

2017年12月06日

证券研究报告·动态跟踪报告

天士力(600535) 医药生物

买入(维持)

当前价: 37.70元

目标价: 50.40元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

降糖药产品线扩张, 慢病研发梯队形成

投资要点

- **事件:** 公司战略投资健亚生物, 将投入 5000 万美元支持健亚生物胰岛素类似物国际产业化发展, 获得其甘精胰岛素等相关产品在中国大陆地区的销售优先权。
- **降糖药产品线不断丰富, 瞄准糖尿病管理大市场。** 健亚生物由国家“千人计划”特聘专家创办, 核心产品为胰岛素类似物, 经欧洲和中国第三方权威机构检测显示其产品超过现行欧洲药典标准(欧盟规定申请 EMA 的胰岛素纯度需要超过 99%), 与跨国药企原研药一致, 处于国际先进水平, 纯度和生产效率均超过目前国内外三代胰岛素的行业平均水平。健亚生物已完成产品研发, 预计 2018 年将在欧盟和中国进行同步“双申报”, 将成为首家申报欧盟 EMA 的国内胰岛素公司。EMA 对胰岛素申报不要求临床有效性试验, 临床安全性试验或可申免, 可有效缩短申报时间。国内胰岛素市场规模超过 100 亿, 保持 10% 以上的复合增速, 进口企业占据主导地位。健亚生物的胰岛素产品纯度高、产品质量好, 与原研药质量相当, 未来上市后凭借欧盟和中国同步申报的身份, 有望迅速抢占市场份额, 进口替代空间大。公司围绕糖尿病市场持续布局, 已拥有 DPP-4 抑制剂、GLP-1 抑制剂等口服降糖药, 此次投资健亚生物获得胰岛素产品, 进一步丰富了公司的降糖药产品管线。我国糖尿病患者人群已达到 1.1 亿, 未来按照人均年治疗费用为 2500 元/年测算, 我国降糖药市场规模超过 1155 亿, 目前仅 200 亿左右, 具有巨大的发展前景。通过自研和投资持续扩张, 公司未来有望凭借丰富的产品组合和领先的产品质量, 分享千亿级的降糖药市场。
- **创新药管线逐步完善, 新药有望陆续获批。** 公司持续加大药品研发投入, 已从传统中药业务向生物药和化学药创新业务发展, 重点布局糖尿病、肿瘤等慢病市场。公司重点布局的抗体、病毒载体、免疫检查点等领域都已有丰富的产品线, 如安美木单抗、抗 CD47 单抗、抗 PCSK-9 单抗、长效 GLP-1 类似物、治疗性乙肝疫苗等。部分新品种受益于优先审评等政策支持, 普佑克新适应症、安美木单抗、治疗性乙肝疫苗、PCSK-9 等品种的研发和上市进度有望进一步加快, 未来将有重磅品种陆续获批。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.44 元、1.78 元、2.12 元, 对应 PE 分别为 26 倍、21 倍、18 倍。考虑到工业收入和利润增速回升, 慢病研发梯队逐步形成, 维持“买入”评级, 目标价为 50.40 元。
- **风险提示:** 复方丹参滴丸获批进度或低于预期的风险; 产品招标或降价的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13945.50	15620.61	17517.54	19594.54
增长率	5.43%	12.01%	12.14%	11.86%
归属母公司净利润(百万元)	1176.42	1561.11	1926.75	2289.48
增长率	-20.43%	32.70%	23.42%	18.83%
每股收益 EPS(元)	1.09	1.44	1.78	2.12
净资产收益率 ROE	14.86%	17.09%	18.18%	18.59%
PE	35	26	21	18
PB	4.96	4.30	3.71	3.19

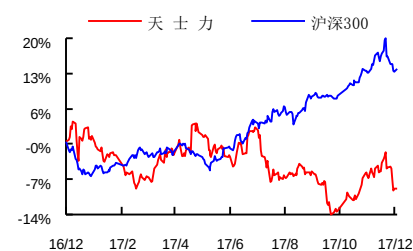
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.80
流通 A 股(亿股)	10.33
52 周内股价区间(元)	34.82-42.63
总市值(亿元)	407.34
总资产(亿元)	206.04
每股净资产(元)	7.87

