

2017年08月16日

天士力 (600535.SH)

公司快报

上半年业绩增长稳健，工业、商业有望双翼齐飞

医药 | 中成药 III

投资评级 **增持-B(首次)**
 6个月目标价 41.1元
 股价(2017-08-15) 37.87元

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年实现营业收入 726,447 万元，同比增长 13.53%；归母净利润 75,623 万元，同比增长 10.43%；扣非净利润 74,088 万元，同比增长 10.41%。
- ◆ **收入端稳健增长，费用端回归正常**：公司 2017 年上半年营业收入稳定增长的原因主要是两大业务板块的营收均呈现稳定增长，其中医药商业和医药工业营收分别增长 15.84%和 10.72%；由于医药商业的毛利率仅为医药工业的 1/10，医药工业对上半年利润增长的贡献要大得多。在费用端，2016 年 4 季度公司的销售费用率大幅提高，主要是加强新产品的市场推广所致；随着渠道建设的逐步完成，2017 年上半年的销售费用率已经回归到 2016 年上半年的正常水平，这也是增厚公司业绩的一个重要因素。
- ◆ **核心品种拓展海外，受益医保调整多点开花**：根据公司 2016 年底公布的数据，公司核心品种复方丹参滴丸在全球 9 个国家 127 个中心的大样本、随机双盲 III 期临床研究中表现良好，对心绞痛症状有显著的治疗效果，这对该产品通过 FDA 批准上市具有重大积极意义。复方丹参滴丸是全球首个在海外研发并完成三期临床研究的复方中药，若其在美国上市将大力推动公司海外市场的拓展，市场潜力巨大。同时，在今年新版医保目录调整中，公司新调入 5 个品种：消渴清颗粒、赖诺普利氢氯噻嗪片、尼可地尔片、杞菊地黄口服液、注射用重组人尿激酶原（普佑克），未有药品被调出，其中赖诺普利氢氯噻嗪片用于高血压的治疗，2016 年的销售额为 2228.70 万元；普佑克是公司的独家品种，用于急性心肌梗死的治疗，仅降价 14.8% 进入国家医保目录。随着医保目录的逐步实施，这些重点的新品种有望为公司业绩稳健增长带来新的动力。此外，公司近期与法国 Pharnext 公司共同成立新药研发中心，拟把公司现有的生物医药研发平台、天然植物药的组分数据库、中国市场的优势与 Pharnext 在组合药物研发方面的技术优势相结合，构建更多疾病生物网络药理模型用于组合药物开发，同时推进作用机制清晰的现代复方中药研发，这将进一步巩固公司在中药领域的市场地位。
- ◆ **医药商业挂牌新三板，利好公司长远发展**：子公司天津天士力医药营销集团股份有限公司于 2017 年 7 月 31 日获得新三板挂牌资格。营销集团在新三板挂牌有利于进一步挖掘营销网络市场潜力和商业价值，增强市场竞争能力，同时通过自主募集资金独立发展，逐步降低对母公司长期的资金依赖，从而减少母公司的资本支出。此外，营销集团借助新三板挂牌的优势，有望提升公司资产运营效率和价值，增加公司的现金流，逐步减少母公司的负担，对于公司的长远发展是利好因素。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.37、1.83 和 1.98 元。基于公司医药工业、商业两块业务均呈现良性发展，我们给予公司增持-B 评级，6 个月目标价为 41.1 元，相当于 2017 年 30 倍的市盈率。

交易数据

总市值 (百万元) 40,917.62
 流通市值 (百万元) 39,113.75
 总股本 (百万股) 1,080.48
 流通股本 (百万股) 1,032.84
 12 个月价格区间 37.00/45.28 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.39	-10.67	-6.62
绝对收益	-2.5	-5.45	-2.58

