

天士力 (600535)

证券研究报告

2018年07月11日

天士力生物增资扩股，生物创新药研发布局有望加速推进

控股子公司天士力生物增资扩股，估值达到 18.95 亿美元

公司公告控股子公司天士力生物及其股东，与本次增资扩股的参与方签订协议，汇桥资本 LB 等四家境外投资机构及一家国际制药企业 Transgene SA 合计出资 1.325 亿美元或等值人民币认购天士力生物新增发行的 75,714,285 股股份，合计约占增资扩股完成后天士力生物股份总数的约 6.99%，增资扩股后，公司对天士力持股比例调整至 92.37%，上海天士力增资扩股后估值达到 18.95 亿美元。

天士力生物是公司核心创新药资产，后续港股上市有望进一步提升估值

根据公司年报，公司决定将生物创新药板块的核心资产，以子公司上海天士力为主体分拆至香港 H 股主板市场，通过实现生物创新药单独估值，进一步提升公司在创新药领域价值，实现估值重构。本次增资扩股所募资金将用于研发、引进国际先进技术和日常运营，可有效改善自身资产结构，促进良性运营和可持续发展，为后续生物创新药研发提供强大融资保障，有望进一步加快公司的研发效率；通过成功引进国际知名战略投资者，为公司挂牌至香港 H 股主板市场奠定了坚实基础。

天士力生物专注生物药研发，筑成稀缺全产业链平台

天士力生物成立于 2001 年，主要负责生物医药研发，率先实现十一五期间首个 1.1 类创新生物药普佑克的成功上市，同时形成了集研发、生产、销售一体化的稀缺全产业链商业化平台。凭借在心脑血管、肿瘤及免疫、消化代谢三大领域的研发优势，公司快速推进具有国际竞争优势的在研管线。公司目前通过自主研发和投资引进等方式，共布局超过 15 个品种。其中最具有代表性的普佑克脑卒中，已进入 III 期临床；治疗结直肠癌的安美木单抗即将进入 II 期临床；治疗乙肝的 T101 疫苗正处于 I 期临床。此外，公司布局的健亚生物第三代胰岛素，凭借超越原研的良好表现，正准备申报欧盟。2017 年天士力生物收入 1.00 亿元，净利润 0.71 亿元。

看好公司创新转型，业绩持续稳健增长，维持“买入”评级

公司坚持高研发投入，转型创新，通过“四位一体”的创新研发模式，2017 年自主研发投入 6.16 亿元，占医药工业收入比 9.04%。公司在研产品达到 74 项，从已有的现代中药领域，拓展至中药-化药-生物药的大生物医药平台，从已有的心脑血管优势领域进一步布局糖尿病代谢、癌症等大品种领域，产品数量已位列国内企业第一梯队，为公司长期发展奠定了坚实基础。预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.05、1.22、1.43 元，对应 PE 分别为 24、21、18 倍，按照当前汇率，公司持股天士力生物估值 116 亿元，左右，剔除这部分估值，公司股价对应 2018 年估值仅 17 倍，我们看好普佑克大发展及丹滴稳健增长，以及公司持续转型大生物制药平台的战略发展，维持买入评级。

风险提示：丹滴销售和适应症拓展低于预期，普佑克营销进展、适应症拓展进度低于预期；临床试验失败风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,945.50	16,094.15	18,389.78	20,991.34	23,780.52
增长率(%)	5.43	15.41	14.26	14.15	13.29
EBITDA(百万元)	2,002.85	2,335.88	2,415.88	2,757.17	3,183.95
净利润(百万元)	1,176.42	1,376.54	1,592.38	1,849.81	2,170.54
增长率(%)	(20.43)	17.01	15.68	16.17	17.34
EPS(元/股)	0.78	0.91	1.05	1.22	1.43
市盈率(P/E)	32.85	28.08	24.27	20.89	17.81
市净率(P/B)	4.85	4.47	3.83	3.45	3.07
市销率(P/S)	2.77	2.40	2.10	1.84	1.63
EV/EBITDA	23.23	19.27	18.79	16.54	14.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,512.67
流通 A 股股本(百万股)	1,512.67
A 股总市值(百万元)	38,648.62
流通 A 股市值(百万元)	38,648.62
每股净资产(元)	8.35
资产负债率(%)	58.54
一年内最高/最低(元)	47.91/22.98

