

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

天士力 (600535)

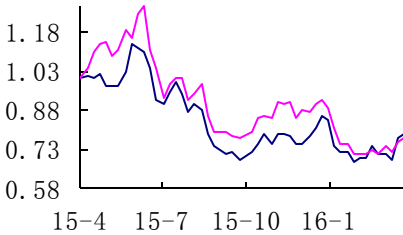
买入

2015 年年报点评

(维持评级)

2016 年 03 月 29 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)	42,852/40,963
上证综指/深圳成指	2,958/10,277
12 个月最高/最低价	57.85/31.28

相关研究报告:

- 《天士力-600535-重大事件快评:十年磨一剑,中药将迎新时代,获取双击收益》——2016-03-16
- 《天士力-600535-2015 年三季报点评:增速阶段性放缓,预计年底集中开标带来利好》——2015-10-28
- 《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

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号: 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号: 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。

财报点评

2016 年将迎来新的收获期,提示买入

● 2015 年业绩符合市场普遍预期——近三年增速放缓、近十年首次个位数增长,但 2016 年有望迎来业绩增速拐点和新一轮收获期

15 年收入 132.21 亿元 (+5.21%), 归母净利润 14.79 亿元 (+8.06%), 扣非净利润 14.19 亿元 (+5.43%), EPS 1.38 元, 略高于市场普遍预期 (EPS 1.37 元)。这是近 10 年来公司的收入和利润增速首次放缓至个位数增长,既有医药行业整体增速放缓以及政策扰动等影响因素,也与公司近两年内部管理和营销调整策略有关。未来 3 年有望迎来新一轮增速提升。15 年实现经营净现金流 13.99 亿元 (+8.6%)、ROE20%表现良好,分配方案为 10 派 4.2 元。

● 医药工业品种结构优化,毛利润提升、价格压力可控

医药工业营收 63.65 亿元 (+5.18%), 其中丹滴预计收入超过 28 亿元、个位数增长,增速较快的包括养血清脑丸 (+67.58%)、穿心莲内酯滴丸 (+17.81%)、益气复脉 (+19.58%) 和丹参多酚酸 (+103.31%)。由于核心品种均为独家专利产品,招标降价的影响预计不超过 5%。随着二线新产品销量增长,毛利率提升 1.22 个百分点。

● 医药商业调整发展策略和终端结构,负债降低、应收改善

医药商业营收 67.78 亿元 (+4.74%), 增速降低是因为主动减少调拨业务,也使毛利率明显提升了 1 个百分点。

● 二十年磨一剑,复方丹参滴丸通过美国临床审批是大概率事件

丹滴 FDA III 期临床试验提前结束,预期 16 年中完成临床数据总结、17 年年中获得审批结果。作为中国自己的重磅炸弹药物,通过近 20 年与国际接轨的系统工程工作,我们认为通过将是大概率里程碑事件。参考 2010 年 8 月 II 期临床结果发布后的公司大量学术推广宣传带来丹滴二次腾飞 (20-25% 增长) 以及二线品种更快速增长 (35%+ 增长), 我们认为 III 期结果将显著提升公司品牌和产品力空间,带来公司第三次腾飞、推动估值中枢上移。

● 风险提示: 丹滴 FDA III 临床试验结果不达预期,应收账款改善不达预期。

● 迎来新的收获期,当前是估值和股价低点,维持“买入”投资评级

略调低 16-18 年 EPS 分别至 1.58/1.91/2.21 元,同比增长 15.5/20.7/15.9%, 对应 PE25/21/18x。一年期合理估值为 53.5-57.3 (17PE 28-30x), 建议买入。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,567	13,222	14,462	16,294	18,227
(+/-%)	13.2%	5.2%	9.3%	12.7%	11.9%
净利润(百万元)	1,368	1,479	1,708	2,063	2,392
(+/-%)	24.4%	8.1%	15.5%	20.7%	15.9%
摊薄每股收益 (元)	1.27	1.37	1.58	1.91	2.21
EBIT Margin	16.1%	15.6%	15.5%	16.2%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	28.3%	19.8%	20.5%	22.0%	22.7%
市盈率 (PE)	31.3	29.0	25.1	20.8	17.9
EV/EBITDA	22.2	21.3	20.8	17.5	15.2
市净率 (PB)	8.9	5.7	5.1	4.6	4.1

