

天士力 (600535)

证券研究报告

2019年03月10日

深度布局心脑血管药物的创新药企，有望迎来估值修复

在心脑血管病领域持续深耕细作，不断夯实领先地位

作为现代中药的代表性企业，天士力在心脑血管用药领域持续深度布局。在现代中成药方面，公司拥有复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、养血清脑颗粒、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等品种，同时拥有国家重点1类生物新药及代表产品普佑克（注射用组人尿激酶原）。公司积极挖掘丹滴的潜质，推进丹滴在糖尿病视网膜病变、急性高原性反应等新适应症上的拓展。其中，在2018年年底，丹滴预防和缓解急性高原反应适应症获得军队特需药品批件，被纳入军队合理医疗用药范围，有助于复方丹参滴丸在军队的推广及应用。同时公司积极推动丹滴的国际化：FDA同意和批准了丹滴（T89）临床试验方案，公司将按要求在美国地区启动一项多中心、双盲、随机对照的临床试验，再次验证T89治疗慢性稳定性心绞痛的有效性和安全性，以满足新药申报的要求；同时作为复方创新中药，丹滴（T89）预防和缓解急性高原反应适应症也已取得FDA临床批件，目前在美国临床研究在顺利进行中。未来公司通过继续深挖丹滴价值，有望打开新的成长空间。

重磅产品普佑克也积极拓展适应症，根据2018年半年报：急性缺血性脑卒中适应症已进入III期临床试验，急性肺栓塞适应症II期临床进展顺利。

立足于已有现代中药，公司借助资本进一步拓展心脑血管前沿治疗产品和技术。公司投资Mesoblast公司并与其签署许可转让协议，引进其FDA临床阶段的干细胞产品（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），拓宽了公司心脑血管治疗药物产品线，填补了公司干细胞产品治疗心脑血管疾病领域的空白，致力为患者提供更完整、更有效的心脑血管治疗方案。

坚持“四位一体”研发模式发力创新，有望迎来估值重构

公司实施“四位一体”的研发模式，通过自主研发、产品引进、合作研发及投资市场许可优先权的多方式紧跟国际前沿技术、布局产品管线的广度和深度。其中公司投资了派格生物（获得长效GLP-1类似物的市场优先权），全资子公司投入5000万元支持健亚生物胰岛素类似物的产业化发展，获得健亚等相关产品在中国大陆地区的销售优先权。公司通过“四位一体”，布局心脑血管、糖尿病代谢、癌症等疾病领域；助力公司从现代中药企业，向生物制药、中药、化学综合性创新药企业转型。

公司在2018年半年报提出将控股子公司上海天士力药业打造成公司生物药板块的唯一经营平台，改制重组后的上海天士力（改制重组后更名为天士力生物医药股份有限公司）申请在香港联交所主板上市，同时作为天士力控股集团核心的产业投资平台，天士力资本已成为国内领先的产业投资资本，管理资金超过120亿元，投资项目包括天境生物、思路迪、派格生物等，未来天士力资本-上市公司的互动值得期待。我们认为随着国内多层次资本市场改革的持续推进，多元化融资渠道的不断完善，天士力生物医药及公司投资项目有望迎来估值修复（2018年7月天士力生物增资扩股后估值达到18.95亿美元），带动上市公司层面迎来估值修复。

看好公司的创新领域的持续布局及估值修复，维持买入评级

预计公司2018-2020年EPS分别为1.05、1.22及1.43元，对于PE分别为21、18、16倍。我们看好普佑克大发展及丹滴稳健增长，看好公司“四位一体”成果的不断落地，以及公司持续深入布局大生物制药创新平台的战略发展，维持买入评级。

风险提示：丹滴销售和适应症拓展低于预期，普佑克营销进展、适应症拓展进度低于预期；“四位一体”布局相关项目进展低于预期

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	22.30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)	33,732.46
流通A股市值(百万元)	33,732.46
每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	54.76
一年内最高/最低(元)	47.91/17.00

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天士力-公司点评:与Arbor就丹滴合作开发销售签署协议，有望高效推进国际化》2018-09-07
- 《天士力-半年报点评:业绩稳健增长，期待创新药成果持续落地》2018-08-19
- 《天士力-公司点评:投资Mesoblast引进干细胞品种，夯实心脑血管领域优势》2018-07-18



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)	28.67	24.51	21.18	18.24	15.54
市净率(P/B)	4.24	3.90	3.34	3.01	2.68
市销率(P/S)	2.42	2.10	1.83	1.61	1.42
EV/EBITDA	23.23	19.27	16.76	14.76	12.88

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	28.67	24.51	21.18	18.24	15.54
市净率	4.24	3.90	3.34	3.01	2.68
EV/EBITDA	23.23	19.27	16.76	14.76	12.88
EV/EBIT	27.46	22.58	18.55	16.33	14.21

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