

天士力 (600535)

短期受行业政策扰动，看好公司新业态、外延式和国际化

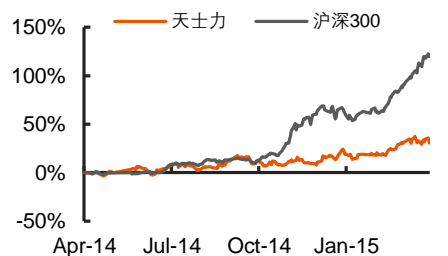
强烈推荐 (维持)

现价: 48.46 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.tasly.com
大股东/持股	天士力控股/45.18%
实际控制人/持股	闫希军/7.43%
总股本(百万股)	1,080
流通 A 股(百万股)	1,033
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	523.60
流通 A 股市值(亿元)	500.52
每股净资产(元)	6.26
资产负债率(%)	50.07

行情走势图



相关研究报告

《天士力*600535*优质龙头，拥抱变化》
2015-04-01

证券分析师

邹敏 投资资格编号
S1060514080003
021-20662997
ZOUJIN787@pingan.com.cn

魏巍 投资资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公告一季报，实现营业收入30.75亿，同比增2.08%。其中，医药工业同比增11.29%；医药商业同比减少6.08%，主要是因为医药商业业态优化，减少了低利润率的药品调拨业务，加强了医院等终端销售所致。实现归母净利润3.46亿，同比增21.46%，扣非净利同比增20.6%。实现经营性净现金流-2459万，主要由于1)公司定增后，减少银行承兑汇票贴现，2)由于商业业态的优化，纯销业务对资金的占用更高所致。因工业增速快于商业，合并报表毛利率自36.0%升至40.1%；销售费用率自15.1%升至15.9%；管理费用率自6.6%升至7.3%，净利率自9.4%升至11.2%。

平安观点:

- **医药工业：短期受行业政策扰动，未来医保修订和低价药政策落地将利好公司，FDA 顺利推进。**一季度工业收入增速不快，一定程度上受到各地招标政策的影响，如福建、湖南、浙江、安徽等地招标政策不利。预计丹参滴丸近 10%增速；其它口服中药芪参益气、养血清脑、水林佳等增速快于丹滴；中药注射液益气复脉和丹参多酚酸增速较快。丹参滴丸作为低价药，公司谨慎采取提价策略，已在河北地区实现，后续会在全国逐步落地。医保目录修订将有利于公司益气复脉、丹参多酚酸等品种进入医保。我们判断，医药工业增速后续会逐渐回升。此外，丹滴的海外认证持续推进中。
- **医药商业：积极优化业态，搭建电商平台，开拓慢病用药患者直送业务，未来与医保的合作有望深入。**公司的医药商业业务存在诸多变化：1)继续控制商业调拨业务的发展，加大对医院、零售药店等纯销业务的拓展。预计一季度商业纯销实现增长。2)同时，公司运用电商新媒体，优化以药品类、非药品类、社保预定联网结算服务为核心的电商业务体系。天士力大药房旗舰店在天猫 OTC 药品类目排名由 2013 年底的 19 名上升至 15 名。2013 年 4 月，天津市人力社保局、食药监局面向天津市糖尿病门诊患者联合推出“糖尿病送药上门服务”。天士力为该服务唯一承办单位。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	9301.5	11108.1	12577.7	14486.0	16706.7
YoY(%)	41.6	19.4	13.2	15.2	15.3
净利润(百万元)	769.2	1100.3	1368.3	1834.8	2377.4
YoY(%)	25.9	43.0	24.4	34.1	29.6
毛利率(%)	30.7	36.6	37.5	40.5	43.6
净利率(%)	8.3	9.9	10.9	12.7	14.2
ROE(%)	18.8	28.1	28.6	30.4	31.3
EPS(摊薄/元)	0.71	1.02	1.27	1.70	2.20
P/E(倍)	68.1	47.6	38.3	28.5	22.0
P/B(倍)	13.1	13.7	10.8	8.7	7.0

“糖尿病送药上门服务”通过不同的渠道征集服务对象与其签约，通过网上预订的形式，费用由电子商务系统自动与医保系统进行后台自动结算，服务对象家里签收的形式，达到患者、医保基金、医药企业多方受益的效果。2014 年度医保结算金额近两千万，服务对象约 5800 名。2015 年计划服务对象 30000 名。今年将突破年龄、病种、单次医保结算金额和药品品类的限制，即“四突破”。天津模式成功后，后续与医保的合作在广度和深度上都有望拓展。

