

天士力 (600535)

证券研究报告

2017年04月17日

一季报增速回升显著，国家医保谈判二品种迎良机

2017年1季报业绩增速回升

公司2017年1季报：营收、归母净利润、归母扣非后净利润分别为33.48、3.18、3.11亿元，分别同比增长6.45%、14.84%、15.19%。增速较2016年明显回升。展望全年，我们预计丹滴延续平稳增长，重组人尿激酶原（普佑克）、注射用丹参多酚酸等二线品种有望继续实现高增长，而普佑克及注射用丹参多酚酸等两大潜力品种进入医保谈判目录将迎来发展良机，助力公司整体业绩实现较快增长。

工业增长稳定，普佑克、注射用丹参多酚酸等产品成为亮点

2017年Q1工业收入增长15.18%，毛利率相对平稳。其中中药部分增长9.55%，预计丹滴增长5-10%左右，注射用丹参多酚酸延续放量趋势，预计增长超30%；注射用益气复脉、养血清脑颗粒、穿心莲内酯滴丸等预计恢复增长。化学制剂同比增长33.49%，主要是由于抗肿瘤及肝病治疗药物均实现了较快的增长：预计替莫唑胺胶囊（蒂清）、氟他胺片/胶囊增速在25%左右，水林佳增长预计超过50%。生物药由于基数低的原因实现了数倍的增长，主要是普佑克地方新农合及地方抢救目录不断实现突破所致。公司加大销售折让，致生物药毛利率下降了21%。商业收入同比增长2.47%，相对平稳。

注射用益气复脉、重组人尿激酶原有望通过谈判进入医保迎来放量良机

4月14日人社部公布44个医保谈判目录品种，其中公司的注射用益气复脉（冻干）及注射用重组人尿激酶原进入，我们预计通过一定比例的降价进入医保目录的概率很高，通过更高的量换较低的价格降幅有望实现收入的快速扩张：注射用益气复脉（冻干）为公司独家产品，用于冠心病劳累性心绞痛气阴两虚证，2016年收入5.5亿元左右，目前中标价在40-50元区间，较上一轮价格下降了约30%，患者一疗程（两周）费用5000元左右，我们预期此次谈判价格降幅可控其业绩弹性大；普佑克适应症为急性ST抬高心肌梗死的溶栓治疗，且已开展缺血性卒中适应症和肺栓塞适应症两项适应症的临床研究，2016年收入3700万左右，目前中标价1200元左右，患者一疗程费用1200元左右，我国每年心肌梗死新发的可溶栓治疗人群80万以上，每年新发的缺血性脑卒中时间窗内可溶栓治疗人群100万-150万，肺栓塞适应症可溶栓治疗人群在80万以上，产品市场空间至少在10亿级别。至于降价幅度，如借鉴进入上海医保时的谈判，估计在30%以内（上海医保定点采购降价21%获得医保50%报销支持）。

公司业绩积极回升，有望持续向好，维持“买入”评级

预计2017-2019年EPS分别为1.31、1.53及1.81元，对应PE分别为31、26和22倍，公司业绩恢复增长并有望持续向好，闫凯境等16名核心高管2000万元持股计划彰显发展信心。看好公司长远发展，维持“买入”评级。

风险提示：招标不利影响超预期，医保谈判进展低于预期，丹滴FDA申报进展低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,227.51	13,945.50	15,455.27	16,792.77	18,170.75
增长率(%)	5.17	5.43	10.83	8.65	8.21
EBITDA(百万元)	2,297.42	2,002.85	2,139.40	2,455.01	2,894.81
净利润(百万元)	1,478.55	1,176.42	1,413.78	1,656.91	1,953.71
增长率(%)	8.06	(20.43)	20.18	17.20	17.91
EPS(元/股)	1.37	1.09	1.31	1.53	1.81
市盈率(P/E)	29.49	37.06	30.84	26.31	22.32
市净率(P/B)	5.84	5.47	4.80	4.17	3.58
市销率(P/S)	3.30	3.13	2.82	2.60	2.40
EV/EBITDA	20.38	23.23	20.20	18.49	14.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	40.35元
目标价格	50元
上次目标价	50元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,080.48
流通A股股本(百万股)	1,032.84
A股总市值(百万元)	43,597.20
流通A股市值(百万元)	41,675.20
每股净资产(元)	7.67
资产负债率(%)	52.53
一年内最高/最低(元)	45.28/34.10

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	联系人
panhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天士力-年报点评报告:2016年业绩承压，2017年有望重拾增速》2017-03-31
- 《天士力-公司点评:丹滴FDA III期临床试验公布结果良好，中药国际化迈出重要一步》2016-12-26
- 《天士力-季报点评:主业继续承压，丹滴 III 期临床结果揭盲在即》2016-10-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,080.34	1,329.56	1,236.42	1,343.42	3,018.79
应收账款	4,697.50	4,937.56	4,209.06	5,548.86	5,009.77
预付账款	202.26	303.26	149.04	357.54	203.87
存货	1,763.73	2,011.88	1,812.78	2,424.38	1,949.13
其他	2,153.31	2,593.43	1,755.76	3,137.31	2,260.99
流动资产合计	9,897.14	11,175.68	9,163.06	12,811.52	12,442.56
长期股权投资	522.51	551.14	551.14	551.14	551.14
固定资产	2,829.78	3,492.38	3,795.74	4,178.19	4,542.79
在建工程	857.99	415.67	285.40	219.24	161.55
无形资产	840.12	939.78	1,001.98	1,047.89	1,095.34
其他	465.14	551.63	548.15	499.84	472.04
非流动资产合计	5,515.55	5,950.59	6,182.41	6,496.30	6,822.86
资产总计	15,412.69	17,126.27	15,376.85	19,318.28	19,279.37
短期借款	2,970.66	2,388.26	174.86	1,997.66	0.00
应付账款	1,713.37	2,115.47	2,023.93	2,370.81	2,348.94
其他	1,902.10	3,654.91	2,800.90	2,835.15	3,419.04
流动负债合计	6,586.12	8,158.64	4,999.69	7,203.62	5,767.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	332.24	0.00
应付债券	798.45	399.50	665.17	621.04	561.90
其他	321.19	361.43	318.82	333.81	338.02
非流动负债合计	1,119.64	760.94	983.98	1,287.10	899.92
负债合计	7,705.76	8,919.58	5,983.67	8,490.72	6,667.90
少数股东权益	237.45	242.85	302.44	362.64	437.43
股本	1,080.48	1,080.48	1,080.48	1,080.48	1,080.48
资本公积	1,771.45	1,544.29	1,544.29	1,544.29	1,544.29
留存收益	6,390.79	6,886.26	8,010.26	9,384.45	11,093.56
其他	(1,773.22)	(1,547.18)	(1,544.29)	(1,544.29)	(1,544.29)
股东权益合计	7,706.93	8,206.69	9,393.18	10,827.57	12,611.47
负债和股东权益总	15,412.69	17,126.27	15,376.85	19,318.28	19,279.37

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,523.67	1,219.23	1,413.78	1,656.91	1,953.71
折旧摊销	320.47	345.32	203.70	235.79	268.65
财务费用	226.66	177.97	205.30	200.30	222.00
投资损失	(5.60)	10.11	(2.00)	4.40	(3.70)
营运资金变动	(1,447.89)	769.18	1,177.37	(3,130.34)	2,579.70
其它	(277.31)	(1,368.08)	59.59	60.20	74.79
经营活动现金流	340.00	1,153.73	3,057.74	(972.75)	5,095.15
资本支出	689.07	622.17	481.62	583.00	618.79
长期投资	121.87	28.63	0.00	0.00	0.00
其他	(1,721.75)	(1,304.50)	(950.00)	(1,164.48)	(1,241.58)
投资活动现金流	(910.82)	(653.70)	(468.38)	(581.48)	(622.79)
债权融资	3,783.76	3,187.60	997.29	3,141.53	811.14
股权融资	1,313.87	(456.33)	(202.41)	(200.30)	(222.00)
其他	(4,811.31)	(2,963.11)	(3,477.38)	(1,280.01)	(3,386.13)
筹资活动现金流	286.32	(231.84)	(2,682.50)	1,661.22	(2,796.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(284.50)	268.19	(93.14)	107.00	1,675.36

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,227.51	13,945.50	15,455.27	16,792.77	18,170.75
营业成本	8,101.60	8,853.62	9,762.05	10,434.62	11,082.17
营业税金及附加	121.35	151.36	144.79	164.55	181.84
营业费用	1,990.93	2,362.30	2,673.76	2,938.73	3,179.88
管理费用	959.15	868.76	927.32	1,007.57	1,090.25
财务费用	260.57	228.07	205.30	200.30	222.00
资产减值损失	52.30	5.12	13.66	23.69	14.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.60	(10.11)	2.00	(4.40)	3.70
其他	(11.21)	20.23	(4.00)	8.80	(7.40)
营业利润	1,747.23	1,466.14	1,730.39	2,018.91	2,404.16
营业外收入	59.87	38.75	47.30	48.64	44.90
营业外支出	11.68	8.55	13.18	11.14	10.96
利润总额	1,795.42	1,496.34	1,764.51	2,056.41	2,438.10
所得税	271.75	277.10	291.14	339.31	409.60
净利润	1,523.67	1,219.23	1,473.37	1,717.10	2,028.50
少数股东损益	45.12	42.81	59.59	60.20	74.79
归属于母公司净利润	1,478.55	1,176.42	1,413.78	1,656.91	1,953.71
每股收益(元)	1.37	1.09	1.31	1.53	1.81

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.17%	5.43%	10.83%	8.65%	8.21%
营业利润	2.23%	-16.09%	18.02%	16.67%	19.08%
归属于母公司净利润	8.06%	-20.43%	20.18%	17.20%	17.91%
获利能力					
毛利率	38.75%	36.51%	36.84%	37.86%	39.01%
净利率	11.18%	8.44%	9.15%	9.87%	10.75%
ROE	19.79%	14.77%	15.55%	15.83%	16.05%
ROIC	21.68%	13.70%	16.75%	21.27%	17.83%
偿债能力					
资产负债率	50.00%	52.08%	38.91%	43.95%	34.59%
净负债率	31.60%	34.63%	46.87%	34.63%	31.76%
流动比率	1.50	1.37	1.83	1.78	2.16
速动比率	1.23	1.12	1.47	1.44	1.82
营运能力					
应收账款周转率	3.19	2.89	3.38	3.44	3.44
存货周转率	8.16	7.39	8.08	7.93	8.31
总资产周转率	0.93	0.86	0.95	0.97	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.37	1.09	1.31	1.53	1.81
每股经营现金流	0.31	1.07	2.83	-0.90	4.72
每股净资产	6.91	7.37	8.41	9.69	11.27
估值比率					
市盈率	29.49	37.06	30.84	26.31	22.32
市净率	5.84	5.47	4.80	4.17	3.58
EV/EBITDA	20.38	23.23	20.20	18.49	14.33
EV/EBIT	23.32	27.46	22.33	20.45	15.79

资料来源：公司公告，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。

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门、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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com