

业绩低于预期，看好逻辑不变

——天士力(600535)三季度报点评

天士力(600535.SH)

推荐 维持

投资要点:

1. 事件

公司发布三季报。公司前三季度实现营业收入 96.10 亿元，同比增长 2.48%。实现归属净利润 10.03 亿元，同比减少 17.69%。前三季度实现 EPS 0.93 元。

其中，公司第三季度实现营业收入 32.11 亿元，同比增长 2.00%。环比下降 1.31%。实现归属净利润 3.18 亿元，同比下降 18.08%，环比下降 21.93%。第三季度实现 EPS 0.29 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 医药工业渠道端去库存仍在继续，业绩低于预期

总体而言，三季报业绩低于市场预期，主要原因是公司医药工业板块渠道端去库存仍在继续。

分行业看，公司医药商业板块前三季度营业收入为 56.35 亿元，同比增长 19.13%；医药工业板块前三季度营业收入为 39.76 亿元，同比下降 14.46%。医药工业收入继续下滑，主要原因是为应对两票制推行对医药商业企业的影响，公司加强应收账款管理，严控工业应收账款规模，控制对小规模商业发货，因此导致发货端销售收入减少。

其中，第三季度公司医药商业板块营业收入为 18.95 亿元，同比增长 16.76%，环比增长 11.37%；第三季度医药工业营业收入 13.67 亿元，同比下降 12.79%，环比下降 8.97%。公司前三季度医药工业营业收入同比下降幅度分别为 28.90%、1.43%、12.79%，目前调整幅度与一季度相比已有所放缓，但仍处于调整过程中。

公司前三季度毛利率为 34.04%，较去年同期下降 5.21 个百分点；其中第三季度为 33.03%，较去年同期下降 6.02 个百分点，毛利率下滑主要由高毛利的医药工业体现报表下滑所致。公司加强应收账款管理，前三季度销售回款情况好于去年同期，因此经营性现金流净额较上年同期增加 4.19 亿元，同比增长 137.91%；具体到第三季度，经营性现金流增加值为 0.51 亿元，较去年同期下降了 0.81 亿元（同比-61.30%），可能的原因为：医药商业业务的回款速度明显慢于工业，而公司 16Q3 商业收入同比增长较快且工业收入同比下降。

财务指标方面，前三季度公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 12.28%（同比-2.34 pp）、6.02%（同比+0.35pp）及 1.81%（同比-0.25 pp），呈现基本稳定态势。

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

霍辰伊

☎: 010-83574699

✉: huochenyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080003

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

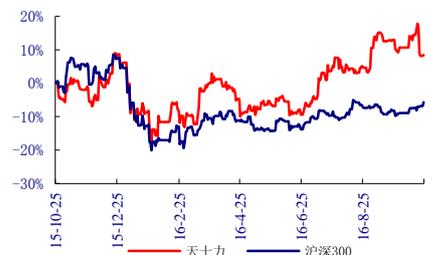
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-10-25

A 股收盘价(元)	41.32
A 股一年内最高价(元)	45.28
A 股一年内最低价(元)	31.28
沪深 300	3367.58
市盈率	33.49
总股本(万股)	108047.59
实际流通 A 股(万股)	103284.27
限售的流通 A 股(万股)	4763.32
流通 A 股市值(亿元)	426.77

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

天士力(600535): 中药现代化龙头, 即将实现我国新药 FDA 零的突破 2016-09-09

(二) 丹滴 III 期临床揭盲在即，公司 17-18 年业绩相对乐观

我们推荐逻辑不变：一、丹滴 III 期临床揭盲在即，其临床结果对于公司及对于我国医药产业意义巨大。丹滴在中国已有 20 余年临床使用的历史，其有效性和安全性确定性较高，我们对三期临床结果有信心。丹滴与北美现有竞品相比优势显著，广受北美销售渠道及保险公司关注，且在中国医院处方量仍有较大提升空间（国内目前开丹滴处方的医生仅有约 20%-30%），因此如能顺利获批，不仅能够打开美国广阔市场，而且对于中国本土市场的学术推广也有积极作用，市场空间极大。

二、公司医药工业发展仍健康，虽然近三个季度医药工业因渠道去库存而体现报表下滑，但实际终端销售增速在 15% 以上，大医院市场上半年增速 21%；公司此举改善了经营质量，销售回款明显好于去年同期，且有力地控制了两票制下政策风险，为公司未来发展打下基础。从前三个季度数据趋势看，报表收入缺口有所下降，说明调整速度已逐渐放缓。考虑到三年期定增将于 18 年初解禁，叠加丹滴三期临床的推动作用，我们对公司 17-18 年业绩相对乐观。

