

# 进一步收购天普 26.34% 股权, 加强工业板块布局

买入 (维持)

2018 年 05 月 22 日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号: S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	130,847	151,204	167,186	184,896
同比 (%)	8.3%	15.6%	10.6%	10.6%
净利润 (百万元)	3,521	4,171	4,967	5,712
同比 (%)	10.1%	18.5%	19.1%	15.0%
每股收益 (元/股)	1.24	1.47	1.75	2.01
P/E (倍)	20.85	17.60	14.78	12.85

## 投资要点

- **事件:** 2018 年 5 月 21 日, 公司发布公告, 出资 1.44 亿美元 (折合人民币约 9.15 亿元) 收购 Takeda Chromo Beteiligungs AG 100% 股权从而间接持有广东天普生化医药股份有限公司 (以下简称“天普”) 26.34% 的股份。本次交易完成后, 本公司持有天普的股权比例将由 40.80% 增至约 67.14%, 实现绝对控股。
- **天普药业——全球生物蛋白制药标杆, 专注危急重症药品领域, 进一步收购加深工业布局。** 两大核心产品分别天普洛安及凯力康。同时天普在医疗器械创新业务上也是大力布局体外诊断领域。天普的 100% 股权价值为 5.45 亿美金 (对应 PE 为 18.6X), 通过本次收购, 上药将控制天普 67.14% 的股权, 实现控股, 加深在天然尿蛋白药物及危重症细分治疗领域的布局。
- **优化产品结构, 提升工业核心竞争力, 协同公司工业板块发展。** 天然尿蛋白药物及危重症细分治疗领域拓展, 产品线进一步丰富, 天普洛安及凯力康将丰富公司销售过亿产品线, 提升工业核心竞争力。公司将通过增加研发投入、license-in (等方式不断丰富天普的产品线, 助其实现长期、有机、可持续的增长。营销及销售渠道协同, 通过两者合作协同发展, 在应对医保降价、两票制方面承压能力强, 同时能够加强目标医院开户数量, 提升市场渗透率和份额。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2018-2020 年, 公司营业收入分别为 1512.04 亿元、1671.86 亿元和 1848.96 亿元, 归母净利润分别为 41.71 亿元、49.67 亿元和 57.12 亿元, 对应 EPS 分别为 1.47 元、1.75 元和 2.01 元。我们认为公司医药工业维持快速增长, 且研发持续投入, 在研品种有望厚积薄发; 医药业受益两票制集中度提升, 盈利能力持续增强。我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:** 新品研发和上市低于预期; 药品销售和招标价格低于预期; 收购整合低于预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	25.83
一年最低/最高价	20.81/28.86
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	49669.41

## 基础数据

每股净资产(元)	13.21
资产负债率(%)	61.57
总股本(百万股)	2842.09
流通 A 股(百万股)	1922.94

## 相关研究

1、《【东吴医药】上海医药 2018 年一季报点评: 医药工业快速增长, 医药商业盈利能力进一步提升》2018-05-02

2、《5.57 亿美元收购康德乐中国, 分销业务如虎添翼》2017-11-16

## 1. 事件：

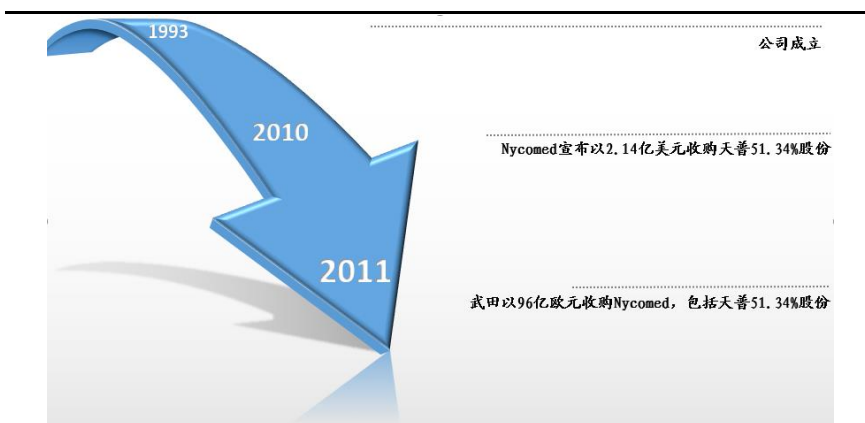
2018年5月21日，公司发布公告，出资1.44亿美元（折合人民币约9.15亿元）收购 TakedaChromoBeteiligungsAG100%股权从而间接持有广东天普生化医药股份有限公司（以下简称“天普”）26.34%的股份。本次交易完成后，本公司持有天普的股权比例将由40.80%增至约67.14%，实现绝对控股。

