

天士力 (600535)

——主业继续承压，丹滴Ⅲ期临床结果揭盲在即

证券研究报告

季报点评

投资要点:

事件: 公司公布 2016 年三季报: 营收 96.10 亿元、同比增长 2.48%; 净利润 10.03 亿元, 同比下降 17.69%; 扣非后净利润 9.85 亿元, 同比下降 17.65%, 基本符合预期。

业绩受行业政策影响, 主动加强应收账款管理

分板块看, 医药工业收入约40亿元, 同比较少14.46%, 主要受到医保控费(公司主要产品医保比例较高)、药品限价、招标推迟等行业政策的影响, 同时顺应商业领域两票制、飞检、整治等新政策形势, 公司主动加强应收账款管理, 也使得工业收入有所下滑; 但同时也优化了公司的应收账款管理并提升了经营质量(报告期内公司销售回款情况好于去年同期, 经营活动现金流量净额较同比增加4.19亿元, 增幅达137.91%); 报告期内医药商业收入约56亿元, 同比增长19.13%, 预计全年将延续较快的增长趋势。

丹滴Ⅲ期临床结果揭盲在即

公司复方丹参滴丸FDAⅢ期临床试验在今年3月份超预期完成, 目前结果揭盲在即。Ⅲ期临床在美国、加拿大、俄罗斯等9个国家和地区, 127个临床中心进行, 未发生与实验药物或临床试验方案相关的不良反应, 基于丹滴在我国多年的用药积淀, 我们预计Ⅲ期临床试验结果大概率向好。预计公司今年年底提出上市申请, 17年底获批, 届时将成为美国第一个上市的中成药品种, 成为中药国际化的典范。

国家医保目录调整窗口已然开启, 公司多个品种有望受益

2016年国家医保目录调整已开始征求意见, 目标在今年年内完成国家医保目录的调整。公司的重要品种包括注射用益气复脉、藿香正气滴丸、消渴清颗粒等已纳入多个省市的医保增补目录, 有望借此机会进入国家医保带来新的增长, 注射用丹参多酚酸、注射用重组人尿激酶原等国家重大创新项目也有望在医保目录考察中获得加分。

看好公司长远发展, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.40、1.50 及 1.65 元, 对应 PE 分别为 30、28 和 25 倍, 考虑到公司是中药国家化标杆企业, 给予 2017 年 33-35 倍 PE, 合理价格区间 49.59-52.59 元, 6 个月目标价 50 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 丹滴FDA进程低于预期, 产品最终未纳入国家医保

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,577.70	13,227.51	13,607.75	14,689.60	15,852.90
增长率(%)	13.23%	5.17%	2.87%	7.95%	7.92%
EBITDA(百万元)	2,242.24	2,297.42	2,148.35	2,233.31	2,414.58
净利润(百万元)	1,368.27	1,478.55	1,512.81	1,623.62	1,778.02
增长率(%)	24.36%	8.06%	2.32%	7.33%	9.51%
EPS(元/股)	1.27	1.37	1.40	1.50	1.65
市盈率(P/E)	32.63	30.20	29.51	27.50	25.11
市净率(P/B)	9.23	5.98	5.25	4.64	4.11
EV/EBITDA	20.28	20.38	19.38	20.33	16.39

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所

行业名称	医药生物
投资建议	买入
当前价格:	41.32 元
目标价格:	50 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,080/1,033
流通 A 股市值(百万元)	42,677
每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	48.18
一年内最高/最低(元)	45.28/31.28

