

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

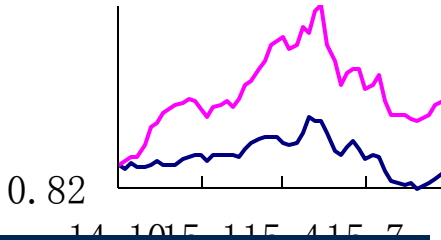
2015 年三季报点评

(维持评级)

2015 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较

财报点评



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,080/1,033
总市值/流通 (百万元)	41,317/39,496
上证综指/深圳成指	3,434/11,758
12 个月最高/最低价 (元)	57.85/31.42

相关研究报告:

- 《天士力-600535-重大事件快评:引进长效蛋白新药,充实生物药研发管线》——2015-10-21
- 《天士力-600535-2015 年中报点评:看好“国际化、新品梯队和外延并购”成长三马车,维持买入》——2015-08-18
- 《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

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: 梁东旭

电话: 0755-82130646
E-MAIL: liangdxu@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。

增速阶段性放缓, 预计年底集中开标带来利好

●扣非净利润增 6.22%, EPS 1.14 元, 低于预期

2015 年前三季度公司实现收入 93.78 亿元 (+1.85%), 归母净利润 12.19 亿元 (+6.88%), 扣非 11.96 亿元 (+6.22%), EPS 1.14 元, 低于预期。

前三季度收入的增速和中报披露相比变化不大。而工业收入增长 4.19%, 相比中报略有提升。从去年下半年以来, 医保控费、医院药占比等因素造成中成药行业相对比较低迷, 公司由于主要品种主要在医院渠道, 冲击较大。净利润增速相比中报进一步下滑的原因在于管理费用同比增长 23%, 我们预计主要是研发费用的支出增长。

●丹滴略有增长, 其它主要品种增长明显放缓

我们预计丹滴略有增长, 其它主要品种包括养血清脑颗粒/丸、芪参益气滴丸、水林佳等基本受中成药大环境低迷的影响, 仅有个位数增长。招标降价对公司产品的影响不明显, 主要是因为公司以独家品种为主, 受降价冲击影响较小。另外, 公司品种主要市场集中于医院市场, 招标进度缓慢导致部分新品种和新进基药品种增长低于预期。因此我们判断, 公司整体销售额的增长放缓主要是处方量增长放缓和新产品市场开拓受招标阻滞。

●年底前若集中开标将对明年业绩构成明显利好

我们认为卫计委对于推动新一轮招标的决心较大。在今年卫计委发布的 70 号文的指引下, 今年未招标的省份应集中在 11 月中下旬开标。基于公司独家品种多的优势, 我们认为年底集中开标对公司明年的业绩将形成明显利好, 尤其是对于新进基药的养血清脑等、新品种丹参多酚酸和普佑克等带来明显业绩推动, 预计相关产品未来 1-2 年可维持 20% 以上增长。

●中药国际化稳步推进, 生物药积极布局, 长期竞争力不断加强

复方丹参滴丸 FDA III 期临床试验继续稳步推进。另外公司近期公告和亿胜生物合作, 又引入韩国 Genexine 公司长效蛋白新药品种, 积极布局生物药领域。我们认为公司在行业相对低迷阶段积极通过开拓新市场和储备潜力新品来不断加强长期的竞争力。天士力这类内在素质优秀的公司在行业洗牌期过后将赢来新的收获期。

●风险提示: 丹滴 FDA III 期临床试验周期偏长; 招标进度继续拖后。

●预计集中开标构成利好, 看好长期竞争力, 维持“买入”

公司是一家创新型并具国际化战略视野的现代中药龙头企业, 主业短期虽承压, 但预期年底集中开标会赢来明年业绩好转。公司中药国际化进程顺利, 生物药也积极布局, 仍看好公司长期的系统制胜竞争力。我们略微公司下调业绩, 预计 15-17 年 EPS 为 1.37/1.61/1.88 元, 对应 PE 估值为 28.0/23.8/20.3x, 维持“买入”评级。