## 2. 核心观点：加强工业板块布局，丰富产品线，加强营销网络

### 2.1. 天普药业——全球生物蛋白制药标杆，专注危急重症药品领域

天普成立于1993年3月，地处广州市天河高唐科技产业园内，是一家专注于危急重症药品领域、集生物医药研发、生产、营销于一体的全球领先的人尿蛋白质生物制药企业，拥有具备国际先进水平的原料药和冻干粉针、水针、预灌针等制剂生产线，所有生产线均参照欧洲 EMEA 或美国 FDA 标准建造，为广州第一家通过新版 GMP 认证的药企，其两大核心产品分别为国家二类新药天普洛安（注射用乌司他丁；国内独家品种）及全球首创一类新药凯力康（注射用尤瑞克林）。

图 1：天普药业历史



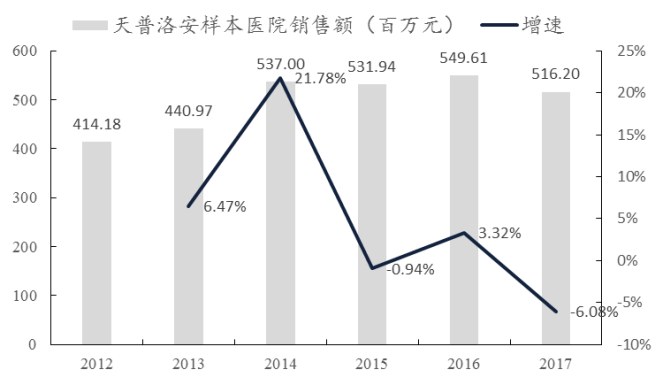
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天普洛安主要适用于急慢性胰腺炎及急性循环衰竭（休克），并在重症加强护理病房（ICU）得到广泛运用，其在城市三级、二级医院的覆盖率已达60%，合计覆盖约80%ICU床位数，2015年、2016年、2017年分别实现销售收入人民币10.64亿元、10.98亿元、8.12亿元。目前市场份额达14%，未来5年医院临床需求将保持约10%的复合年均增速。

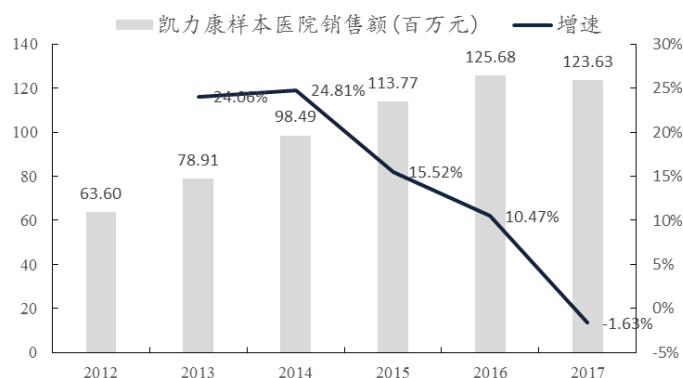
凯力康，适用于轻、中度急性血栓性，为全球首创一类新药，在《中国机型缺血性脑卒中诊治指南2014》拥有推荐地位。2015年、2016年、2017年该产品分别实现销售收入人民币3.1亿元、3.42亿元、2.76亿元。

图 2：天普洛安样本医院销售情况

图 3：凯力康样本医院销售情况



数据来源: pdb, 东吴证券研究所



数据来源: pdb, 东吴证券研究所

同时天普在医疗器械创新业务上也是大力布局体外诊断领域。2016年,天普与日本富士和光纯药株式会社建立战略合作伙伴关系,引入了国内首款采用微流控技术的分析仪,包括早期肝癌诊断 μTASWakoi30 免疫分析仪、μTASWakoAFP-L3 以及 μTASWakoPIVKA-II。2017年5月,由8家医院及上海临检中心合作28位检验领域专家和6位临床领域的全国专家共同参与,在全国性检验期刊《检验医学》上,发补了AFP-L3中国临床应用专家共识。

