



2018年08月20日

增持(首次评级)

当前价: 21.50元

医药行业研究组

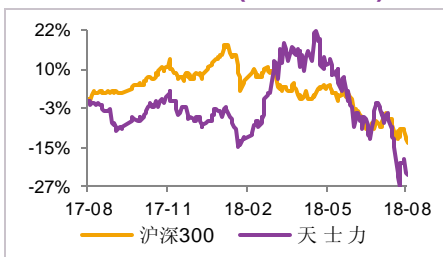
分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	160.94	186.74	213.47	243.16
(+/-)	15.53%	16.03%	14.31%	13.91%
归母净利润	13.77	16.45	18.38	22.07
(+/-)	17.09%	19.44%	11.73%	20.10%
EPS(元)	0.91	1.09	1.21	1.46
P/E	23.6	19.8	17.7	14.7

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

天士力(600535.SH)

【联讯医药公司点评】天士力(600535): 中报业绩增长平稳, 创新生物药普佑克受益新进医保快速放量

投资要点

◇ 事件

期内上半年公司实现营业收入 84.75 亿元 (+16.7%); 归属上市公司股东的净利润为 9.25 亿元 (+22.3%), 扣非净利润为 8.33 亿元 (+12.4%), 业绩符合预期; 2018Q2 单季度实现收入 45.2 亿 (+15.5%), 归母净利润 5.5 亿 (+26.3%), 扣非后归母净利润 4.7 亿 (+10.1%); 同时公告公告拟回购公司股份 1-2 亿元, 价格不超过 36.31 元/股。

点评:

◇ 业绩增长平稳, 普佑克受益药价谈判, 销售快速放量

公司 18H1 营收总额 84.75 亿元(+16.7%), 归母净利润 9.25 亿元(+22.3%), 业绩增长平稳。分业务看, 医药工业实现收入 32.9 亿 (+13.84%), 毛利率为 74.54%; 其中现代中药 24.5 亿元 (+11.28%), 主要是复方丹参滴丸贡献, 我们预期该单品增速约 10%; 化药 7.2 亿元 (10.93%); 生物药普佑克 1.2 亿元 (+215.9%), 受益国家药价谈判纳入国家医保目录, 普佑克销售快速放量, 半年即已经超过去年全年销售收入, 我们预计全年 2-2.5 亿元左右, 当前产能约 64 万支/年, 上海天士力完成 300L 反应器生产线建设后, 最大产能达到 200 万支/年, 未来产能完全能支持 2-3 年销售放量; 医药商业营收 51.5 亿元, 同比增长 18.85%, 明显快于医药商业行业整体增速, 其中慢病管理业务实现营收约 2 亿元, 同比增长 40.4%。

◇ 上海天士力生物创新药平台+海外创新药 license in, 天士力老树发新芽

公司持续研发高投入, 上半年自主研发投入 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%, (去年全年为 9.04%)。上海天士力为公司生物药研发平台, 公司计划分拆港股上市, 年中 pre-IPO 成功引入 4 家境外机构和 1 家国际制药企业, 增资 1.3 亿美元获得总股本的 6.99%, 对应投后估值 18.95 亿美元 (约 130 亿元人民币), 上海天士力成功融资和分拆上市, 有助于提升公司整体估值; 海外创新药 license in 方面, 先后引进了美国礼来公司治疗 II 型糖尿病治疗药品 GPR40 选择性激动剂 (已完成 I 期临床)、日本 EA 制药治疗药品钙感应受体的变构调节剂 AJT240 (已完成全球多中心临床 I/II(a)期临床试验)、Mesoblast 公司两款治疗心脏疾病的干细胞产品 MPC-150-IM (FDA 临床 III 期) 和 MPC-25-IC (FDA 临床 II 期) 等。用创新打开公司业绩增长天花板, 天士力老树发新芽。

◇ 盈利预测与投资评级

我们预测 2018-2020 年, 公司营业收入为 186.7/213.5/243.2 亿元, 归母净利润分别为 16.4/18.4/22.1 亿元, 对应每股 EPS 为 1.09/1.21/1.46 元, 今



日收盘价对应市盈率分别为 19.8/17.7/14.7 倍。

我们预测 2018-2020 年归母净利润年复合增速约 17%，现价对应 PE (2018E) 约 19.8 倍，PEG 约 1.16，估值合理偏低，首次给予“增持”评级。

◇ 风险提示

1、药品降价超预期；2、市场开拓及销售不及预期；3、新药研发进度不及预期。



图表1： 天士力 5 年 PE-Band 历史波动区间



资料来源：Wind，联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表					现金流量表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	150.50	178.06	198.35	223.45	经营活动现金流净额	-8.23	13.38	12.42	13.92
货币资金	14.99	15.07	23.49	30.86	净利润	14.03	16.76	18.73	22.50
应收账款和票据	100.68	115.78	132.35	150.76	折旧与摊销	3.43	2.93	2.86	2.79
其他应收款	2.35	5.00	2.30	1.20	财务费用	2.99	4.60	5.00	5.00
存货	22.31	26.14	29.89	34.04	资产减值损失	0.78	0.60	0.60	0.60
预付账款	3.71	4.30	4.91	5.59	经营营运资本变动	-32.67	-11.73	-15.10	-17.11
其他流动资产	6.46	11.77	5.41	1.00	其他	0.22	0.21	0.32	0.15
非流动资产	64.83	66.35	64.09	64.09	投资活动现金流净额	-13.39	1.20	1.76	-0.48
在建工程	5.11	5.21	5.21	5.21	资本支出	-5.11	-2.10	-2.00	-2.00
固定资产	34.50	33.67	32.81	32.02	投资支出	-7.72	3.00	3.34	1.00
无形资产和商誉	6.33	6.04	5.75	5.46	其他	-0.56	0.30	0.42	0.52
其他非流动资产	18.89	21.43	20.32	21.40	筹资活动现金流净额	23.84	-14.50	-5.76	-6.06
资产总计	215.33	244.41	262.43	287.54	取得借款	33.60	-8.08	-0.33	0.00
流动负债	113.40	101.77	106.02	113.47	分配股利	-9.34	-6.42	-5.43	-6.06
短期借款	69.49	49.88	50.00	50.00	发行债券	0.00	19.25	0	0
应付账款和票据	28.28	35.49	40.70	46.15	现金流量净额	2.22	0.08	8.42	7.38
其他流动负债	15.63	16.40	15.32	17.32					
非流动负债	12.17	42.54	43.00	44.23	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	8.92	20.45	20.00	20.00	成长能力				
其他非流动负债	3.25	22.09	23.00	24.23	营业收入	15.41%	16.06%	14.31%	13.91%
负债合计	125.57	144.31	149.02	157.70	营业利润	18.71%	17.82%	11.74%	20.11%
归属母公司股东权益	86.56	96.59	109.53	125.54	归属母公司净利润	17.09%	19.44%	11.73%	20.10%
少数股东权益	3.20	3.52	3.87	4.30	获利能力				
股东权益合计	89.76	100.10	113.41	129.84	毛利率	36.31%	36.66%	36.44%	36.74%
					净利率	8.72%	8.98%	8.77%	9.25%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	15.91%	17.03%	16.78%	17.58%
营业收入	160.94	186.74	213.47	243.16	ROIC	11.65%	13.72%	14.00%	14.75%
营业成本	102.50	118.29	135.68	153.83	偿债能力				
营业税金及附加	1.89	2.04	2.33	2.65	资产负债率	58.32%	59.04%	56.79%	54.84%
营业费用	25.35	29.69	33.94	38.66	净负债比率	139.90%	144.16%	131.40%	121.46%
管理费用	10.13	11.76	13.45	15.32	流动比率	1.33	1.75	1.87	1.97
财务费用	3.18	4.60	5.00	5.00	速动比率	1.13	1.49	1.59	1.67
资产减值损失	0.78	0.60	0.60	0.60	营运能力				
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.83	0.81	0.84	0.88
投资净收益	-0.33	0.80	0.50	0.50	应收账款周转率	1.88	1.73	1.72	1.72
营业利润	17.45	20.56	22.97	27.59	应付账款周转率	4.83	4.88	4.84	4.81
营业外收入	0.01	0.10	0.10	0.10	每股指标(元)				
营业外支出	0.09	0.09	0.09	0.09	每股收益	0.91	1.09	1.21	1.46
利润总额	17.37	20.57	22.98	27.60	每股净资产	5.72	6.38	7.24	8.30
所得税	3.34	3.81	4.25	5.11	每股经营现金	-0.54	0.88	0.82	0.92
净利润	14.03	16.76	18.73	22.50	估值比率				
少数股东损益	0.26	0.32	0.36	0.43	P/E	23.6	19.8	17.7	14.7
归属母公司净利润	13.77	16.45	18.38	22.07	P/B	3.8	3.4	3.0	2.6
EBITDA	23.79	28.10	30.85	35.39	EV/EBITDA	16.97	14.08	12.82	11.17
EPS（元）	0.91	1.09	1.21	1.46					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李志新：中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com