



2018-08-20

公司点评报告

买入/维持

天士力 (600535)

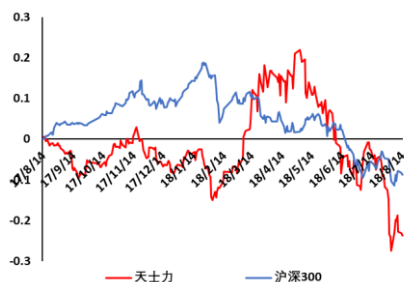
目标价: 31.99

昨收盘: 20.78

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

天士力 (600535) 中报点评: 主业稳中向好, 生物药平台价值显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1513/1513
总市值/流通(百万元)	31400/31400
12 个月最高/最低(元)	25.59/19.75

相关研究报告:

天士力 (600535) 点评报告: 生物药平台价值凸显, 引领天士力价值回归-180615

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

事件: 公司发布 2018 年中报, 实现营业收入 847594.63 万元, 同比增长 16.68%, 归母净利润 92500.12 万元, 同比增长 22.32%, 扣非后归母净利润 83264.59 万元, 同比增长 12.29%。

整体业绩稳定, 现金流大幅改善

由于上半年公司处置辽宁药业、陕西物流公司及 CBC Investment Seven Limited 股权, 获得投资收益 8165 万元, 使得公司扣非增速低于净利润增速, 但扣非净利润增速与 2017H1 相比仍提高 1.88 个百分点; 其中 2018Q2 净利润、扣非净利润同比增速分别为 26.34% 和 10.62%, 与去年同期相比分别提高 18.9 和 2.86 个百分点, 主业稳中向好态势明显。费用方面, 销售费用 109274.94 万元 (+31.77%), 销售费用率为 12.89%, 与去年同期相比提高 1.47 个百分点, 主要由于广告费用增加及加强市场网络建设及学术推广, 市场费用增加。管理费用 48571.78 万元 (+22.18%), 管理费用率为 5.73%, 与去年同期相比提高 0.26 个百分点, 主要由于公司费用化研发投入增加。财务费用 23257.42 万元 (+76.23%), 财务费用率为 2.74%, 与去年同期相比提高 0.92 个百分点, 主要是由于长短期借款结构调整、新增固定资产长期借款和贷款利率提高导致利息支出增加。经营性现金流 63516.72 万元 (+154.09%), 大幅改善, 主要是由于票据到期托收及票据贴现规模高于去年同期。公司整体应收账款 842208.32 万元 (+37.34%), 子公司天士营销披露医药商业应收账款 530936.32 万元 (+43.92%), 公司应收账款增量主要由医药商业贡献, 母公司报表应收账款 251681.19 万元 (-15.62%), 显示出公司医药工业应收账款控制良好, 盈利质量优良。

中成药增速提升, 普佑克快速放量, 全年生物药有望扭亏

公司医药工业实现营业收入 328782.58 万元 (+13.84%), 增速与去年同期相比提高 3.12 个百分点。其中中成药收入 245185.27 万元 (+11.28%), 增速与去年同期相比提高 9.67 个百分点。公司加强渠道下沉, 进一步推动基层医疗市场开发和加大覆盖力度, 预计核心品种复方丹参滴丸增速在 12% 左右; 养血清脑系列增速在 10% 左右; 藿香正气滴丸、穿心莲内酯滴丸为代表的感冒发烧用中成药保持 10% 以上增长; 中药注射液中, 醒脑静预计下滑 20% 左右 (子公司河南天地药业收入同比下滑 20.58%), 但利润贡献度较低 (河南天地药业 18H1

归母净利润仅约 77.81 万元), 对公司整体利润影响很小; 益气复脉预计保持稳定; 丹参多酚酸增补进入多地地方医保, 17 年以来也新在北京、四川等 6 省市中标, 预计保持 20% 左右增长, 中药注射液整体保持稳定。化学制剂收入 69306.61 万元 (+10.83%), 增速与 2018Q1 相比下降 13.49 个百分点, 但上半年化药板块核心公司江苏帝益收入、净利润增速分别为 20.23% 和 24.42%, 预计核心品种替莫唑胺、右佐匹克隆上半年增速仍在 20% 以上, 化学制剂板块实际业绩良好。生物药板块中, 普佑克快速放量, 上半年收入 11781.9 万元 (+215.91%), 其中 2018Q2 收入 6746.73 万元 (同比+70.89%, 环比+33.99%), 销售额逐季提升。目前普佑克已经覆盖 1300 家医院, 随着招标、医保逐步落地和覆盖医院数量增加, 我们认为普佑克将延续销售额逐季提升的趋势, 全年有望实现 3 亿左右收入。公司上半年生物药毛利率为 66.69%, 与去年同期相比提高 22.89 个百分点, 随着销售收入不断提升, 规模效应将带动毛利率继续提升, 天士力生物 2018 年 1-6 月亏损 411 万元, 仅为其 2017 年全年 6% 左右, 我们认为天士力生物盈利能力将不断增强。

医药商业持续增长

上半年公司医药商业业务实现营业收入 514875.23 万元 (+18.85%), 主要是纯销规模扩大; “两票制”实施后, 市占率提升。毛利率 10.01%, 同比增加 2.59 个百分点, 主要是由于纯销规模占比提升。慢病管理业务实现营业收入 19946.57 万元 (+40.40%), 公司已经开始该项业务津外扩张步伐, 完成甘肃、本溪共建智慧慢病医疗保障服务平台战略合作签约, 并启动广西、沈阳、广东、嘉兴、绍兴等 10 余个省市慢病服务异地拓展对接工作, 依托公司成熟的商业配送网络, 该项业务可复制性强, 预计仍将保持快速增长。在挂牌新三板后, 天士营销也通过发行应收账款资产支持票据、定向增发的手段提高资金使用效率, 优化资产结构, 降低财务风险。《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》显示, 天士营销收入规模排名为第 21 位, 受益于行业集中度提升, 我们认为公司医药商业业务收入仍将稳健增长。

持续加大研发投入力度, 研发管线持续丰富, 价值逐步凸显

上半年公司研发投入 3.26 亿元, 与去年同期相比增长 46.60%; 研发投入占医药工业收入比重为 9.92%, 与去年同期相比增长 2.22%。共计获得临床批件 10 项, 其中中药 6 项, 化学药 4 项。公司在研产品共 77 项, 新增产品引进 4 项, 目前自主研发管线产品 37 项、产品引进 34 项、合作研发管线产品 2 项、投资市场优先许可权 4 项。

自主研发方面, 现代中药: 复方丹参滴丸 FDA 防治急性高原综合症 (AMS) 进入 II 期临床阶段, FDA 心绞痛 III 期验证试验正在积极与 FDA 及合作机构完善最终临床方案, 苏苏小儿止咳颗粒等 5 个中药在

研产品获得临床批件; **生物药:** 普佑克急性缺血性脑卒中进入临床 III 期试验并已经开始病人入组, 急性肺栓塞 II 期临床阶段进展顺利; 安美木单抗即将进入临床 II 期试验; **化学药:** 1 类新药 PARP 抑制剂 TSL-1502、乳剂稀释用紫杉醇注射液均获批临床, 多个品种开展一致性评价相关研究/申报。 **引进产品进展:** 上半年引进 GPR40 选择性激动剂、钙感应受体的变构调节剂 AJT240、干细胞产品 MPC-150-I 和 MPC-25-IC。PXT3003 获批国内 III 期临床。 **其他产品方面,** T101 进入 I 期临床; T601 已申报 IND; 健亚生物第三代胰岛素产品正在准备欧盟申报材料。公司近年来持续加大研发投入, 考虑投资型研发投入后, 2017 年公司研发投入总额达到 11.93 亿元, 占医药工业收入比例为 17.51%, 位列医药行业第一, 公司研发投入和潜力未被市场充分认知。天士力生物管线布局全面且是开放式平台, 储备十余个“心脑血管+肿瘤代谢+肿瘤免疫”产品。目前已经完成增资, 公司持有 92.37% 股权, 对应估值 116 亿元, 公司正在积极推进 H 股挂牌上市进程, 生物药板块价值将逐步凸显。

盈利预测和投资评级

我们预计公司 18/19/20 年分别实现归母净利润 15.90 亿元、18.01 亿元和 20.82 亿元, 同比增长 19.18%/13.30%/15.57%, 18/19/20 年 PE 为 20X/17X/15X。目前公司市值为 314 亿, 扣除天士力生物 116 亿元后, 实际估值为 198 亿元, 公司 18 年传统业务 (中药+化药+商业) 归母净利润约 16 亿元, 对应 18 年 PE 仅为 12 倍, 显著低估。公司同时宣布以不低于 10000 万元, 不超过 20000 万元进行回购, 也显示出公司对于自身价值的高度认可和对未来发展的信心。我们保守给予传统业务 23 倍市盈率 (即申万中药行业平均市盈率), 对应估值约为 368 亿元, 加上天士力生物估值后, 18 年公司合理市值为 484 亿元, 向上空间 54%, 维持“买入”评级。

风险提示: 普佑克未能如期放量; 新适应症获批进程缓慢; 医保控费超预期导致传统业务增速下降。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	16094	18730	21460	24082
(+/-%)	15.41%	16.38%	14.57%	12.22%
净利润 (百万元)	1377	1624	1837	2113
(+/-%)	17.01%	17.94%	13.06%	15.08%
摊薄每股收益 (元)	0.88	1.07	1.21	1.40
市盈率 (PE)	23.56	19.35	17.12	14.87

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	611	690	937	1073	1204	营业收入	13946	16094	18730	21460	24082
应收和预付款项	7450	10674	8200	13414	10826	营业成本	8854	10254	11773	13301	14654
存货	2012	2231	2632	2863	3192	营业税金及附加	151	189	220	252	283
其他流动资产	383	645	645	645	645	销售费用	2362	2535	3129	3636	4210
流动资产合计	10457	14240	12414	17795	15867	管理费用	869	1013	1235	1477	1772
长期股权投资	551	845	825	800	770	财务费用	228	318	476	543	575
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	78	45	45	45
固定资产	3492	3450	3525	3089	2746	投资收益	-10	-33	73	-5	-10
在建工程	416	511	100	200	100	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	1078	1184	1307	1431	1553	营业利润	1466	1744	1936	2203	2533
长期待摊费用	189	179	90	0	0	其他非经营损益	30	-8	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	利润总额	1496	1736	1936	2203	2533
资产总计	16314	20619	18470	23723	21346	所得税	277	334	279	331	381
短期借款	2388	6948	1219	5607	467	净利润	1219	1403	1656	1871	2151
应付和预收款项	3178	3399	4754	4320	5571	少数股东损益	43	26	32	35	38
长期借款	400	892	2092	2192	2292	归母股东净利润	1176	1377	1624	1836	2113
其他负债	2119	406	406	406	406						
负债合计	8085	11644	8469	12524	8734						
股本	1080	1080	1080	1080	1080	预测指标					
资本公积	1544	1476	1476	1476	1476	毛利率	36.51%	36.29%	37.15%	38.02%	39.15%
留存收益	5339	6098	7092	8255	9630	销售净利率	8.74%	8.45%	8.84%	8.72%	8.93%
归母公司股东权益	7964	8655	9649	10812	12187	销售收入增长率	5.47%	15.41%	16.38%	14.57%	12.22%
少数股东权益	243	320	352	387	425	EBIT 增长率	-16.0%	14.94%	9.90%	13.18%	13.16%
股东权益合计	8207	8974	10001	11199	12612	净利润增长率	-19.9%	11.53%	21.80%	12.99%	14.95%
负债和股东权益	16292	20619	18470	23723	21346	ROE	14.77%	15.42%	16.80%	16.97%	17.41%
						ROA	10.54%	9.58%	11.76%	10.36%	13.03%
						ROIC	12.06%	15.00%	11.18%	15.94%	12.57%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.78	0.88	1.07	1.21	1.40
经营性现金流	1159	-813	5799	-3193	6893	PE (X)	26.72	23.56	19.35	17.12	14.87
投资性现金流	-654	-1339	-157	-230	-230	PB (X)	3.95	3.63	3.25	2.91	2.59
融资性现金流	-232	2384	-5396	3560	-6028	PS (X)	2.25	1.95	1.68	1.46	1.31
现金增加额	273	229	247	136	131	EV/EBITDA (X)	12.28	12.92	9.66	10.26	7.95

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com

广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。