## 2.2. 进一步收购天普股权, 加深工业布局

双方谈判协商最终确认天普的100%股权价值为5.45亿美金(标的公司主要资产为天普26.34%的股权,对应的股权价值为1.44亿美金,折合人民币约9.15亿元)。本次交易对价对应近三年平均净利润的P/E倍数(通过本次交易对价除以近三年平均净利润计算得出)为18.6。同时,独立第三方SunriseBright对天普25%股权的收购对价为1.36亿美元(折合人民币约8.66亿元)。

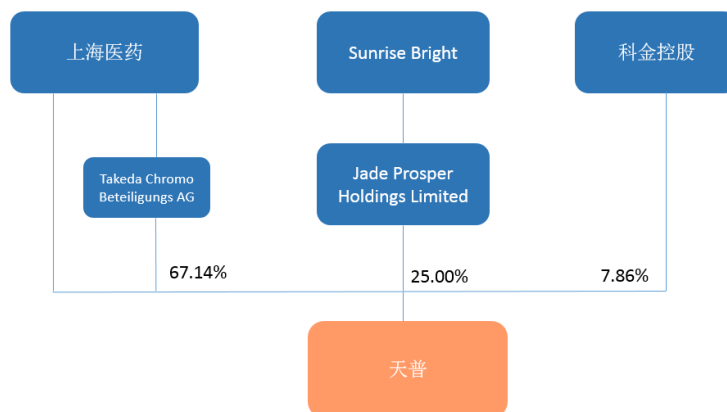
表1: 天普近两年财务数据 (单位: 万元)

主要财务数据	2016年12月31日	2017年12月31日
资产总额	156,347	144,527
资产净额	116,122	112,326
总收入	145,313	110,765
净利润	23,636	7,964

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

通过本次收购,上药将控制天普67.14%的股权,实现控股,加深在天然尿蛋白药物及危重症细分治疗领域的布局。

图4: 天普药业股权结构 (交易后)



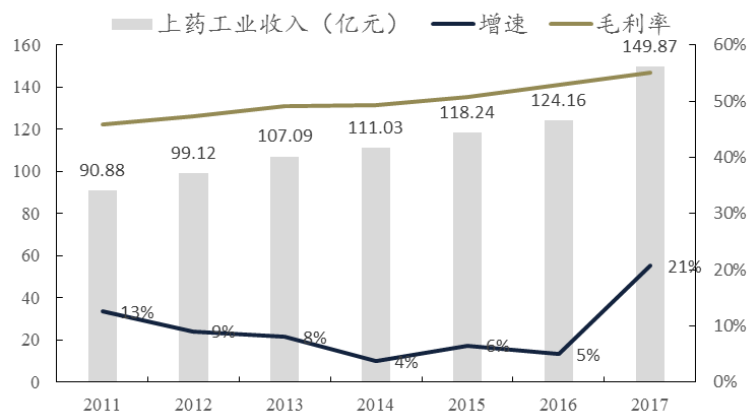
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 优化产品结构，提升工业核心竞争力，协同公司工业板块发展

天然尿蛋白药物及危重症细分治疗领域拓展，产品线进一步丰富。天普在天然尿蛋白药物领域具有竞争优势，拥有天普洛安、凯力康等多个极具市场发展潜力的重磅产品。天普洛安、凯力康的加入将填补上海医药在天然尿蛋白药物和危重症细分治疗领域的产品空白，目前上药销售收入过亿产品达 28 个，天普洛安及凯力康将丰富公司销售过亿产品线，提升工业核心竞争力。

未来资源协同有望推动可持续发展。未来公司将通过增加研发投入、license-in（品种授权引进）等方式不断丰富天普的产品线，帮助其实现长期、有机、可持续的增长。

图 5：上药工业板块情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

营销及销售渠道协同。天普具备垂直密集型的全国营销网络、国际化管理团队及专注危重症领域的专业化营销团队（约 700 人），其天普洛安营销队伍创造出了人均 242 万的销售额，远高于行业平均水平。天普团队的加入有助于强化上海医药专业化营销推广能力，打造国内一流营销体系。上药本身拥有营销团队 8000 余人，实施“一品一策”

