

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

天士力 (600535)

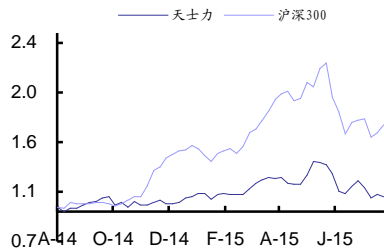
买入

2015 年中报点评

(维持评级)

2015 年 08 月 18 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,080/1,033
总市值/流通 (百万元)	46,687/44,629
上证综指/深圳成指	3,994/13,574
12 个月最高/最低元)	57.85/37.00

相关研究报告:

- 《天士力-600535-2015 年一季报点评: 业绩稳步增长, 看好国际化和外延发展》——2015-04-29
- 《天士力-600535-2014 年年报点评: 步入新一轮激励成长期, 国际化和外延并重》——2015-04-01
- 《天士力-600535-2014 年三季报点评: 坚定看好, 分享新一轮激励期高成长》——2014-10-27
- 《天士力-600535-2014 年中报点评: 风华正茂, 坚定看好》——2014-08-11
- 《天士力-600535-重大事件快评: “定增与激励” 结合, 彰显中期发展信心》——2014-06-18

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157
E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263
E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001

联系人: 万明亮

E-MAIL: wanml@guosen.com.cn

联系人: 徐衍鹏

电话: 021-60875165
E-MAIL: xuyanp@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

看好“国际化、新品梯队和外延并购”成长三马车, 维持买入

●扣非净利润增 10.20%, EPS 0.79 元, 略低预期

2015 年上半年公司实现收入 62.30 亿元 (+1.99%), 归母净利润 8.30 亿元 (+11.50%), 扣非 8.12 亿元 (+10.20%), EPS 0.79 元, 略低预期。

今年上半年收入增速仅 1.99% 主要是由于商业收入较上年同期减少 0.57%, 商业收入下降的主要原因是结构优化, 加强对医院销售。工业收入增长 4.01%, 相比一季度环比有所下滑。我们认为医保控费大背景下, 短期公司业绩有一定压力, 但公司产品以独家品种为主竞争格局较好, 负面冲击偏弱。在规范化整顿下, 公司这样极为注重安全标准的中药龙头企业具备厚积薄发的实力。

●复方丹参滴丸保持稳健, 中药粉针等其他品种保持快速增长

我们预计复方丹参滴丸上半年增长 10%, 保持稳健; 第二大品种养血清脑颗粒/丸增长 18%, 芪参益气滴丸增长 30%, 中药粉针凭借独特技术壁垒保持快速增长 48%。生物药-重组人尿激酶原预计增长 55%, 显示出公司在高端生物药领域正在发力。

●优秀的研发管线保证未来良好产品梯队的形成

上半年公司新增 4 项新药立项, 目前已有在研项目 59 项, 包括中药 23 项, 化药 20 项, 生物药 8 项, 国际化项目 8 项, 其中 I 类新药 10 项。具体来看, 有止动颗粒、青术颗粒和比阿培南在申报生产, 醒脑滴丸已完成三期临床。这些优秀在研品种逐次形成以心脑血管病中成药为核心, 横向延伸至高端化药、高端生物药, 纵向延伸至癌症、神经系统疾病、妇幼用药等领域的良好产品梯队, 有望维持业绩长期成长。

●中药国际化稳步推中, 丹滴结果对中药行业影响深远

目前市场对公司现代中药国际化的“价值和潜力”有些过于悲观, 我们认为 FDA 进度仍可乐观期待。目前复方丹参滴丸 FDA III 期临床试验在 9 个国家的 127 个临床中心顺利开展, 入组病人数已超一半以上七成, 未出现一例与试验设计或试验药物相关的严重不良事件, 15 年底有望完成 FDA III 期临床研究在北美地区收尾工作。此外, 穿心莲内脂、水林佳、注射用丹参多酚酸也已开始准备 FDA 临床研究工作, 将加快向 FDA 提交 IND 申请。

●“中药国际化+新品梯队+外延并购”三发驱动, 维持“买入”

