1922	2281
少数股东损益	45	43	88	109	129
归属母公司净利润	1479	1176	1470	1813	2152
EBITDA	2375	2055	2215	2685	3166
EPS (元)	1.37	1.09	1.36	1.68	1.99

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	340	1154	3626	1279	1631
净利润	1524	1219	1558	1922	2281
折旧摊销	320	345	365	417	468
营运资金变动	-1771	-609	1639	-1031	-1090
其它	266	198	63	-28	-29
投资活动现金流	-911	-654	-441	-722	-722
资本支出	-695	-521	-444	-725	-725
投资变动	-264	-189	3	4	4
其他	48	56	0	0	0
筹资活动现金流	285	-233	-3125	0	0
银行借款	5950	3815	-2388	0	0
债券融资	-5978	-3225	-737	0	0
股权融资	1580	12	0	0	0
其他	-1267	-835	0	0	0
现金净增加额	-286	267	60	557	909
期初现金余额	1116	1080	1330	1389	1947
期末现金余额	830	1348	1389	1947	2856

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.2	5.4	13.4	13.1	12.4
营业利润增长	2.2	-16.1	26.4	22.6	18.9
归属母公司净利润增长	8.1	-20.4	25.0	23.3	18.7
获利能力(%)					
毛利率	38.8	36.5	36.2	36.3	36.1
净利率	11.5	8.7	9.9	10.7	11.3
ROE	19.8	14.8	15.6	16.1	16.1
ROIC	17.6	14.8	19.0	20.1	20.8
偿债能力					
资产负债率(%)	50.0	52.0	29.9	28.4	27.0
净负债比率	0.4	0.2	-0.1	-0.1	-0.2
流动比率	1.50	1.37	2.12	2.37	2.64
速动比率	1.20	1.09	1.63	1.85	2.10
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.86	1.02	1.18	1.13
应收账款周转率	3.23	2.93	4.87	4.51	4.40
存货周转率	5.00	4.69	6.08	5.75	5.62
每股指标(元)					
每股收益	1.37	1.09	1.36	1.68	1.99
每股经营现金流	0.31	1.07	3.36	1.18	1.51
每股净资产	6.91	7.37	8.73	10.41	12.40
估值比率					
P/E	29.9	38.1	29.7	24.1	20.3
P/B	5.9	5.6	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	19.8	22.7	19.2	15.7	13.0

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 冯鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 马帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。