战略，60个重点品种2017年同比增长14.42%，毛利率达71.28%。

通过两者合作协同发展，在应对医保降价、两票制方面承压能力强，同时能够加强目标医院开户数量，提升市场渗透率和份额。

### 3. 盈利预测与投资评级：

我们预计2018-2020年，公司营业收入分别为1512.04亿元、1671.86亿元和1848.96亿元，归母净利润分别为41.71亿元、49.67亿元和57.12亿元，对应EPS分别为1.47元、1.75元和2.01元。我们认为公司医药工业维持快速增长，且研发持续投入，在研品种有望厚积薄发；医药业受益两票制集中度提升，盈利能力持续增强。我们维持对公司的“买入”评级。

### 4. 风险提示：

新品研发和上市低于预期；药品销售和招标价格低于预期；收购整合低于预期。

上海医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	68642	76436	80858	90774	<b>营业收入</b>	130847	151204	167186	184896
现金	14842	12416	15058	13533	减:营业成本	114123	131396	144616	159010
应收账款	31377	36421	38544	44361	营业税金及附加	392	418	477	531
存货	17270	21514	21172	25763	营业费用	7411	8907	9947	11440
其他流动资产	5153	6085	6084	7117	管理费用	4124	4861	5375	6033
<b>非流动资产</b>	<b>25702</b>	<b>27456</b>	<b>28839</b>	<b>30115</b>	财务费用	677	606	584	548
长期股权投资	4694	5868	7073	8206	资产减值损失	81	385	382	336
固定资产	7563	8256	8593	8907	加:投资净收益	893	839	904	878
在建工程	1537	1457	1339	1249	其他收益	-5	0	0	0
无形资产	2702	2738	2778	2790	<b>营业利润</b>	5228	5869	7108	8274
其他非流动资产	9205	9136	9055	8964	加:营业外净收支	-23	298	235	170
<b>资产总计</b>	<b>94344</b>	<b>103893</b>	<b>109696</b>	<b>120889</b>	<b>利润总额</b>	5205	6167	7343	8444
<b>流动负债</b>	<b>49632</b>	<b>55800</b>	<b>57547</b>	<b>63828</b>	减:所得税费用	1147	1359	1618	1861
短期借款	13746	13746	13746	13746	少数股东损益	537	636	758	871
应付账款	23346	29217	28635	34976	<b>归属母公司净利润</b>	3521	4171	4967	5712
其他流动负债	12540	12837	15167	15107	EBIT	5788	6679	7834	8898
<b>非流动负债</b>	<b>5037</b>	<b>4477</b>	<b>3889</b>	<b>3297</b>	EBITDA	6719	7703	8995	10190
长期借款	2959	2399	1811	1219					
其他非流动负债	2078	2078	2078	2078	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>54669</b>	<b>60278</b>	<b>61436</b>	<b>67126</b>	每股收益(元)	1.24	1.47	1.75	2.01
少数股东权益	5645	6281	7039	7911	每股净资产(元)	11.97	13.14	14.50	16.13
归属母公司股东权益	34031	37334	41221	45853	发行在外股份(百万股)	2689	2842	2842	2842
<b>负债和股东权益</b>	<b>94344</b>	<b>103893</b>	<b>109696</b>	<b>120889</b>	ROIC(%)	8.6%	9.4%	10.4%	11.0%
					ROE(%)	10.2%	11.0%	11.9%	12.2%
					毛利率(%)	12.8%	13.1%	13.5%	14.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率(%)	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%
经营活动现金流	2649	1002	6532	2381	资产负债率(%)	57.9%	58.0%	56.0%	55.5%
投资活动现金流	-2355	-1938	-1641	-1690	收入增长率(%)	8.3%	15.6%	10.6%	10.6%
筹资活动现金流	2315	-1489	-2249	-2217	净利润增长率(%)	10.1%	18.5%	19.1%	15.0%
现金净增加额	2590	-2426	2642	-1526	P/E	20.85	17.60	14.78	12.85
折旧和摊销	931	1024	1162	1292	P/B	2.16	1.97	1.78	1.60
资本开支	2007	580	178	144	EV/EBITDA	12.26	11.09	9.22	8.32
营运资本变动	-2167	-4596	-35	-5164					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