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

**表 1: 天士力产品分拆情况**

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入 (万元)	1110807	1256690	1322167	1445568	1628657	1821865
增长率	19.42%	13.13%	5.21%	9.33%	12.67%	11.86%
医药工业	492212	605127	636479	727870	854022	970368
增长率	44.46%	22.94%	5.18%	14.36%	17.33%	13.62%
其中:						
1、复方丹参滴丸	237105	272671	280851	308936	355276	390804
增长率	19.00%	15.00%	3.00%	10.00%	15.00%	10.00%
2、其它品种合计:	188269	239563	262616	310360	377143	443368
增长率	36.03%	27.24%	9.62%	18.18%	21.52%	17.56%
其中: 养血清脑颗粒/丸	68376	82051	86154	94769	108985	124242
增长率	25.00%	20.00%	5.00%	10.00%	15.00%	14.00%
芪参益气滴丸	21154	24962	25586	28144	32366	36897
增长率	65.00%	18.00%	2.50%	10.00%	15.00%	14.00%
水林佳	27350	35556	36444	40089	46102	52787
增长率	33.33%	30.00%	2.50%	10.00%	15.00%	14.50%
荆花胃康	11667	15167	15167	16683	19186	23023
穿心莲内酯/藿香/柴胡滴丸	22222	27778	29722	34181	41017	48400
中药粉针	36500	51550	65468	89158	109150	130980
1、益气复脉	32000	44800	51968	67558	81070	97284
2、丹酚多酚酸	4500	6750	13500	21600	28080	33696
生物药-重组人尿激酶原	1000	2500	4075	7335	18338	23839
3、天士力帝益	64847	74574	75841	83426	93437	104649
增长率	22%	15%	2%	10%	12%	12%
4、河南天地药业	5720	21139	22863	25149	28167	31547
增长率	25%	270%	8%	10%	12%	12%
医药商业	607276	647134	677808	711699	768634	845498
增长率	3.78%	10.00%	4.74%	5.00%	8.00%	10.00%

资料来源: 国信证券研究所整理预测

**特别提示:**

根据《发布证券研究报告暂行规定》(中国证券监督管理委员会公告[2010]28号)第十二条的规定, 我公司特披露: 截至 2016 年 03 月 28 日, 我公司以自有资金投资持有“天士力”(600535) 37024600 股。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1080	1429	2146	2938
应收款项	6489	6340	6250	5992
存货净额	1764	1888	1794	1981
其他流动资产	564	477	358	401
<b>流动资产合计</b>	<b>9897</b>	<b>10134</b>	<b>10548</b>	<b>11312</b>
固定资产	3688	4266	4676	4908
无形资产及其他	489	472	456	440
投资性房地产	817	817	817	817
长期股权投资	523	603	683	743
<b>资产总计</b>	<b>15413</b>	<b>16291</b>	<b>17179</b>	<b>18219</b>
短期借款及交易性金融负债	2985	3000	3000	3000
应付款项	2460	2595	2563	2264
其他流动负债	1141	963	805	895
<b>流动负债合计</b>	<b>6586</b>	<b>6558</b>	<b>6368</b>	<b>6159</b>
长期借款及应付债券	798	778	768	768
其他长期负债	321	351	371	381
<b>长期负债合计</b>	<b>1120</b>	<b>1130</b>	<b>1140</b>	<b>1150</b>
<b>负债合计</b>	<b>7706</b>	<b>7688</b>	<b>7508</b>	<b>7309</b>
少数股东权益	237	280	317	360
股东权益	7469	8324	9355	10551
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15413</b>	<b>16291</b>	<b>17179</b>	<b>18219</b>

