

2018年08月22日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元) 26

天士力(600535.SH)

Buy 买入

2018H1 扣非净利同比增长 12%，较为稳健

结论与建议：

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2018/8/21)	22.20		
上证指数(2018/8/21)	2733.83		
股价 12 个月高/低	33.88/19.71		
总发行股数(百万)	1512.67		
A 股数(百万)	1512.67		
A 市值(亿元)	335.81		
主要股东	天士力控股集团 有限公司 (45.18%)		
每股净值(元)	6.06		
股价/账面净值	3.66		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-14.4	-25.6	-18.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

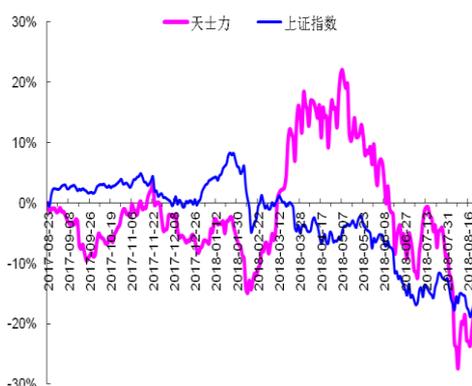
产品组合

医药商业	51.7%
医药工业	48.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.1%
一般法人	57.6%

股价相对大盘走势



■ **公司业绩：**公司 2018H1 实现营收 84.8 亿元，YOY+16.7%，录得净利润 9.3 亿元，YOY+22.3%，折合 EPS 为 0.61 元，公司业绩快速增长主要是处置辽宁药业、陕西物流公司等获得投资收益 0.87 亿元，扣非后公司实际录得净利润 8.3 亿元，YOY+12.4%，主业稳健增长。其中公司 Q2 单季度实现营收 45.2 亿元，YOY+15.5%，录得净利润 5.5 亿元，YOY+26.3% (扣非后净利 4.7 亿元，YOY+10.1%)。

■ **生物药放量，医药商业再提升：**(1) 2018H1 医药工业部分的现代中药板块在复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、芪参益气滴丸等大品种的推动下实现销售收入 24.5 亿元，YOY+11.3%，保持稳健增长；生物药板块随着重磅产品普佑克进医保目录后持续放量，实现销售收入 1.2 亿元，YOY+215.9%；化学药板块实现销售收入 7.2 亿元，YOY+10.9%，相对稳健。受益于产品销售结构的变化，公司医药工业部分毛利率同比增加 3.4 个百分点至 74.5%。(2) 受益于“两票制”实施后公司市占率提升，医药商业部分实现营收 51.5 亿元，YOY+18.9%，由于毛利偏高的纯销业务规模扩大，毛利率同比增加 2.6 个百分点至 10.1%。天士营销挂牌新三板，计划发行不超过 17 亿元的应收账款资产支持计划，将会优化资产结构，提升资金使用效率。我们预计公司医药商业部分将会继续保持稳健增长。

■ **配合产品推广，销售费用率增加：**公司 2018H1 销售费用率同比增加 1.5 个百分点至 12.9%，主要是配合普佑克推广，费用增加较多；公司管理费用率同比小幅下降 0.3 个百分点至 5.7%，财务费用率同比增加 0.9 个百分点至 2.7%。总体来看，期间费用率同比增加 2.7 个百分点至 21.4%。

■ **公布回购方案，彰显信心：**公司拟以集中竞价的方式回购股份，回购价不超过 36.31 元/股，回购金额不低于 1 亿元，不超过 2 亿元。公司拟回购金额虽然不大，但预计将会对股价产生较为正面影响。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2018/2019 年净利润预期分别为 16.3 亿元 (YOY+18.5%) / 20.0 亿元 (YOY+22.3%)，EPS 分别为 1.08 元/1.32 元，对应 PE 分别为 21 倍/17 倍。公司业绩稳健增长，目前估值合理，给予“买入”的投资建议。

■ **风险提示：**复方丹参滴丸 FDA 申报失败；销售低于预期；招标降价

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1479	1176	1377	1632	1995
同比增减	%	8.06	-20.43	17.01	18.54	22.26
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.38	1.09	1.27	1.08	1.32
同比增减	%	4.55	-21.01	16.51	-15.06	22.26
市盈率(P/E)	X	16.09	20.37	17.48	20.58	16.83
股利 (DPS)	RMB 元	0.42	0.56	0.40	0.13	0.16
股息率 (Yield)	%	1.89	2.52	1.80	0.58	0.71

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	13228	13945	16094	18705	21826
经营成本	8102	8854	10254	11771	13795
营业税金及附加	121	151	189	211	253
销售费用	1991	2362	2535	3163	3405
管理费用	959	869	1013	1130	1310
财务费用	261	228	318	427	480
资产减值损失	52	5	78	71	80
投资收益	6	-10	-33	87	5
营业利润	1747	1466	1745	2037	2508
营业外收入	60	39	1	8	5
营业外支出	12	9	9	6	5
利润总额	1795	1496	1736	2039	2508
所得税	272	277	334	378	477
少数股东损益	45	43	26	29	37
归母净利润	1479	1176	1377	1632	1995

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	1080	1330	1499	1724	1982
存货净额	4643	4876	6748	8097	9717
应收帐款净额	1764	2012	2231	2120	2014
流动资产合计	9897	11176	15049	18059	21671
长期投资净额	523	551	845	1099	1428
固定资产合计	2830	3492	3450	3795	4175
无形资产及其他资产合计	858	416	511	613	735
资产总计	5516	5951	6483	7455	8573
流动负债合计	15413	17126	21532	25514	30244
长期负债合计	6586	8159	11340	13608	16329
负债合计	1120	761	1217	1266	1317
少数股东权益	7706	8920	12557	14874	17646
股东权益合计	237	243	320	736	2428
负债和股东权益总计	7469	7964	8655	9904	10169

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动所得现金净额	340	1154	-823	-905	-995
投资活动所用现金净额	-911	-654	-1339	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	286	-232	2384	2000	2000
现金及现金等价物净增加额	-286	267	220	-305	-395

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。