

2016年03月29日

闫永正  
C0061@capital.com.tw  
目标价(元)

43.00

## 天士力(600535.SH)

Buy 买入

2015年业绩增长放缓，短期医保控费压力较大，长期依旧看好

### 公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2016/3/28)	39.66
上证综指(2016/3/28)	2957.82
股价 12 个月高/低	56.91/31.88
总发行股数(百万)	1080.48
A 股数(百万)	1032.84
A 市值(亿元)	409.63
主要股东	天士力控股集团 有限公司 (45.18%)
每股净值(元)	6.91
股价/账面净值	5.74
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	17.9 -2.4 -17.1

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-11-12	40.98	买入
2015-03-31	48.22	买入

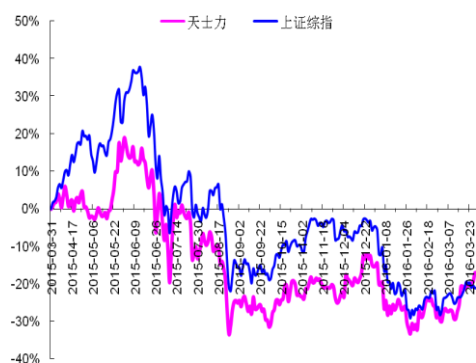
### 产品组合

医药商业	51.7%
医药工业	48.3%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.1%
一般法人	49.5%

### 股价相对大盘走势



### 结论与建议:

2015年公司实现净利润14.79亿元，YOY+8.06%，折合EPS为1.38元，符合预期。单季度来看公司4Q实现净利为2.60亿元，YOY+14.04%，扭转了前三季业绩疲软的颓势。公司同时公告拟派息0.42元/股。

■ **医药工业收入同比略有放缓，医药商业结构调整导致收入同比收缩：**2015年公司营业收入为132.22亿元，YOY+5.21%，由于医保控费等行业政策影响，公司营业收入增速有所减缓。其中：医药工业实现营收63.65亿元，YOY+5.21%，分产品来看，复方丹参滴丸销量同比微降0.23%，养血清脑颗粒销量同比下降2.95%，水林佳销量同比增长3.45%，其他口服用药中的穿心连内酯、替莫唑胺等二三线产品增长势头较好。益气复脉粉针受益各地招标的逐步推进和销售推广的加强，销量同比增长19.58%，二线品种丹参多酚酸在较低基数上实现了销量103.31%的大幅增长；医药商业实现营收67.78亿元，YOY+4.74%，医药商业增放慢，主要系医药商业业态优化，减少了药品调拨业务，加强了医院等终端销售所致。报告期公司综合毛利率为38.74%，继续保持小幅上涨，主要系医药商业业态优化，减少了药品调拨业务，医药商业成本占营业成本的比例下降所致。

■ **营收结构变动，毛利率小幅提升：**报告期公司综合毛利率为38.74%，继续保持小幅上涨，主要系医药商业业态优化，减少了药品调拨业务，医药商业成本占营业成本的比例下降所致

■ **公司运营表现平稳：**公司综合费用率为27.96%，上升1个pp，主要为医药工业收入及医药商业直销收入占比提升导致销售费用率和管理费用率同比均有小幅上升所致。

■ **复方丹参滴丸 FDA 三期认证进展顺利：**2016年3月16日天士力公告，复方丹参滴丸申报 FDA 上市批准的全球多中心 III 期临床试验提前完成全部临床工作，现已进入 COV（临床中心关闭访查）阶段。后续整理试验数据，形成临床试验总结报告约需3个月，提交 FDA NDA 注册到获批预计7-9个月时间，2017年下半年有望获得最终结果。有望为复方丹参滴丸打开高达110亿美元的国际心绞痛用药市场。另外，也为公司其他二线产品进入国际市场提供可供复制的模式。

■ **盈利预测：**预计2016/2017年公司净利润预期分别为16.18亿元（YOY+9.4%）/18.42亿元（YOY+13.91%），EPS分别为1.50元/1.71元，对应PE分别为26倍/23倍，我们认为公司作为中药现代化龙头企业，目前增长放缓主要受制于核心产品复方丹参滴丸单品种体量较大，同时增长趋于平缓，而二线品种尚未形成足够的规模，对业绩贡献相对有限所致。展望未来，随着复方丹参滴丸 FDA 认证工作的推进，未来有望成功打开海外市场，另外公司在生物制药领域也进行了积极布局，未来将为公司带来新的业绩增长点，长期看好公司发展，维持“买入”投资建议，目标价43元，（对应2017年PE 25X）。

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1100	1371	1479	1618	1842
同比增减	%	43.04%	24.59%	7.86%	9.40%	13.91%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.07	1.32	1.38	1.50	1.71
同比增减	%	-28.19%	23.36%	4.55%	39.91%	13.91%
市盈率(P/E)	X	37	30	29	26	23
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.39	0.42	0.45	0.51
股息率 (Yield)	%	0.88%	0.98%	1.06%	1.13%	1.29%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ): 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )  
 中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )  
 卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一: 合并损益表

人民币百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业额	11,108	12,578	13,228	14,021	15,353
经营成本	7,043	7,857	8,102	8,511	9,289
主营业务利润	4,065	4,721	5,126	5,510	6,065
销售费用	1,553	1,822	1,991	2,173	2,364
管理费用	814	810	959	981	1,059
财务费用	148	291	261	140	154
营业利润	1,401	1,712	1,747	2,050	2,332
补贴收入	35	43	60	36	42
税前利润	1,418	1,736	1,795	2,066	2,354
所得税	252	283	272	364	414
少数股东损益	66	82	45	85	97
净利润	1,100	1,371	1,479	1,618	1,842

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	955	1,116	1,080	1,389	1,699
存货净额	1,265	1,477	1,764	1,542	1,689
应收帐款净额	3,131	4,875	6,435	3,505	3,838
流动资产合计	5,850	7,788	9,897	7,007	8,003
长期投资净额	412	401	523	400	300
固定资产合计	2,191	2,786	2,830	1,980	1,790
无形资产及其他资产合计	370	410	489	330	300
资产总计	10,212	12,921	15,413	11,367	12,443
流动负债合计	4,990	6,767	6,586	4,642	4,211
长期负债合计	1,079	1,086	1,120	1,449	1,666
负债合计	6,069	7,853	7,706	6,091	5,877
少数股东权益	311	231	237	264	328
股东权益合计	4,144	5,068	7,707	5,276	6,566
负债和股东权益总计	10,212	12,921	15,413	11,367	12,443

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	346	619	340	803	869
投资活动所用现金净额	-766	-566	-911	-790	-1,020
融资活动所得现金净额	321	71	286	261	460
现金及现金等价物净增加额	-100	124	-286	274	309

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。