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.37	1.58	1.91	2.21
每股红利	0.62	0.79	0.95	1.11
每股净资产	6.91	7.70	8.66	9.77
ROIC	18%	17%	19%	22%
ROE	20%	21%	22%	23%
毛利率	39%	40%	42%	43%
EBIT Margin	16%	15%	16%	17%
EBITDA Margin	18%	17%	18%	18%
收入增长	5%	9%	13%	12%
净利润增长率	8%	16%	21%	16%
资产负债率	52%	49%	46%	42%
息率	2%	2%	2%	3%
P/E	29.0	25.1	20.8	17.9
P/B	5.7	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	21.6	20.8	17.5	15.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>13228</b>	<b>14462</b>	<b>16294</b>	<b>18227</b>
营业成本	8102	8661	9449	10436
营业税金及附加	121	130	138	155
销售费用	1991	2334	2796	3171
管理费用	959	1102	1276	1438
财务费用	261	163	161	158
投资收益	6	3	3	4
资产减值及公允价值变动	(52)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1747	2074	2476	2873
营业外净收支	48	30	34	37
<b>利润总额</b>	<b>1795</b>	<b>2104</b>	<b>2510</b>	<b>2910</b>
所得税费用	272	318	380	440
少数股东损益	45	77	67	78
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1479</b>	<b>1708</b>	<b>2063</b>	<b>2392</b>

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>1479</b>	<b>1708</b>	<b>2063</b>	<b>2392</b>
资产减值准备	69	22	8	5
折旧摊销	290	196	248	279
公允价值变动损失	52	0	0	0
财务费用	261	163	161	158
营运资本变动	(1715)	122	140	(165)
其它	(44)	20	29	37
<b>经营活动现金流</b>	<b>130</b>	<b>2068</b>	<b>2488</b>	<b>2548</b>
资本开支	(448)	(780)	(650)	(500)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(570)</b>	<b>(860)</b>	<b>(730)</b>	<b>(560)</b>
权益性融资	1580	0	0	0
负债净变化	(15)	(20)	(10)	0
支付股利、利息	(668)	(854)	(1031)	(1196)
其它融资现金流	190	15	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>405</b>	<b>(859)</b>	<b>(1041)</b>	<b>(1196)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(35)</b>	<b>349</b>	<b>716</b>	<b>792</b>
货币资金的期初余额	1116	1080	1429	2146
货币资金的期末余额	1080	1429	2146	2938
企业自由现金流	(130)	1434	1973	2182
权益自由现金流	45	1290	1827	2048

## 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**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
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		
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
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				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
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		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
<b>军工及主题投资</b>				<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
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	汤静文 021-60875164 13636399097	赵晓曦 0755-82134356 15999667170	赵冰童 0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn	tangjingwen@guosen.com.cn	zhaoxxi@guosen.com.cn	zhaobt@guosen.com.cn
夏坤 13726685252	吴国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226	梁佳 0755-25472670 13602596740
王玮 13726685252	唐泓翼 13818243512	shaoyf@guosen.com.cn 颜小燕 0755-82133147 13590436977	liangjia@guosen.com.cn 程可欣 886-0975503529(台湾)
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992	yanxy@guosen.com.cn 黄明燕 18507558226	chengkx@guosen.com.cn 刘研 0755-82136081 18610557448
边祎维 13726685252	liangyc@guosen.com.cn 倪婧 18616741177	刘紫微 13828854899	liuyan3@guosen.com.cn 夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	郑灿 0755-82133043 13421837630	
赵海英 010-66025249 13810917275	张南威 13726685252	zhengcan@guosen.com.cn 廖雯婷 13726685252	
zhaohy@guosen.com.cn	周鑫 13726685252		