



600535.CH

买入

市场价格：人民币 34.31

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.7)	(4.1)	(7.8)	(6.0)
相对上证指数	(0.1)	2.4	(7.1)	(8.3)

发行股数(百万)	1,080
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	36,635
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
净负债比率(%) (2018E)	36
主要股东(%)	
天士力控股集团有限公司	45

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以2018年2月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：中药

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：:s1300517070002

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

天士力

业绩持续改善，创新研发管线初具规模

公司是市场公认的中药龙头公司，但忽略了其工商一体化的巨大优势；医药工业一核两翼战略清晰，研发投入居国内药企前十，通过四位一体研发模式丰富研发管线，在研创新药 20 多款；已上市的重磅品种普佑克溶栓效果和安全性突出，叠加仅降价 11% 进谈判目录，18 年起实现快速放量；公司渠道调整接近尾声，医药工业重回稳健增长，业绩将逐渐回升。预计 17-19 年实现净利润 14.16 亿、16.08 亿、19.07 亿，EPS1.31 元、1.49 元、1.77 元，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **中药现代化、国际化标杆，“一核两翼”战略清晰，工商协同发展**
公司是国内综合实力强劲工商一体化大型医药企业：医药工业以现代中药为核心，生物药和化学药为两翼，构建现代生物医药产业集群，核心产品复方丹参滴丸是中药现代化、国际化的标杆，同时拥有多个独家重磅品种；2016 年研发投入达 7.12% 远超行业平均。医药商业拥有覆盖全国的销售网络，同时也逐步构建健康管理中心加药店的电商新模式，庞大的营销网络优势明显，能带动工业产品迅速放量。
- **重磅产品普佑克放量在即，四位一体助力研发管线逐渐丰富**
公司已上市的重磅品种重组人尿激酶（商品名普佑克）适应症心梗市场空间达 10 亿，其溶栓效果和安全性均高于同类竞品（阿替普酶、尿激酶），且 17 年降价 11% 进入国家医保谈判目录，作为公司重点推广的品种，18 年有望快速放量。其新增适应症脑梗、肺梗处于临床 II 期，若获批市场空间扩容至 30 亿。近年来，公司通过“自主研发、合作研发、产品引进、市场优先许可权”的四位一体研发模式实现中药、化学、生物药领域 60 余个药品的开发和管线布局，其中创新药超过 20 款，实现了全人源抗体、长效融合蛋白、病毒类治疗疫苗等重点靶点布局，品种包括治疗腓骨肌萎缩症 I 型 PXT3003（欧美 III 期临床）、安美木单抗（I 期）、治疗性乙肝疫苗（获批临床）、长效 GLP-1 类似物（II 期）等，未来受益创新药政策支持，相关产品上市周期有望缩短，形成天士力增长的重要一极。
- **渠道调整接近尾声，业绩逐步回升。**
为顺应两票制等政策，公司自 2015 年四季度主动规范渠道，业绩增速明显放缓。经过一年左右的渠道调整，对业绩的影响逐渐消除，自 2017 年一季度起。医药工业增速重回 10% 以上增速，基本回升到渠道调整前的工业增速。我们认为，公司工业未来几年增速有望维持 10%-15% 稳定增长，公司主要工业品种终端需求刚性，且大多为独家品种，降价压力小。长期来看创新药品种上市销售将带动工业增长提速。

评级面临的主要风险

- 销售不达预期，研发失败，丹滴美国补充三期试验慢于预期或不通过估值
- 暂不考虑丹滴海外销售，预计 17-19 年实现净利润 14.16 亿、16.08 亿、19.07 亿，EPS1.31 元、1.49 元、1.77 元，我们认为，公司是优质的中药公司已得到市场认可，但对其工商一体化巨大优势和创新药价值认知不足，目前的估值并没有反应公司转型创新药价值，给予 18 年 30 倍估值，对应目标价 44.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	13,228	13,945	16,089	18,795	21,565
变动(%)	5	5	15	17	15
净利润(人民币 百万)	1,479	1,176	1,416	1,608	1,907
全面摊薄每股收益(人民币)	1.368	1.089	1.311	1.488	1.765
变动(%)	3.3	(20.4)	20.4	13.5	18.6
市场预期每股收益(人民币)			1.276	1.522	1.804
全面摊薄市盈率(倍)	25.1	31.5	26.2	23.1	19.4
价格/每股现金流量(倍)	109.0	32.1	12.8	(15.5)	6.8
每股现金流量(人民币)	0.31	1.07	2.68	(2.22)	5.07
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	18.9	15.8	15.5	12.0
每股股息(人民币)	0.420	0.560	0.493	0.594	0.759
股息率(%)	1.2	1.6	1.4	1.7	2.2

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	13,228	13,945	16,089	18,795	21,565
销售成本	(8,223)	(9,005)	(10,561)	(12,438)	(14,237)
经营费用	(2,713)	(2,928)	(3,213)	(3,773)	(4,325)
息税折旧前利润	2,292	2,013	2,315	2,584	3,003
折旧及摊销	(290)	(309)	(340)	(386)	(433)
经营利润 (息税前利润)	2,002	1,704	1,975	2,198	2,569
净利息收入/(费用)	(261)	(228)	(260)	(250)	(246)
其他收益/(损失)	54	20	32	35	29
税前利润	1,795	1,496	1,747	1,984	2,353
所得税	(272)	(277)	(280)	(317)	(376)
少数股东权益	45	43	52	59	69
净利润	1,479	1,176	1,416	1,608	1,907
核心净利润	1,576	1,182	1,422	1,614	1,912
每股收益 (人民币)	1.368	1.089	1.311	1.488	1.765
核心每股收益 (人民币)	1.459	1.094	1.316	1.494	1.770
每股股息 (人民币)	0.420	0.560	0.493	0.594	0.759
收入增长(%)	5	5	15	17	15
息税前利润增长(%)	(0)	(15)	16	11	17
息税折旧前利润增长(%)	2	(12)	15	12	16
每股收益增长(%)	3	(20)	20	14	19
核心每股收益增长(%)	(2)	(25)	20	14	18

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,442	1,713	2,709	3,166	3,577
应收帐款	6,489	7,147	6,195	10,528	8,858
库存	1,764	2,012	2,067	2,909	2,813
其他流动资产	202	303	179	416	294
流动资产总计	9,897	11,176	11,149	17,019	15,542
固定资产	3,688	3,908	3,936	3,834	3,712
无形资产	840	940	1,030	1,100	1,173
其他长期资产	639	643	733	783	843
长期资产总计	5,167	5,490	5,698	5,717	5,728
总资产	15,413	17,126	17,148	22,934	21,389
应付帐款	2,460	2,893	3,218	4,224	4,184
短期债务	2,971	2,388	1,825	4,288	2,261
其他流动负债	1,156	2,877	2,051	1,784	2,760
流动负债总计	6,586	8,159	7,093	10,296	9,205
长期借款	798	400	675	2,206	572
其他长期负债	321	361	319	334	338
股本	1,080	1,080	1,080	1,080	1,080
储备	6,391	6,886	7,686	8,666	9,771
股东权益	7,471	2,905	8,766	9,746	10,852
少数股东权益	237	243	294	353	422
总负债及权益	15,413	17,126	17,148	22,934	21,389
每股帐面价值 (人民币)	6.91	2.69	8.11	9.02	10.04
每股有形资产 (人民币)	6.14	1.82	7.16	8.00	8.96
每股净负债/(现金)(人民币)	1.75	0.98	(0.54)	2.83	(0.89)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,795	1,496	1,747	1,984	2,353
折旧与摊销	290	309	340	386	433
净利息费用	261	228	260	250	246
运营资本变动	(1,505)	(359)	1,883	(4,130)	2,491
税金	(227)	(234)	(280)	(317)	(376)
其他经营现金流	(274)	(286)	(1,056)	(567)	331
经营活动产生的现金流	340	1,154	2,895	(2,395)	5,477
购买固定资产净值	160	100	458	355	385
投资减少/增加	(110)	(44)	(2)	(2)	(5)
其他投资现金流	(960)	(709)	(863)	(702)	(792)
投资活动产生的现金流	(911)	(654)	(407)	(350)	(412)
净增权益	(454)	(605)	(533)	(642)	(820)
净增债务	(519)	(197)	(796)	4,072	(3,543)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,259	544	(128)	(383)	(508)
融资活动产生的现金流	286	(232)	(1,404)	3,150	(4,650)
现金变动	(284)	268	1,084	406	416
期初现金	1,116	1,080	1,330	2,413	2,819
公司自由现金流	(571)	500	2,488	(2,744)	5,065
权益自由现金流	(829)	531	1,952	1,577	1,768

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.3	14.4	14.4	13.7	13.9
息税前利润率(%)	15.1	12.2	12.3	11.7	11.9
税前利润率(%)	13.6	10.7	10.9	10.6	10.9
净利率(%)	11.2	8.4	8.8	8.6	8.8
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.4	1.6	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	7.7	7.5	7.6	8.8	10.5
净权益负债率(%)	34.9	46.3	1.0	36.4	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	25.1	31.5	26.2	23.1	19.4
核心业务市盈率(倍)	23.5	31.4	26.1	23.0	19.4
市净率(倍)	5.0	12.8	4.2	3.8	3.4
价格/现金流(倍)	109.0	32.1	12.8	(15.5)	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	18.9	15.8	15.5	12.0
周转率					
存货周转天数	71.9	76.5	70.5	73.0	73.3
应收帐款周转天数	157.3	178.5	151.3	162.4	164.1
应付帐款周转天数	70.4	70.1	69.3	72.3	71.2
回报率					
股息支付率(%)	30.7	51.4	37.6	39.9	43.0
净资产收益率(%)	24.0	22.7	24.3	17.4	18.5
资产收益率(%)	12.0	8.5	9.7	9.2	9.7
已运用资本收益率(%)	3.6	3.4	4.0	2.9	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测