

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

天士力 (600535): 业绩重回增长势头, 医保谈判品种值得期待

2017年4月19日

分析师:

王雯

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-51789265

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 40.29

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本(百万股): 1080.48

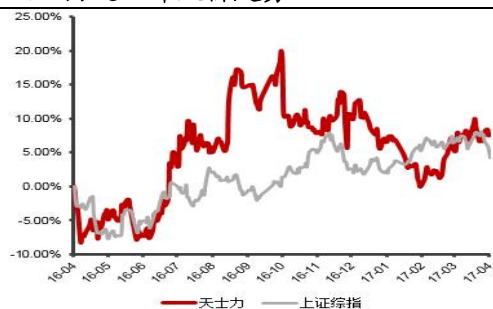
流通股本(百万股): 1032.84

流通A股市值(亿元): 416

每股净资产(元): 7.67

资产负债率(%): 52.53

天士力近一年股价走势



相关报告

天士力 2017 年一季度实现主营业务收入和归母净利润分别为 33.48 和 3.18 亿元, 分别同比增长 6.45% 和 14.84%, 其中医药工业和医药商业分别实现收入 12.98 和 20.35 亿元, 分别同比增长 15.18% 和 2.47%。

一季度工业收入恢复快速增长势头, 利润端增速由负转正。一季度公司工业收入恢复快速增长势头, 特别是抗肿瘤用药、感冒发烧用药和肝病治疗用药收入增速分别达到 25%、32% 和 76%, 此外占比最大的心脑血管用药收入也实现 8.8% 的增长。值得注意的是, 公司利润端增长也从去年连续 4 个季度为负成功实现正增长。

普诺克和注射用益气复脉已进入国家医保谈判目录。去年上述两个品种分别实现销售收入约 3800 万和 4.7 亿。随着医保谈判完成 (有较大概率在今年下半年完成), 凭借公司强大的推广能力和渠道网络, 这两项重点品种有望给公司 2017 年业绩贡献一定增量空间。

继续关注复方丹参滴丸 FDA 的申报进展情况。随着后续重要临床终点的数据陆续公布以及公司与 FDA 的持续沟通及上会, 若顺利, 公司丹滴有望在 2018 年被批准上市。虽然目前上市进程仍存在一定不确定性, 但若成功上市, 则意义重大, 建议持续关注。

投资建议及盈利预测。目前复方丹参滴丸 FDA 申请已经进入最后阶段, 中短期此事件的相关进展牵动市场情绪。公司管理层在此时点推出持股计划, 彰显对公司发展的信心。从中长期看, 随着多年的战略布局, 公司以中药为核心, 生物药和化药为“两翼”搭建的大平台价值将逐步显现, 未来可持续发展可期。预计公司 2017-2019 年实现每股收益分别为 1.36、1.59 和 1.85 元/股, 给予“推荐”评级。

风险提示: 美国 FDA 认证进展不达预期, 导致市场波动风险; 政策性招标降价情况超预期, 对业绩构成一定影响; 新进医保目录产品推广进度低于预期, 对业绩增量的贡献度不达预期; 大品种复方丹参滴丸增速放缓超预期, 带动收入增长放缓; 国内外市场系统性风险。

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	13221.67	13945.50	15252.84	16706.50	18405.23
(+/-)%	5.2%	5.5%	9.4%	9.5%	10.2%
经营利润 (EBIT)	2019.83	2047.14	1719.27	1952.72	2257.91
(+/-)%	1.4%	-16.0%	13.6%	15.6%	14.4%
归母净利润	1478.55	1176.42	1468.24	1722.03	2002.20
(+/-)%	5.1%	-20.4%	24.8%	17.3%	16.3%
每股净收益(元)	1.37	1.09	1.36	1.59	1.85
市盈率(倍)	29.38	36.93	29.59	25.23	21.70

天士力公布了2017年一季度报，一季度公司实现主营业务收入和归母净利润分别为33.48和3.18亿元，分别同比增长6.45%和14.84%，其中医药工业和医药商业分别实现收入12.98和20.35亿元，分别同比增长15.18%和2.47%。

一季度工业收入恢复快速增长势头，利润端增速由负转正

今年一季度公司工业收入恢复快速增长势头，特别是抗肿瘤用药、感冒发烧用药和肝病治疗用药收入增速分别达到25%、32%和76%，此外占比最大的心脑血管用药收入也实现8.8%的增长。值得注意的是，公司利润端增长也从去年连续4个季度为负成功实现正增长。我们认为公司去年渠道主动去库存的影响已基本消除，业绩正步入稳定增长轨道。虽公司在一季度加大了销售折让力度，导致部分品种毛利率有所降低，带动整体工业毛利率降低1.87个百分点至72.86%，但由于工业收入的快速增长使得其在整体收入中的占比提升，公司一季度整体毛利率提升了1.93%。

普诺克和注射用益气复脉进入医保谈判目录，有望在下半年开始放量

普诺克和注射用益气复脉已进入国家医保谈判目录，去年分别实现销售收入约3800万和4.7亿。特别是普诺克目前规模较小，仅进入上海医保、河北新农合以及甘肃急救药目录，是公司独家品种。该品种现有适应症为急性ST抬高心肌梗死的溶栓治疗，公司已启动了包括缺血性脑卒中和肺栓塞2项新适应症的研究工作，市场空间广阔。普诺克今年一季度增长迅速，已实现收入约1300余万，但毛利率有所下滑，目前对业绩贡献较少。随着医保谈判完成（有较大概率在今年下半年完成），凭借公司强大的推广能力和渠道网络，两项重点品种有望给公司2017年业绩贡献一定增量空间。