相关研究

1. 天士力(600535): 业绩逐步回暖, 创新药梯队显现 (2017-10-26)
2. 天士力(600535): 工业收入增速回升, 医保谈判产品值得期待 (2017-04-16)
3. 天士力(600535): 工业增速回升, 丹滴国际化值得期待 (2017-03-31)
4. 天士力(600535): 丹滴发布 III 期临床结果, 国际化进程持续推进 (2016-12-25)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13945.50	15620.61	17517.54	19594.54	净利润	1219.23	1617.91	1996.87	2372.79
营业成本	8853.62	9829.83	10891.07	12112.62	折旧与摊销	345.32	284.25	295.52	303.52
营业税金及附加	151.36	153.57	176.27	198.25	财务费用	228.07	234.31	262.76	293.92
销售费用	2362.30	2577.40	2802.81	3135.13	资产减值损失	5.12	10.00	10.00	10.00
管理费用	868.76	937.24	1051.05	1077.70	经营营运资本变动	760.13	-484.72	-750.31	-651.56
财务费用	228.07	234.31	262.76	293.92	其他	-1404.13	2.74	-1.31	0.20
资产减值损失	5.12	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	1153.73	1664.49	1813.52	2328.87
投资收益	-10.11	-10.00	-10.00	-10.00	资本支出	-389.90	-200.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-263.80	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-653.70	-195.00	-145.00	-145.00
营业利润	1466.14	1868.27	2313.58	2756.93	短期借款	-582.40	111.74	0.00	0.00
其他非经营损益	30.19	35.16	35.67	34.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1496.34	1903.43	2349.25	2791.52	股权融资	-227.15	0.00	0.00	0.00
所得税	277.10	285.51	352.39	418.73	支付股利	-453.80	-361.07	-479.14	-591.36
净利润	1219.23	1617.91	1996.87	2372.79	其他	1031.51	-631.26	-262.76	-293.92
少数股东损益	42.81	56.81	70.11	83.31	筹资活动现金流净额	-231.84	-880.59	-741.90	-885.28
归属母公司股东净利润	1176.42	1561.11	1926.75	2289.48	现金流量净额	267.45	588.90	926.62	1298.59
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1329.56	1918.46	2845.08	4143.67	成长能力				
应收和预付款项	7450.47	8142.10	9236.81	10305.82	销售收入增长率	5.43%	12.01%	12.14%	11.86%
存货	2011.88	2231.54	2474.62	2752.71	营业利润增长率	-16.09%	27.43%	23.84%	19.16%
其他流动资产	383.78	429.88	482.08	539.24	净利润增长率	-19.98%	32.70%	23.42%	18.83%
长期股权投资	551.14	536.14	521.14	506.14	EBITDA 增长率	-12.40%	17.03%	20.32%	16.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3908.05	3808.81	3648.31	3479.80	毛利率	36.51%	37.07%	37.83%	38.18%
无形资产和开发支出	1077.84	1111.69	1145.54	1179.39	三费率	24.80%	24.00%	23.50%	23.00%
其他非流动资产	413.56	394.70	375.84	356.97	净利率	8.74%	10.36%	11.40%	12.11%
资产总计	17126.27	18573.32	20729.41	23263.73	ROE	14.86%	17.09%	18.18%	18.59%
短期借款	2388.26	2500.00	2500.00	2500.00	ROA	7.12%	8.71%	9.63%	10.20%
应付和预收款项	3358.85	3612.46	4009.69	4485.03	ROIC	12.68%	16.28%	18.76%	20.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.62%	15.28%	16.39%	17.12%
其他负债	3172.47	2994.43	3235.56	3513.12	营运能力				
负债合计	8919.58	9106.89	9745.26	10498.15	总资产周转率	0.86	0.88	0.89	0.89
股本	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48	固定资产周转率	4.41	4.45	5.02	5.77
资本公积	1544.29	1544.29	1544.29	1544.29	应收账款周转率	2.93	3.07	3.09	3.07
留存收益	5341.96	6542.00	7989.61	9687.73	存货周转率	4.68	4.62	4.61	4.62
归属母公司股东权益	7963.84	9166.77	10614.38	12312.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.20%	—	—	—
少数股东权益	242.85	299.66	369.77	453.08	资本结构				
股东权益合计	8206.69	9466.43	10984.15	12765.58	资产负债率	52.08%	49.03%	47.01%	45.13%
负债和股东权益合计	17126.27	18573.32	20729.41	23263.73	带息债务/总负债	31.25%	31.84%	29.75%	27.62%
					流动比率	1.37	1.52	1.67	1.82
					速动比率	1.12	1.26	1.40	1.54
					股利支付率	38.57%	23.13%	24.87%	25.83%
					每股指标				
					每股收益	1.09	1.44	1.78	2.12
					每股净资产	7.60	8.76	10.17	11.81
					每股经营现金	1.07	1.54	1.68	2.16
					每股股利	0.42	0.33	0.44	0.55
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2039.53	2386.83	2871.86	3354.37					
PE	34.63	26.09	21.14	17.79					
PB	4.96	4.30	3.71	3.19					
PS	2.92	2.61	2.33	2.08					
EV/EBITDA	20.77	17.38	14.12	11.71					
股息率	1.11%	0.89%	1.18%	1.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn