

天士力 (600535)

证券研究报告

2018年07月18日

投资 Mesoblast 引进干细胞品种，夯实心脑血管领域优势

事件: 公司与全球领先干细胞研发公司 Mesoblast 签署协议, 认购其 2,000 万美元普通股, 并引进其两款分别处于 FDA 临床 III 期及 II 期试验的干细胞产品 (MPC-150-IM, 用于治疗充血性心力衰竭, 和 MPC-25-IC, 用于治疗急性心肌梗死)。公司将有偿获得合作干细胞产品在中国 (含港、澳) 的独家开发、生产及商业化权益。

标的公司为全球领先的 biotech, 在干细胞药物领域产品储备丰富

Mesoblast 成立于 2004 年, 是一家全球领先、开发以细胞为基础的再生治疗产品的生物技术公司, 2015 年在纳斯达克上市, 凭借其专有的“间质系成人干细胞(MLC)以及间充质前体干细胞 (MPC) 成人干细胞技术平台”开发了一系列临床上方便使用的异体干细胞治疗产品, 无需组织配型, 无排斥反应, 可以随时用于治疗心脏疾病、风湿免疫病、代谢性疾病等。Mesoblast 目前有 2 个对外授权产品已上市, 同时还有 3 个产品处于 III 期临床阶段, 以及多个产品进行 II 期临床试验。2017 财务年度实现营收 241.2 万美元, 研发投入达 5891.4 万美元, 净亏损 7681.5 万美元。

合作产品疗法先进, 市场空间巨大竞争格局优良

成品干细胞 MPC-150-IM 为公司在研项目中优先开发品种, 治疗末晚期充血性心力衰竭的 II 期临床已完成, 2017 年 12 月被 FDA 授予“再生医学先进疗法”, 纳入优先审批资格, 上市申请准备正加紧进行。同时, 正在美国进行的治疗中晚期充血性心力衰竭 III 期临床已在 2017 年 4 月完成中期分析, 适应症范围将会进一步拓展。心衰终末期往往需要左心室辅助装置和心脏移植。MPC-150-IM 干细胞治疗可促进心肌修复和血管再生, 为患者赢得更多的生机进行系统治疗。目前国内外尚未有治疗心衰的干细胞产品投放市场, 其市场空间巨大。

成品干细胞 MPC-25-IC, 目前临床上正在探索急性 ST 段抬高心肌梗死, 并正在欧洲进行与 PCI 同步联用的 IIb 期临床试验。再灌注治疗是目前急性 ST 段抬高心肌梗死重要的治疗手段, 国内外尚未有治疗急性心梗的干细胞产品投放市场, 该产品上市后亦有望和 PCI 同步联用以减少急性心肌梗死后综合征, 如心力衰竭和心律失常等。我们估计公司后续将积极推进这两款干细胞产品在国内的注册。

品种引进夯实心脑血管优势, 看好公司创新转型, 维持“买入”评级

公司此次与 Mesoblast 合作, 从技术层面, 推动公司研发体系对接国际领先标准; 从产品层面, 拓宽了公司心脑血管治疗药物产品管线, 在已上市的复方丹参滴丸、普佑克等大品种产品集群的基础上, 利用干细胞技术对心衰、心梗等心脑血管疾病治疗领域进行创新性延伸, 填补了干细胞产品治疗心脑血管疾病的空白, 有望通过产品的协同效应进一步夯实公司心脑血管治疗平台。

公司坚持高研发投入转型创新, 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; 同时公司还积极通过 license-in 方式外部引进品种, 不断丰富研发产品储备, 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 25、22、19 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: 监管审批风险; Mesoblast 作为研发型企业可能存在继续亏损的风险; 干细胞研发受技术、审批、政策等多方面因素影响的风险

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	26.59 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)	40,221.80
流通 A 股市值(百万元)	40,221.80
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:天士力生物增资扩股, 生物创新药研发布局有望加速推进》2018-07-11
- 《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

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)	34.19	29.22	25.26	21.74	18.53
市净率(P/B)	5.05	4.65	3.99	3.59	3.20
市销率(P/S)	2.88	2.50	2.19	1.92	1.69
EV/EBITDA	23.23	19.27	19.45	17.11	14.92

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	34.19	29.22	25.26	21.74	18.53
市净率	5.05	4.65	3.99	3.59	3.20
EV/EBITDA	23.23	19.27	19.45	17.11	14.92
EV/EBIT	27.46	22.58	21.52	18.93	16.46

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