继续关注复方丹参滴丸FDA的申报进展情况

去年公司公布了复方丹参滴丸美国FDA国际多中心三期临床试验顶层分析总结报告，显示其治疗慢性稳定性心绞痛领域有显著的量效关系，增加TED (Total Exercise Duration) 的作用明显优于安慰剂对照组和三七冰片拆方组。随着后续重要临床终点的数据陆续公布以及公司与FDA的持续沟通及上会，若顺利，公司丹滴有望在2018年被批准上市。虽然目前上市进程仍存在一定不确定性，但若成功上市，则意义重大，建议持续关注。

近期推出董监高参与的员工持股计划彰显发展信心

公司近期推出了由董监高共16人参与的一期员工持股计划，计划筹集资金上限为2000万，将通过二级市场购买（包括大宗交易及竞价交易）等方式获得公司股票。我们认为在此时点推出高管持股，彰显了公司对未来发展的强大信心。公司目前虽是中药现代化的领军企业，但经过多年快速发展，公司及集团层面在生物药、化药等方面也进行了相应战略布局和储备，未来平台价值将逐步显现，我们看好公司优秀的管理团队和未来长期可持续的发展。

投资建议及盈利预测

目前复方丹参滴丸FDA申请已经进入最后阶段，中短期此事件的相关进展牵动市场

情绪。公司管理层在此时点推出持股计划，彰显对公司发展的信心。从中长期看，随着多年的战略布局，公司以中药为核心，生物药和化药为“两翼”搭建的大平台价值将逐步显现，未来可持续发展可期。预计公司2017-2019年实现营业收入分别为152.53、167.07和184.05亿元，分别同比增长9.4%、9.5%和10.2%；实现归母净利润分别为14.68、17.22和20.02亿，分别同比增长24.8%、17.3%和16.3%；每股收益分别为1.36、1.59和1.85元/股。目前股价对应2017年的动态市盈率约为29.6倍，目前中药行业整体TTM市盈率约为33.28倍，给予“推荐”评级。

风险提示：美国FDA认证进展不达预期，导致市场波动风险；政策性招标降价情况超预期，对业绩构成一定影响；新进医保目录产品推广进度低于预期，对业绩增量的贡献度不达预期；大品种复方丹参滴丸增速放缓超预期，带动收入增长放缓；国内外市场系统性风险。

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	528	611	1525	1671	1841	营业收入	13222	13945	15253	16706	18405
应收票据及账款	6435	7086	8167	8540	9866	营业成本	8102	8854	9841	10766	11845
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	121	151	166	181	200
预付款项	202	303	141	345	190	销售费用	1991	2362	2318	2473	2724
其他应收款	54	61	65	73	79	管理费用	959	869	915	969	994
存货	1764	2012	2185	2406	2645	财务费用	252	228	223	218	201
其他流动资产	362	383	383	383	383	资产减值损失	52	5	0	0	0
长期股权投资	523	551	551	551	551	投资收益	6	0	0	0	0
固定资产	2830	3492	3237	3377	3386	其他经营损益	0	0	0	0	0
在建工程	858	416	716	600	600	营业利润	1742	1476	1790	2100	2441
投资性房地产	0	0	0	0	0	其他非经营损益	50	33	0	0	0
无形资产	489	516	897	854	809	税前利润	1795	1496	1790	2100	2441
长期待摊费用	208	189	104	10	10	减: 所得税	272	277	269	315	366
资产总计	14766	16316	18443	19481	21231	净利润	1524	1219	1522	1785	2075
短期借款	2971	2388	3476	2695	2926	归属于母公司的净利润	1479	1176	1468	1722	2002
应付票据及账款	2460	2893	2850	3433	3480	少数股东损益	45	43	53	63	73
交易性金融负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.37	1.09	1.36	1.59	1.85
预收款项	19	26	46	33	54	稀释每股收益	1.37	1.09	1.36	1.59	1.85
预计负债	0	0	0	0	0						
其他应付款	266	259	259	259	259	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他流动负债	513	2097	2097	2097	2097	成长性					
长期借款	798	400	400	400	400	营收增长率	5.21%	5.47%	9.37%	9.53%	10.17%
其他负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	1.35%	-16.02%	13.58%	15.63%	14.36%
负债合计	7048	8085	9148	8938	9237	净利润增长率	5.05%	-19.98%	24.81%	17.29%	16.27%
股东权益合计	7707	8207	9271	10519	11970	盈利性					
现金流量表						销售毛利率	38.72%	36.51%	35.48%	35.56%	35.64%
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	11.52%	8.74%	9.98%	10.68%	11.27%
净利润	1524	1219	1522	1785	1785	ROE	19.79%	14.77%	16.36%	16.95%	17.35%
折旧与摊销	320	345	422	454	376	ROIC	18.42%	12.06%	15.28%	14.75%	16.28%
经营活动现金流	340	1159	986	2162	1243	估值倍数					
投资活动现金流	-911	-654	-540	-540	-540	PE	29.38	36.93	29.59	25.23	21.70
融资活动现金流	286	-232	468	-1476	-533	P/S	3.29	3.12	2.85	2.60	2.36
现金净变动	-277	273	914	145	170	P/B	5.82	5.46	4.84	4.28	3.77
期初现金余额	808	522	611	1525	1671	股息收益率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
期末现金余额	522	611	1525	1671	1841	EV/EBITDA	20.04	22.45	19.99	17.24	15.91

分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，5年行业研究经验。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层