一年内股价相对走势



杨焯辉 分析师
 执业证书编号: S1110516080003
 电话:
 邮箱: yangyh@sh.tfzq.com

潘海洋 联系人
 电话:
 邮箱: panhy@sh.tfzq.com

相关报告



报告信息

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,115.77	1,080.34	3,785.83	1,175.17	6,081.14	营业收入	12,577.7	13,227.5	13,607.7	14,689.6	15,852.9
应收账款	3,598.56	4,697.50	1,672.91	5,113.72	2,210.36	营业成本	7,856.88	8,101.60	8,946.94	9,629.67	10,231.0
预付账款	139.74	202.26	196.18	209.66	229.91	营业税金及附加	101.60	121.35	117.22	126.65	139.56
存货	1,476.64	1,763.73	1,433.76	2,117.35	1,562.37	营业费用	1,821.90	1,990.93	1,769.01	1,909.65	2,219.41
其他	1,457.70	2,153.31	1,136.45	2,404.12	1,510.15	管理费用	810.09	959.15	816.47	954.82	1,030.44
流动资产合计	7,788.41	9,897.14	8,225.13	11,020.01	11,593.92	财务费用	291.12	260.57	89.60	65.00	60.00
长期股权投资	400.63	522.51	522.51	522.51	522.51	资产减值损失	-16.43	52.30	31.22	22.36	35.29
固定资产	2,786.41	2,829.78	3,039.30	3,121.32	3,113.85	公允价值变动收	-0.07	0.00	28.32	-18.88	3.15
在建工程	729.89	857.99	550.80	378.48	257.09	投资净收益	-0.80	5.60	2.87	2.87	2.87
无形资产	680.50	840.12	807.54	774.95	742.37	其他	4.33	-11.21	-62.38	32.02	-12.03
其他	441.36	465.14	420.59	393.91	360.78	营业利润	1,709.09	1,747.23	1,868.49	1,965.43	2,143.12
非流动资产合计	5,038.80	5,515.55	5,340.73	5,191.17	4,996.59	营业外收入	43.30	59.87	46.00	49.72	51.86
资产总计	12,921.3	15,412.6	13,624.52	16,262.11	16,627.04	营业外支出	19.32	11.68	16.43	15.81	14.64
短期借款	3,432.19	2,970.66	0.00	947.24	0.00	利润总额	1,733.07	1,795.42	1,898.05	1,999.34	2,180.35
应付账款	1,584.13	1,713.37	1,869.53	2,111.03	2,052.49	所得税	282.69	271.75	309.61	299.90	327.05
其他	1,750.51	1,902.10	1,867.57	2,006.81	2,164.85	净利润	1,450.38	1,523.67	1,588.45	1,699.44	1,853.29
流动负债合计	6,766.84	6,586.12	3,737.10	5,065.07	4,217.34	少数股东损益	82.11	45.12	75.64	75.82	75.27
长期借款	14.68	0.00	0.00	93.50	0.00	归属于母公司净	1,368.27	1,478.55	1,512.81	1,623.62	1,778.02
应付债券	797.55	798.45	797.55	797.85	797.95	每股收益(元)	1.27	1.37	1.40	1.50	1.65
其他	273.82	321.19	268.47	287.83	292.49						
非流动负债合计	1,086.05	1,119.64	1,066.01	1,179.17	1,090.44						
负债合计	7,852.89	7,705.76	4,803.11	6,244.25	5,307.78						
少数股东权益	230.58	237.45	313.09	388.91	464.18	主要财务比率					
股本	1,032.84	1,080.48	1,080.48	1,080.48	1,080.48						
资本公积	244.41	1,771.45	1,771.45	1,771.45	1,771.45	成长能力					
留存收益	3,806.58	6,390.79	7,427.84	8,548.48	9,774.60	营业收入	13.23%	5.17%	2.87%	7.95%	7.92%
其他	-245.95	-1,773.22	-1,771.45	-1,771.45	-1,771.45	营业利润	21.96%	2.23%	6.94%	5.19%	9.04%
股东权益合计	5,068.46	7,706.93	8,821.41	10,017.86	11,319.26	归属于母公司净	24.36%	8.06%	2.32%	7.33%	9.51%
负债和股东权益总	12,921.3	15,412.6	13,624.52	16,262.11	16,627.04	获利能力					
						毛利率	37.53%	38.75%	34.25%	34.45%	35.46%
						净利率	10.88%	11.18%	11.12%	11.05%	11.22%
						ROE	28.28%	19.79%	17.78%	16.86%	16.38%
						ROIC	30.33%	21.68%	16.26%	31.40%	18.01%
						偿债能力					
						资产负债率	60.77%	50.00%	35.25%	38.40%	31.92%
						净负债率	47.06%	31.60%	32.21%	1.75%	28.20%
						流动比率	1.15	1.50	2.20	2.18	2.75
						速动比率	0.93	1.23	1.82	1.76	2.38
						营运能力					
						应收账款周转率	4.37	3.19	4.27	4.33	4.33
						存货周转率	9.18	8.16	8.51	8.27	8.62
						总资产周转率	1.09	0.93	0.94	0.98	0.96
						每股指标(元)					
						每股收益	1.27	1.37	1.40	1.50	1.65
						每股经营现金流	0.57	0.31	5.91	-2.82	6.11
						每股净资产	4.48	6.91	7.87	8.91	10.05
						估值比率					
						市盈率	32.63	30.20	29.51	27.50	25.11
						市净率	9.23	5.98	5.25	4.64	4.11
						EV/EBITDA	20.28	20.38	19.38	20.33	16.39
						EV/EBIT	22.70	23.32	21.26	22.37	17.96

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)