三、9 月 30 日，人社部发布医保目录调整方案征求意见稿，明确指出调入目录药品重点考虑临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品以及重大疾病治疗用药、儿童用药、急救用药、职业病特殊用药等。公司多个品种符合调入标准，调入新版目录预期强烈。

3. 投资建议：

我们认为公司即将成为我国首个在美国 FDA 取得新药认证的企业。我们认为丹滴在美国 FDA 的获批不仅仅对于天士力意义重大，对于我国医药产业也是非常重大的事件。我们在这个时点战略性推荐天士力，主要的原因：一方面是对公司产品终端增长和未来两年的业绩有信心；另一方面对丹参滴丸的 FDA 认证有信心。丹滴的获批将进一步推动后续系列产品的 FDA 认证步伐。我们认为丹滴获批之时天士力将享受医药板块第一线的估值。公司成为中药现代化和国际化的绝对龙头企业。我们暂不下调盈利预测，预计公司 16-18 年净利润为 14.90 亿元/18.62 亿元/23.32 亿元，对应 EPS 为 1.38 元/1.72 元/2.16 元，对应 PE 为 31/25/20 倍。我们认为公司是未来两年的战略性配置品种，维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险。

报表预测 (百万元)

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	11097.87	12566.90	13221.67	13645.67	15385.46	17374.81
减: 营业成本	7042.66	7856.88	8101.60	8507.82	9180.07	9991.94
营业税金及附加	95.42	101.60	121.35	117.63	132.63	149.78
营业费用	1552.78	1821.90	1990.93	2115.08	2477.06	2901.59
管理费用	814.25	810.09	959.15	956.90	1078.91	1218.41
财务费用	147.62	291.12	260.57	135.61	222.21	243.48
资产减值损失	57.80	-16.43	52.30	52.30	52.30	52.30
加: 投资收益	3.81	-0.80	5.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.06	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	10.20	8.22	5.85	8.09	8.09	8.09
营业利润	1401.40	1709.09	1747.23	1768.42	2250.37	2825.40
加: 其他非经营损益	16.53	23.98	48.19	29.56	29.56	29.56
利润总额	1417.93	1733.07	1795.42	1797.99	2279.94	2854.97
减: 所得税	251.61	282.69	271.75	269.70	341.99	428.24
净利润	1166.32	1450.38	1523.67	1528.29	1937.95	2426.72
减: 少数股东损益	66.06	82.11	45.12	38.21	75.58	94.64
归属母公司股东净利润	1100.26	1368.27	1478.55	1490.08	1862.37	2332.08
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	719.45	624.58	528.31	443.30	2618.02	2166.02
应收和预付款项	3404.88	5054.71	6691.44	7083.06	7022.10	8892.56
存货	1265.03	1476.64	1763.73	1639.12	2032.61	1963.84
其他流动资产	212.75	137.46	361.58	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	411.72	400.63	522.51	522.51	522.51	522.51
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2924.26	3516.30	3687.77	4097.80	4459.22	4772.05
无形资产和开发支出	732.36	819.50	972.97	1276.57	1564.89	1837.94
其他非流动资产	217.56	306.91	237.30	135.35	29.30	29.30
资产总计	9888.01	12336.73	14765.63	15197.70	18248.66	20184.22
短期借款	1799.46	3432.19	2970.66	1470.66	2970.66	2970.66
应付和预收款项	2505.56	2945.97	2744.99	2073.46	2217.24	2390.71
长期借款	868.63	812.23	798.45	2298.45	2298.45	2298.45
其他负债	570.86	77.88	533.75	533.75	533.75	533.75
负债合计	5744.51	7268.27	7047.85	6376.31	8020.09	8193.57
股本	1032.84	1032.84	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48
资本公积	230.21	244.41	1771.45	1771.45	1771.45	1771.45
留存收益	2569.11	3560.63	4617.56	5682.97	7014.56	8682.00
归属母公司股东权益	3832.16	4837.88	7469.48	8534.89	9866.49	11533.92
少数股东权益	311.34	230.58	237.45	275.65	351.23	445.88
股东权益合计	4143.49	5068.46	7706.93	8810.55	10217.72	11979.80

负债和股东权益合计	9888.01	12336.73	14754.78	15186.86	18237.81	20173.37
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	348.62	621.13	348.86	1577.52	2525.14	1552.73
投资性现金净流量	-765.68	-566.43	-910.82	-1107.88	-1103.78	-1103.78
筹资性现金净流量	320.82	71.09	286.32	-554.65	753.36	-900.95
现金流量净额	-97.68	125.57	-276.81	-85.01	2174.72	-452.00

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，霍辰伊，生物医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn