

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

天士力 (600535): 业绩稳健增长, 看好普佑克增长潜力

2017年8月17日

分析师:

王雯

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-88300847

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 38.52 元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本 (百万股): 1080.48

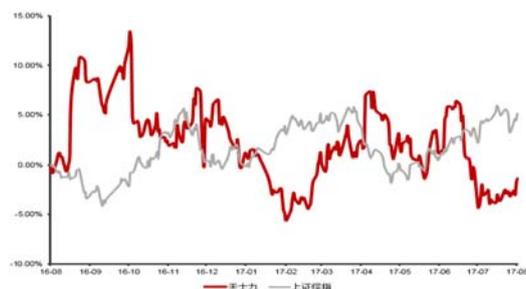
流通股本 (百万股): 1032.84

流通 A 股市值 (亿元): 398

每股净资产 (元): 7.51

资产负债率 (%): 55.79

天士力近一年股价走势



相关报告

1. 业绩重回增长势头, 医保谈判品种值得期待——天士力 (600535) 2017 年一季报点评

天士力发布了 2017 年半年报, 上半年公司实现营业收入 72.64 亿元, 同比增长 13.53%; 实现归属母公司净利润 7.56 亿元, 同比增长 10.43%; 实现扣非归母净利润 7.41 亿元, 同比增长 10.41%; 另外, 上半年实现 EPS 约 0.7 元/股。

收入端快速增长, 利润端增速略下滑。分季度看, 公司二季度收入端维持两位数以上增长, 但利润端增速环比出现了一定程度下滑。其中医药工业上半年收入增长超过 10%, 除心脑血管品种微幅增长外, 其余产品线均实现了快速增长, 特别是水林佳收入翻倍增长, 毛利率也得到了较大提升, 另外以替莫唑胺为代表的抗肿瘤用药也实现了 33% 的收入增长。

普佑克纳入医保, 将成为下一个重磅品种。报告期内公司独家品种注射用重组人尿激酶原 (普佑克) 被纳入 2017 版医保目录乙类范围, 医保支付标准为 1020 元 (5mg (50 万 IU) / 支)。我们认为溶栓市场竞品较少, 此次普佑克进入新版医保后, 预期借助公司的销售渠道和学术推广优势将快速抢占市场, 有望成为公司下一个重磅产品。

投资建议:目前复方丹参滴丸 FDA 申请已经进入最后阶段, 我们对丹参滴丸的 FDA 认证充满期待和信心。近期公司第一期员工持股计划已经购买完毕, 规模近 2000 万, 成交均价约为 39.46 元/股, 目前股价与此价格存在倒挂, 具备一定的安全边际。从中长期看, 随着多年的战略布局, 公司以中药为核心, 生物药和化药为“两翼”搭建的大平台价值将逐步显现, 未来可持续发展可期。预计公司 2017-2019 年实现每股收益分别为 1.24、1.44 和 1.69 元/股, 继续给予“推荐”评级。

风险提示:丹滴美国 FDA 认证进展不达预期, 导致市场波动风险; 政策性招标降价情况超预期, 对业绩构成一定影响; 新进医保目录产品推广进度低于预期, 对业绩增量的贡献度不达预期; 大品种复方丹参滴丸增速放缓超预期, 带动收入增长放缓; 国内外市场系统性风险。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	13221.67	13945.50	15834.73	17592.83	19564.04
(+/-)%	5.2%	5.5%	13.5%	11.1%	11.2%
息税前利润 (EBIT)	2019.83	2047.14	1719.27	1818.53	2080.48
(+/-)%	1.4%	-16.0%	5.8%	14.4%	15.9%
归母净利润	1478.55	1176.42	1344.86	1552.19	1826.68
(+/-)%	5.1%	-20.4%	14.3%	15.4%	17.7%
每股净收益 (元)	1.37	1.09	1.24	1.44	1.69

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	528	611	1583	1759	1956	营业收入	13222	13945	15835	17593	19564
应收票据及账款	6435	7086	8749	8844	10720	营业成本	8102	8854	10337	11532	12870
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	121	151	172	191	212
预付款项	202	303	164	357	224	销售费用	1991	2362	2518	2727	2974
其他应收款	54	61	70	76	86	管理费用	959	869	934	1003	1037
存货	1764	2012	2396	2521	2967	财务费用	252	228	234	248	244
其他流动资产	362	383	383	383	383	资产减值损失	52	5	0	0	0
长期股权投资	523	551	551	551	551	投资收益	6	0	0	0	0
固定资产	2830	3492	3237	3377	3386	其他经营损益	0	0	0	0	0
在建工程	858	416	716	600	600	营业利润	1742	1476	1640	1893	2227
投资性房地产	0	0	0	0	0	其他非经营损益	50	33	0	0	0
无形资产	489	516	897	854	809	税前利润	1795	1496	1640	1893	2227
长期待摊费用	208	189	104	10	10	减: 所得税	272	277	246	284	334
资产总计	14766	16316	19322	20004	22564	净利润	1524	1219	1394	1609	1893
短期借款	2971	2388	4152	3271	4155	归属于母公司的净利润	1479	1176	1345	1552	1827
应付票据及账款	2460	2893	3139	3591	3920	少数股东损益	45	43	49	56	66
交易性金融负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.37	1.09	1.24	1.44	1.69
预收款项	19	26	49	35	58	稀释每股收益	1.37	1.09	1.24	1.44	1.69
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他应付款	266	259	259	259	259	成长性					
其他流动负债	513	2097	2097	2097	2097	营收增长率	5.21%	5.47%	13.55%	11.10%	11.20%
长期借款	798	400	400	400	400	EBIT 增长率	1.35%	-16.02%	5.77%	14.40%	15.89%
其他负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	5.05%	-19.98%	14.32%	15.42%	17.68%
负债合计	7048	8085	10117	9673	10910	盈利性					
股东权益合计	7707	8207	9181	10306	11630	销售毛利率	38.72%	36.51%	34.72%	34.45%	34.22%
现金流量表						销售净利率	11.52%	8.74%	8.80%	9.14%	9.68%
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	19.79%	14.77%	15.13%	15.59%	16.29%
净利润	1524	1219	1394	1609	1893	ROIC	18.42%	12.06%	14.23%	13.00%	14.80%
折旧与摊销	320	345	422	454	376	估值倍数					
经营活动现金流	340	1159	346	2268	607	PE	28.15	35.38	30.95	26.81	22.78
投资活动现金流	-911	-654	-540	-540	-540	P/S	3.15	2.98	2.63	2.37	2.13
融资活动现金流	286	-232	1166	-1552	131	P/B	5.57	5.23	4.68	4.18	3.71
现金净变动	-277	273	972	176	197	股息收益率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
期初现金余额	808	522	611	1583	1759	EV/EBITDA	19.27	21.56	20.68	17.95	16.67
期末现金余额	522	611	1583	1759	1956						