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《天士力-公司点评:获得礼来许可权益, 糖尿病领域布局再添重磅项目》 2018-04-06
- 《天士力-年报点评报告:业绩快速增长, 研发持续推进、产品管线不断丰富》 2018-03-27
- 《天士力-公司深度研究:创新开启发展蓝图, 普佑克引领大生物制药平台崛起》 2018-02-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,329.56	1,498.90	1,471.18	1,679.31	1,902.44
应收账款	4,937.56	6,982.73	8,342.08	9,150.70	10,930.63
预付账款	303.26	371.08	274.89	517.36	382.49
存货	2,011.88	2,231.39	3,638.33	2,330.80	4,225.95
其他	2,593.43	3,965.03	3,784.35	6,039.64	3,580.61
流动资产合计	11,175.68	15,049.14	17,510.84	19,717.80	21,022.12
长期股权投资	551.14	845.11	880.11	925.11	954.11
固定资产	3,492.38	3,450.26	3,756.58	4,125.65	4,467.08
在建工程	415.67	510.62	342.37	253.42	182.05
无形资产	939.78	1,046.40	1,114.35	1,166.77	1,221.50
其他	551.63	630.29	577.20	481.73	431.74
非流动资产合计	5,950.59	6,482.69	6,670.62	6,952.68	7,256.48
资产总计	17,126.27	21,531.83	24,181.46	26,670.49	28,278.60
短期借款	2,388.26	6,948.86	7,090.77	8,014.45	8,534.89
应付账款	2,115.47	2,598.51	2,479.50	3,420.51	3,244.58
其他	3,654.91	1,792.51	2,843.24	3,013.26	2,895.25
流动负债合计	8,158.64	11,339.89	12,413.51	14,448.22	14,674.72
长期借款	0.00	891.50	574.81	0.00	0.00
应付债券	399.50	0.00	399.32	266.27	221.86
其他	361.43	325.95	336.19	341.19	334.44
非流动负债合计	760.94	1,217.45	1,310.32	607.46	556.31
负债合计	8,919.58	12,557.34	13,723.83	15,055.68	15,231.02
少数股东权益	242.85	319.96	365.30	416.73	470.92
股本	1,080.48	1,080.48	1,512.67	1,512.67	1,512.67
资本公积	1,544.29	1,476.40	1,476.40	1,476.40	1,476.40
留存收益	6,886.26	7,589.84	8,579.66	9,685.41	11,063.99
其他	(1,547.18)	(1,492.19)	(1,476.40)	(1,476.40)	(1,476.40)
股东权益合计	8,206.69	8,974.49	10,457.63	11,614.81	13,047.58
负债和股东权益总	17,126.27	21,531.83	24,181.46	26,670.49	28,278.60

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,219.23	1,402.26	1,592.38	1,849.81	2,170.54
折旧摊销	345.32	377.65	232.98	265.46	298.21
财务费用	177.97	298.90	245.00	230.00	222.00
投资损失	10.11	32.89	(2.00)	4.40	(3.70)
营运资金变动	769.18	(4,954.00)	(1,387.74)	(920.14)	(1,349.55)
其它	(1,368.08)	2,019.75	45.35	51.42	54.19
经营活动现金流	1,153.73	(822.56)	725.97	1,480.96	1,391.69
资本支出	622.17	831.23	428.76	593.00	629.75
长期投资	28.63	293.98	35.00	45.00	29.00
其他	(1,304.50)	(2,464.56)	(900.76)	(1,240.40)	(1,278.05)
投资活动现金流	(653.70)	(1,339.35)	(437.00)	(602.40)	(619.30)
债权融资	3,187.60	8,244.27	8,337.71	8,639.57	9,101.94
股权融资	(456.33)	(382.99)	208.24	(222.98)	(212.64)
其他	(2,963.11)	(5,477.03)	(8,862.64)	(9,087.03)	(9,438.56)
筹资活动现金流	(231.84)	2,384.25	(316.69)	(670.43)	(549.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	268.19	222.33	(27.72)	208.12	223.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,945.50	16,094.15	18,389.78	20,991.34	23,780.52
营业成本	8,853.62	10,253.52	11,739.45	13,360.90	14,990.19
营业税金及附加	151.36	189.14	194.81	232.30	264.85
营业费用	2,362.30	2,534.86	3,126.26	3,600.01	4,161.59
管理费用	868.76	1,012.65	1,103.39	1,259.48	1,426.83
财务费用	228.07	318.01	245.00	230.00	222.00
资产减值损失	5.12	77.51	44.97	42.53	55.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(10.11)	(32.89)	2.00	(4.40)	3.70
其他	20.23	(3.17)	(4.00)	8.80	(7.40)
营业利润	1,466.14	1,744.50	1,937.90	2,261.71	2,663.74
营业外收入	38.75	1.23	33.28	24.42	19.65
营业外支出	8.55	9.25	9.83	9.21	9.43
利润总额	1,496.34	1,736.49	1,961.35	2,276.92	2,673.96
所得税	277.10	334.23	323.62	375.69	449.23
净利润	1,219.23	1,402.26	1,637.73	1,901.23	2,224.74
少数股东损益	42.81	25.72	45.35	51.42	54.19
归属于母公司净利润	1,176.42	1,376.54	1,592.38	1,849.81	2,170.54
每股收益(元)	0.78	0.91	1.05	1.22	1.43

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.43%	15.41%	14.26%	14.15%	13.29%
营业利润	-16.09%	18.99%	11.09%	16.71%	17.78%
归属于母公司净利润	-20.43%	17.01%	15.68%	16.17%	17.34%
获利能力					
毛利率	36.51%	36.29%	36.16%	36.35%	36.96%
净利率	8.44%	8.55%	8.66%	8.81%	9.13%
ROE	14.77%	15.91%	15.78%	16.52%	17.26%
ROIC	13.70%	17.26%	11.97%	12.35%	13.23%
偿债能力					
资产负债率	52.08%	58.32%	56.75%	56.45%	53.86%
净负债率	34.63%	49.05%	26.91%	33.71%	36.30%
流动比率	1.37	1.33	1.41	1.36	1.43
速动比率	1.12	1.13	1.12	1.20	1.14
营运能力					
应收账款周转率	2.89	2.70	2.40	2.40	2.37
存货周转率	7.39	7.59	6.27	7.03	7.25
总资产周转率	0.86	0.83	0.80	0.83	0.87
每股指标(元)					
每股收益	0.78	0.91	1.05	1.22	1.43
每股经营现金流	0.76	-0.54	0.48	0.98	0.92
每股净资产	5.26	5.72	6.67	7.40	8.31
估值比率					
市盈率	32.85	28.08	24.27	20.89	17.81
市净率	4.85	4.47	3.83	3.45	3.07
EV/EBITDA	23.23	19.27	18.79	16.54	14.42
EV/EBIT	27.46	22.58	20.80	18.30	15.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com