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	12,831	13,832	14,819
(+/-%)	19.4%	13.2%	2.0%	7.8%	7.1%
净利润(百万元)	1,100	1,368	1,476	1,737	2,030
(+/-%)	43.0%	24.4%	7.9%	17.6%	16.9%
摊薄每股收益(元)	1.02	1.27	1.37	1.61	1.88
EBIT Margin	14.1%	16.1%	16.1%	17.2%	18.2%
净资产收益率(ROE)	28.7%	28.3%	26.5%	26.9%	27.2%
市盈率(PE)	37.6	30.2	28.0	23.8	20.3
EV/EBITDA	26.7	21.5	22.3	18.7	16.7
市净率(PB)	10.8	8.5	7.4	6.4	5.5

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	1837	营业收入	12578	12831	13832	14819
应收款项	4915	6328	5684	6090	营业成本	7857	7840	8309	8795
存货净额	1477	1540	1355	1433	营业税金及附加	102	128	124	126
其他流动资产	281	282	304	326	销售费用	1822	1875	2039	2181
流动资产合计	7788	9350	8544	9686	管理费用	810	920	980	1024
固定资产	3516	3660	3719	3763	财务费用	291	235	246	196
无形资产及其他	410	397	383	369	投资收益	(1)	3	2	1
投资性房地产	806	806	806	806	资产减值及公允价值变动	16	0	0	0
长期股权投资	401	401	401	401	其他收入	(3)	0	0	0
资产总计	12921	14613	13852	15025	营业利润	1709	1835	2135	2498
短期借款及交易性金融负债	3489	5752	3977	3500	营业外净收支	24	22	21	22
应付款项	2645	1283	1355	1910	利润总额	1733	1856	2156	2520
其他流动负债	632	647	687	727	所得税费用	283	303	352	411
流动负债合计	6767	7682	6019	6137	少数股东损益	82	77	67	79
长期借款及应付债券	812	812	812	812	归属于母公司净利润	1368	1476	1737	2030
其他长期负债	274	274	274	274					
长期负债合计	1086	1086	1086	1086	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7853	8768	7105	7223	净利润	1368	1476	1737	2030
少数股东权益	231	269	303	342	资产减值准备	(74)	(4)	(1)	0
股东权益	4838	5576	6445	7460	折旧摊销	239	175	205	220
负债和股东权益总计	12921	14613	13852	15025	公允价值变动损失	(16)	0	0	0
					财务费用	291	235	246	196
					营运资本变动	(1894)	(2829)	918	90
					其它	114	43	34	40
					经营活动现金流	(263)	(1140)	2893	2379
					资本开支	(747)	(300)	(250)	(250)
					其它投资现金流	105	0	0	0
					投资活动现金流	(631)	(300)	(250)	(250)
					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)	(738)	(868)	(1015)
					其它融资现金流	2575	2262	(1775)	(477)
					融资活动现金流	1055	1524	(2643)	(1492)
					现金净变动	161	84	0	637
					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	1837
					企业自由现金流	(739)	(1224)	2863	2313
					权益自由现金流	1779	841	883	1672

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.32	1.37	1.61	1.88
每股红利	0.68	0.68	0.80	0.94
每股净资产	4.68	5.16	5.97	6.90
ROIC	22%	17%	17%	20%
ROE	28%	26%	27%	27%
毛利率	38%	39%	40%	41%
EBIT Margin	16%	16%	17%	18%
EBITDA Margin	18%	17%	19%	20%
收入增长	13%	2%	8%	7%
净利润增长率	24%	8%	18%	17%
资产负债率	63%	62%	53%	50%
息率	2%	2%	2%	3%
P/E	28.9	28.0	23.8	20.3
P/B	8.2	7.4	6.4	5.5
EV/EBITDA	21.3	22.3	18.7	16.7

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
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
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	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
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	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		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	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
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
liuying@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	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		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		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				