根据公司中报披露业绩, 我们略微下调业绩至 15-17 年 EPS 为 1.49/2.00/2.57 元。作为现代中药龙头企业, 公司的复方丹参滴丸国际化结果对中药行业影响深远。良好的产品梯队储备和外延并购将组成未来成长的另外两架马车, 公司中长期成长性佳, 维持“买入”评级, 一年期合理估值 60-64 元 (16PE30-32X)。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	11,098	12,567	13,459	15,518	18,021
(+/-%)	19.4%	13.2%	7.0%	15.3%	16.1%
净利润(百万元)	1,100	1,368	1,539	2,069	2,655
(+/-%)	43.0%	24.4%	12.5%	34.4%	28.3%
摊薄每股收益 (元)	1.02	1.27	1.49	2.00	2.57
EBIT Margin	14.1%	16.1%	16.0%	18.3%	19.7%
净资产收益率 (ROE)	28.7%	28.3%	27.6%	31.4%	33.7%
市盈率 (PE)	42.4	34.1	29.0	21.6	16.8
EV/EBITDA	29.8	23.8	21.9	16.8	13.7
市净率 (PB)	12.2	9.7	8.0	6.8	5.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1116	1200	1200	1465	营业收入	12578	13459	15518	18021
应收款项	4915	5259	6064	7042	营业成本	7857	8428	9331	10418
存货净额	1477	1368	1513	1691	营业税金及附加	102	109	125	146
其他流动资产	281	296	341	396	销售费用	1822	1915	2228	2710
流动资产合计	7788	8124	9118	10595	管理费用	810	853	989	1194
固定资产	3516	3759	3889	3995	财务费用	291	303	307	293
无形资产及其他	410	394	378	361	投资收益	(1)	5	5	5
投资性房地产	806	806	806	806	资产减值及公允价值变动	16	50	(20)	(20)
长期股权投资	401	401	401	401	其他收入	(3)	0	0	0
资产总计	12921	13483	14591	16157	营业利润	1709	1907	2522	3245
短期借款及交易性金融负债	3489	3860	3636	3500	营业外净收支	24	24	30	30
应付款项	2645	2007	2219	2481	利润总额	1733	1931	2552	3275
其他流动负债	632	676	757	866	所得税费用	283	315	416	534
流动负债合计	6767	6543	6613	6846	少数股东损益	82	77	67	86
长期借款及应付债券	812	812	812	812	归属于母公司净利润	1368	1539	2069	2655
其他长期负债	274	274	274	274					
长期负债合计	1086	1086	1086	1086					
负债合计	7853	7629	7699	7932					
少数股东权益	231	269	303	346					
股东权益	4838	5585	6590	7879					
负债和股东权益总计	12921	13483	14591	16157					

现金流量表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1368	1539	2069	2655
资产减值准备	(74)	(5)	(1)	(1)
折旧摊销	239	228	268	291
公允价值变动损失	(16)	(50)	20	20
财务费用	291	303	307	293
营运资本变动	(1894)	(850)	(702)	(843)
其它	114	43	35	44
经营活动现金流	(263)	906	1688	2167
资本开支	(747)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	105	0	0	0
投资活动现金流	(631)	(400)	(400)	(400)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	(57)	0	0	0
支付股利、利息	(704)	(792)	(1064)	(1366)
其它融资现金流	2575	370	(224)	(136)
融资活动现金流	1055	(422)	(1288)	(1502)
现金净变动	161	84	0	265
货币资金的期初余额	955	1116	1200	1200
货币资金的期末余额	1116	1200	1200	1465
企业自由现金流	(739)	781	1546	2023
权益自由现金流	1779	898	1065	1641

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.32	1.49	2.00	2.57
每股红利	0.68	0.77	1.03	1.32
每股净资产	4.68	5.41	6.38	7.63
ROIC	22%	19%	23%	26%
ROE	28%	28%	31%	34%
毛利率	38%	37%	40%	42%
EBIT Margin	16%	16%	18%	20%
EBITDA Margin	18%	18%	20%	21%
收入增长	13%	7%	15%	16%
净利润增长率	24%	12%	34%	28%
资产负债率	63%	59%	55%	51%
息率	2%	2%	2%	3%
P/E	32.6	29.0	21.6	16.8
P/B	9.2	8.0	6.8	5.7
EV/EBITDA	23.6	21.9	16.8	13.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资 评 级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资 评 级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘萍	0755-22940678
徐行余		苏淼	021-60933150		
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				