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20377052

相关报告

◆ **风险提示：**销售不达预期，研发风险，市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13,227.5	13,945.5	15,750.0	17,688.9	19,671.8
同比增长(%)	5.2%	5.4%	12.9%	12.3%	11.2%
营业利润(百万元)	1,747.2	1,466.1	1,808.1	2,427.8	2,644.6
同比增长(%)	2.2%	-16.1%	23.3%	34.3%	8.9%
净利润(百万元)	1,478.5	1,176.4	1,481.4	1,979.8	2,137.0
同比增长(%)	8.1%	-20.4%	25.9%	33.6%	7.9%
每股收益(元)	1.37	1.09	1.37	1.83	1.98
PE	27.7	34.8	27.6	20.7	19.1
PB	5.5	5.1	4.6	4.1	3.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,227.5	13,945.5	15,750.0	17,688.9	19,671.8	年增长率					
减:营业成本	8,101.6	8,853.6	10,521.0	11,293.5	12,850.1	营业收入增长率	5.2%	5.4%	12.9%	12.3%	11.2%
营业税费	121.3	151.4	147.6	173.3	196.9	营业利润增长率	2.2%	-16.1%	23.3%	34.3%	8.9%
销售费用	1,990.9	2,362.3	1,954.6	2,334.9	2,519.0	净利润增长率	8.1%	-20.4%	25.9%	33.6%	7.9%
管理费用	959.1	868.8	1,045.9	1,186.4	1,283.7	EBITDA 增长率	2.5%	-12.8%	19.2%	27.0%	5.7%
财务费用	260.6	228.1	257.5	247.1	158.7	EBIT 增长率	0.3%	-15.6%	21.9%	29.5%	4.8%
资产减值损失	52.3	5.1	13.7	23.7	14.2	NOPLAT 增长率	1.8%	-19.0%	24.7%	29.3%	4.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.2%	-5.1%	27.5%	-4.3%	6.9%
投资和汇兑收益	5.6	-10.1	-1.8	-2.1	-4.7	净资产增长率	52.1%	6.5%	11.0%	14.0%	12.7%
营业利润	1,747.2	1,466.1	1,808.1	2,427.8	2,644.6	盈利能力					
加:营业外净收支	48.2	30.2	34.1	37.5	33.9	毛利率	38.8%	36.5%	33.2%	36.2%	34.7%
利润总额	1,795.4	1,496.3	1,842.2	2,465.3	2,678.5	营业利润率	13.2%	10.5%	11.5%	13.7%	13.4%
减:所得税	271.8	277.1	306.8	413.4	463.8	净利润率	11.2%	8.4%	9.4%	11.2%	10.9%
净利润	1,478.5	1,176.4	1,481.4	1,979.8	2,137.0	EBITDA/营业收入	17.4%	14.4%	15.2%	17.1%	16.3%
						EBIT/营业收入	15.2%	12.1%	13.1%	15.1%	14.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	50.0%	52.1%	53.5%	44.0%	45.0%
货币资金	1,080.3	1,329.6	1,260.0	1,415.1	1,573.7	负债权益比	100.0%	108.7%	114.8%	78.7%	82.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.50	1.37	1.49	1.80	1.82
应收帐款	4,697.5	4,937.6	6,455.0	6,163.1	7,421.4	速动比率	1.23	1.12	1.20	1.49	1.46
应收票据	1,791.7	2,209.7	2,655.4	2,562.9	2,934.3	利息保障倍数	7.71	7.43	8.02	10.82	17.66
预付帐款	202.3	303.3	415.7	299.6	406.5	营运能力					
存货	1,763.7	2,011.9	2,681.7	2,224.7	3,172.3	固定资产周转天数	76	82	82	75	69
其他流动资产	361.6	383.8	295.6	347.0	342.1	流动营业资本周转天数	117	125	131	139	131
可供出售金融资产	7.8	133.5	49.8	63.7	82.3	流动资产周转天数	241	272	285	272	264
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	113	124	130	128	124
长期股权投资	522.5	551.1	597.6	663.3	710.2	存货周转天数	44	49	54	50	49
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	386	420	419	388	365
固定资产	2,829.8	3,492.4	3,641.9	3,704.3	3,836.0	投资资本周转天数	236	245	240	234	213
在建工程	858.0	415.7	258.6	-41.2	-269.6	费用率					
无形资产	488.7	515.6	530.7	530.2	533.2	销售费用率	15.1%	16.9%	12.4%	13.2%	12.8%
其他非流动资产	808.7	842.3	731.9	634.8	560.4	管理费用率	7.3%	6.2%	6.6%	6.7%	6.5%
资产总额	15,412.7	17,126.3	19,573.6	18,567.5	21,302.9	财务费用率	2.0%	1.6%	1.6%	1.4%	0.8%
短期债务	2,970.7	2,388.3	3,519.8	2,155.0	1,767.9	三费/营业收入	24.3%	24.8%	20.7%	21.3%	20.1%
应付帐款	1,713.4	2,115.5	2,765.1	2,296.2	3,164.0	投资回报率					
应付票据	1,012.6	1,036.6	1,611.2	1,162.0	1,900.6	ROE	19.8%	14.8%	16.8%	19.8%	19.0%
其他流动负债	889.5	2,618.3	1,317.6	1,610.7	1,863.0	ROA	9.9%	7.1%	7.8%	11.1%	10.4%
长期借款	-	-	265.5	-	-	ROIC	22.5%	14.2%	18.7%	18.9%	20.6%
其他非流动负债	1,119.6	760.9	984.0	954.9	899.9	分红指标					
负债总额	7,705.8	8,919.6	10,463.3	8,178.8	9,595.4	DPS(元)	0.42	0.56	0.51	0.73	0.85
少数股东权益	237.4	242.9	296.8	368.8	446.6	分红比率	30.7%	51.4%	37.2%	39.8%	42.8%
股本	1,080.5	1,080.5	1,080.5	1,080.5	1,080.5	股息收益率	1.1%	1.5%	1.3%	1.9%	2.2%
留存收益	6,390.8	6,886.3	7,733.2	8,939.5	10,180.5						
股东权益	7,706.9	8,206.7	9,110.4	10,388.7	11,707.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	1.37	1.09	1.37	1.83	1.98
净利润	1,523.7	1,219.2	1,481.4	1,979.8	2,137.0	BVPS(元)	6.91	7.37	8.16	9.27	10.42
加:折旧和摊销	320.5	345.3	321.9	357.7	403.6	PE(X)	27.7	34.8	27.6	20.7	19.1
资产减值准备	52.3	5.1	-	-	-	PB(X)	5.5	5.1	4.6	4.1	3.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-34.7	37.9	113.5	48.8	42.3
财务费用	226.7	178.0	257.5	247.1	158.7	P/S	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1
投资损失	-5.6	10.1	1.8	2.1	4.7	EV/EBITDA	18.8	21.1	18.4	13.9	13.0
少数股东损益	45.1	42.8	53.9	72.0	77.8	CAGR(%)	10.4%	22.0%	1.9%	10.4%	22.0%
营运资金的变动	-1,435.0	696.4	-2,469.6	294.1	-847.7	PEG	2.7	1.6	14.4	2.0	0.9
经营活动产生现金流量	340.0	1,153.7	-353.0	2,952.9	1,934.0	ROIC/WACC	2.2	1.4	1.8	1.9	2.0
投资活动产生现金流量	-910.8	-653.7	-247.5	-135.9	-333.2						
融资活动产生现金流量	286.3	-231.8	531.0	-2,661.9	-1,442.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn