



2018-10-30

公司点评报告

买入/维持

天士力 (600535)

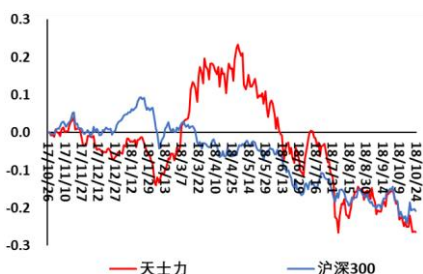
目标价: 28.40

昨收盘: 19.17

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

天士力 (600535) 三季度点评: 稳健增长, 显著低估

■ 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
 天士力 (600535) 中报点评: 生物药平台价值凸显, 引领天士力价值回归-180820
 天士力 (600535) 点评报告: 复方丹参滴丸实现 licence-out, 国际化进程加速-180907

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

证券分析师: 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 年三季度报, 实现营业收入 1302465.58 万元, 同比增长 16.69%, 归母净利润 136901.75 万元, 同比增长 20.24%, 扣非后归母净利润 124939.44 万元, 同比增长 12.12%。

业绩稳健增长, 现金流持续改善

公司前三季度收入、扣非净利润增速与中报基本持平, 显示公司整体经营状况延续了 18H1 的良好态势, 归母净利润增速下降 2.08 个百分点, 主要是由于 18Q3 确认非经常性损益金额减少。销售费用 173639.88 万元 (+28.29%), 增速与 18H1 相比下降 2.85 个百分点; 销售费用率为 13.33%, 与去年同期相比提高 1.05 个百分点, 主要由于广告、学术推广等费用增加。管理费用 37265.92 万元 (+17.46%), 管理费用率为 2.86%, 与去年同期基本持平。研发费用 39453.89 万元 (+19.28%), 前三季度研发支出占工业收入比例为 7.84%, 高于去年同期 0.38 个百分点。财务费用 37684.59 万元 (+70.74%), 财务费用率为 2.89%, 与去年同期相比提高 0.91 个百分点, 主要是由于长贷款规模增大且贷款利率提高导致利息支出增加。经营性现金流净额 115895.98 万元, 与去年同期相比由负转正, 主要由于应收票据到期托收及贴现高于去年同期。公司整体应收账款 865107.76 万元 (+30.54%), 其中母公司报表应收账款 273161.71 万元 (-6.66%), 占总资产比例为 19.75%, 与 18H1 相比小幅上升 0.98 个百分点, 与去年同期相比下降 1.84 个百分点, 显示出医药工业特别是中成药业务应收账款控制较好, 盈利质量优良。

中成药整体基本稳定, 普佑克持续放量, 生物药板块全年有望扭亏

分板块来看, 公司医药工业实现营业收入 503186.32 万元 (+13.55%), 增速与去年同期相比提高 0.84 个百分点, 与 18H1 相比下降 0.29 个百分点。医药商业业务实现营业收入 793663.76 万元 (+19.05%), 主要是由于纯销规模扩大、“两票制”实施后市占率提升以及山西康美徕并表。毛利率为 10%, 与 18H1 基本持平, 主要是由于纯销规模占比提升。

医药工业中, 中成药收入 374406.51 万元 (+9.27%), 与去年同期相比提高 2.84 个百分点, 与 18H1 相比下降 2.01 个百分点, 心脑血管用药增速为 13.53%, 预计核心品种复方丹参滴丸实现 10% 左右增长, 醒脑静注射液因医保报销受限继续下滑, 但由于收入和利润占比较小

对业绩影响不大。感冒发烧用药(穿心莲内酯滴和藿香正气滴丸)增长 12.79%, 与 18H1 相比提高 4.1 个百分点。二线品种中芪参益气滴丸进入新版基药目录, 借助公司在基层市场的营销优势有望快速放量, 预计公司中药小品种增速保持在 10-20% 之间, 全年中成药收入增速有望保持在 10% 左右。

化学制剂收入 107901.81 万元 (+17.31%), 增速与 18H1 相比提升 6.38 个百分点, 主要由于水林佳及蒂清销售增长。普佑克继续快速放量, 实现收入 17562.86 万元 (+218.27%), 其中 18Q3 收入 5780.96 万元 (+223.19%), 考虑到四季度是心血管疾病高发季节, 预计全年仍有望实现 3 亿左右收入。毛利率为 74.13%, 与去年同期相比提高 22.85 个百分点, 主要由于积极开拓市场, 普佑克进入地方新农合及国家医保目录, 产销量增加, 单位分摊成本降低所致, 规模效应将带动毛利率继续提升。随着普佑克逐步放量, 预计天士力生物今年有望实现盈亏平衡。随着新开发医院数量增加, 脑梗、肺栓塞适应症获批, 生物药有望成为新的利润增长点。

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 16.49 亿元、18.74 亿元和 21.40 亿元, 同比增长 19.79%/13.65%/14.18%, 扣非后增速 15% 左右, 18/19/20 年 PE 为 17.59X/15.47X/13.55X。目前公司市值 290 亿元, 扣除生物药后, 预计 2018 年“中药+化药+商业”贡献净利润约 16.5 亿元, 对应 PE 仅 17.5X, 仅相当于申万中药行业平均水平。目前天士力生物已经完成增资, H 股挂牌上市工作在推进之中。公司也已经与 Arbor 签订临床研发&销售许可协议, 显示出丹滴的临床价值得到国际认可, 同时将更加高效地推进在美国的临床研究和申报进程。

目前公司市值中未包含生物药板块估值&复方丹参滴丸 FDA 获批预期, 明显低估。公司计划以不低于 10000 万元, 不超过 20000 万元进行回购, 目前已完成回购 310 万股, 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。天士力生物若完成上市, 公司有望迎来价值重估。我们给予公司主业 19 倍市盈率, 对应估值 310 亿元, 天士力生物估值 120 亿元, 合理估值 430 亿, 向上空间 50%, 维持“买入”评级。

风险提示: 普佑克未能如预期放量; 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	18657	21305	23833
(+/-%)	15.41%	16.46%	14.19%	11.87%
净利润(百万元)	1377	1649	1874	2140
(+/-%)	17.01%	19.79%	13.65%	14.81%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.09	1.24	1.41
市盈率(PE)	21.07	17.59	15.47	13.55

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

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。