- **上市公司外延式节奏加快，与集团的业务分界有望重新界定。** 去年公司完成了面向大股东和骨干员工的三年期定向增发，营运资金充沛，结合前期广泛筛选项目，今年外延式发展有望加速。同时，上市公司原来专注于制药领域，集团从事非药等大健康领域。随着整体医药行业外部环境的改变，公司正在审视上市公司与集团的业务分界。我们认为，上市公司很有可能在非药领域的精准医疗、医疗服务等方面有所突破。而在制药领域，中药饮片、中药配方颗粒也是公司适宜发展的业务方向。
- **优质龙头拥抱变化，维持“强烈推荐”评级。** 维持 2015-2016 年的 EPS 分别为 1.70、2.20 元和 66 元目标价，相当于 2016 年 30 倍 PE，重申“强烈推荐”评级。

今年催化剂因素：随着各地招标的推进，公司的新产品（益气复脉、丹参多酚酸等）将得以进入新市场；低价药政策开始实施，丹参滴丸具基药和低价药双重身份，价格有保障；修订医保是确定趋势，丹参多酚酸、益气复脉等有望进入医保目录；未来预计外延式发展将加快。

优质龙头，拥抱变化：互联网思维的激荡下，原有行业内的优势企业也正积极通过学习互联网精神进行不断地自我完善。公司正积极探索互联网营销、与医保合作开展用药直送业务、上市公司有望从制药领域向非药领域延伸、三年定增激励到位。当前位置，重申强烈推荐的评级。

- **风险提示：**新产品推广不达预期风险；丹参滴丸海外认证的不确定性。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	5850	7788	6191	9633
现金	955	1116	1304	1504
应收账款	2154	3599	2035	4555
其他应收款	1079	1316	1098	1594
预付账款	172	140	219	147
存货	1265	1477	1396	1694
其他流动资产	1490	1618	1536	1834
非流动资产	4363	5133	5091	4996
长期投资	412	401	401	401
固定资产	2191	2786	2957	3028
无形资产	578	681	652	624
其他非流动资产	1182	1265	1081	944
资产总计	10212	12921	11283	14629
流动负债	4990	6767	3853	5577
短期借款	1799	3432	663	1614
应付账款	887	1322	1071	1599
其他流动负债	2303	2012	2119	2363
非流动负债	1079	1086	1068	1068
长期借款	72	15	0	0
其他非流动负债	1007	1071	1068	1068
负债合计	6069	7853	4921	6645
少数股东权益	311	231	327	452
股本	1033	1033	1080	1080
资本公积	230	244	236	236
留存收益	2571	3562	4718	6216
归属母公司股东权益	3832	4838	6035	7532
负债和股东权益	10212	12921	11283	14629

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	346	617	4033	433
净利润	1166	1450	1835	2377
折旧摊销	206	263	250	277
财务费用	141	247	194	100
投资损失	-4	1	-5	-5
营运资金变动	-1411	-1592	1663	-2441
其他经营现金流	248	248	97	125
投资活动现金流	-766	-566	-233	-205
资本支出	-210	-103	-250	-210
长期投资	-136	26	0	0
其他投资现金流	-420	-490	17	5
筹资活动现金流	321	71	-3612	-28
短期借款	1472	1633	-2769	951
长期借款	-31	-57	-15	0
普通股增加	516	0	48	0
资本公积增加	-1321	14	-7	0
其他筹资现金流	-316	-1519	-870	-979
现金净增加额	-99	121	188	200

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	11108	12578	14486	16707
营业成本	7043	7857	8617	9424
营业税金及附加	95	102	114	137
营业费用	1553	1822	2285	2807
管理费用	814	810	927	1153
财务费用	148	291	194	100
资产减值损失	58	-16	10	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	-1	5	5
营业利润	1401	1709	2345	3062
营业外收入	35	43	40	10
营业外支出	18	19	30	20
利润总额	1418	1733	2355	3052
所得税	252	283	424	549
净利润	1166	1450	1931	2503
少数股东损益	66	82	97	125
归属母公司净利润	1100	1368	1835	2377
EBITDA	1742	2242	2789	3438
EPS (元)	1.02	1.27	1.70	2.20

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	19.4	13.2	15.2	15.3
营业利润(%)	49.8	22.0	37.2	30.5
归属于母公司净利润(%)	43.0	24.4	34.1	29.6
获利能力				
毛利率(%)	36.6	37.5	40.5	43.6
净利率(%)	9.9	10.9	12.7	14.2
ROE(%)	28.1	28.6	30.4	31.3
ROIC(%)	33.5	30.3	26.5	41.6
偿债能力				
资产负债率(%)	59.4	60.8	43.6	45.4
净负债比率(%)	35.2	47.1	38.3	26.2
流动比率	1.2	1.2	1.6	1.7
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	6.3	4.4	5.1	5.1
应付账款周转率	14.4	11.4	12.1	12.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.27	1.70	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.60	3.73	0.40
每股净资产(最新摊薄)	3.5	4.5	5.6	7.0
估值比率				
P/E	47.6	38.3	28.5	22.0
P/B	13.7	10.8	8.7	7.0
EV/EBITDA	26.4	20.3	18.8	15.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033