数据来源: WIND, 国开证券研究部

天士力发布了 2017 年半年报，上半年公司实现营业收入 72.64 亿元，同比增长 13.53%；实现归属母公司净利润 7.56 亿元，同比增长 10.43%；实现扣非归母净利润 7.41 亿元，同比增长 10.41%；另外，上半年实现 EPS 约 0.7 元/股。

1. 二季度工业收入端维持两位数以上增长，利润端增速环比略降低

二季度公司整体实现营业收入 39.17 亿，同比增长 20.36%，但营业成本同比增长约 30%，带动二季度毛利率同比下降 4.98 个百分点。此外二季度公司实现归母净利润 4.38 亿，同比增长 7.44%，增速环比出现一定程度降低。

2. 上半年工业毛利率部分受心脑血管品种拖累，商业稳定增长

上半年公司工业实现收入 28.88 亿，同比增长 10.72%，增速相比一季度下降 4.46 个百分点。同时上半年工业毛利率约为 71.11%，相比去年同期降低 3.67 个百分点，与今年一季度相比毛利率也有所降低，主要与心脑血管品种毛利率有所降低有关。我们分析公司在二季度加大了销售折让力度，另外新版医保目录对中药注射剂的医保支付范围进行了新的限定，可能导致公司部分心脑血管中药注射液品种受到一定影响。

此外，上半年公司商业实现收入 43.32 亿，同比增长 15.84%，增速相比一季度大幅提升。同时商业毛利率约为 7.42%，毛利率同比及环比均有一定程度的提升，我们预计与毛利相对较高的纯销业务占比提升有关。另外今年 7 月底公司的子公司天士力医药营销集团股份公司已获得新三板挂牌资格，未来有望利用资本市场的工具，通过应收账款资产证券化等方式，增加商业子公司的现金流，利于公司与股东的长远利益。

3. 绝大多数产品线恢复快速增长态势

工业中除心脑血管用药收入微幅增长(+1.02%)，其余产品线(抗肿瘤、感冒发烧、肝病用药等)均保持了快速增长态势。特别是以水林佳为代表的肝病用药恢复增长，收入端增长近 110%，同时毛利率提升了 5.23 个百分点。另外，以替莫唑胺为代表的抗肿瘤用药也实现了 33% 的收入增长。米内网的数据显示，以替莫唑胺为代表的烷化剂类抗肿瘤用药在医院市场的份额从 2015 年的 2.17% 提升至 2016 年的 2.36%，显示该细分品类仍拥有较高的增长潜力。

4. 普佑克纳入国家医保，将成为下一个重磅产品

报告期内公司独家品种注射用重组人尿激酶原(普佑克)被纳入 2017 版医保目录乙类范围，医保支付标准为 1020 元(5mg(50 万 IU)/支)，限急性心肌梗死发病 12 小时内使用。相比前期公司平均中标价，此次普佑克医保谈判最终支付标准的下降幅度在 36 个谈判品种中下降幅度相对较小，显示了医保谈判专家委员会对

普佑克临床有效性和安全性的认可。目前溶栓市场公司最大的竞品为阿替普酶，该品种在溶栓市场占据最大的市场份额，且仅德国 Boehringer Ingelheim Pharma 一家企业生产，竞争格局良好。2016 年普佑克仅销售 3.88 万支，实现收入 3791 万元左右，此次进入新版医保后借助公司的销售渠道和学术推广优势预期将快速抢占市场，有望成为公司下一个重磅产品。

5.投资建议和盈利预测

目前复方丹参滴丸 FDA 申请已经进入最后阶段，我们对丹参滴丸的 FDA 认证充满期待和信心。近期公司第一期员工持股计划已经购买完毕，规模近 2000 万，成交均价约为 39.46 元/股，目前股价与此价格存在倒挂，具备一定的安全边际。从中长期看，随着多年的战略布局，公司以中药为核心，生物药和化药为“两翼”搭建的大平台价值将逐步显现，未来可持续发展可期。预计公司 2017-2019 年实现每股收益分别为 1.24、1.44 和 1.69 元/股，继续给予“推荐”评级。

风险提示：丹滴美国 FDA 认证进展不达预期，导致市场波动风险；政策性招标降价情况超预期，对业绩构成一定影响；新进医保目录产品推广进度低于预期，对业绩增量的贡献度不达预期；大品种复方丹参滴丸增速放缓超预期，带动收入增长放缓；国内外市场系统性风险。

分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，5年行业研究经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层