



2019-04-23

公司点评报告

买入/维持

天士力 (600535)

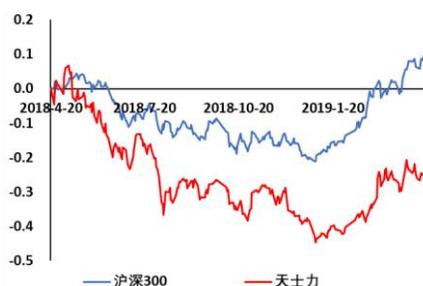
目标价: 30.21

昨收盘: 23.29

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

天士力 (600535): 资产减值损失影响 18 年扣非利润增长, 天士力生物赴港上市助推公司价值重估

■ 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)	33.21/17.21

相关研究报告:

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 年年报, 实现营业收入 179.90 亿元, 同比增长 11.78%; 归母净利润 15.45 亿元, 同比增长 12.25%; 扣非后归母净利润 13.44 亿元, 同比增长 2.13%。公司同时发布 2019 年 1 季报, 实现营业收入 45.71 亿元, 同步增长 15.66%; 归母净利润 4.48 亿元, 同比增长 20.64%; 扣非后归母净利润 3.96 亿元, 同比增长 10.28%。

18 年 Q4 工业收入下滑, 19 年 Q1 恢复正常

18 年全年医药工业收入 71.26 亿元 (+4.59%), 其中 18 年 Q4 医药工业收入 20.95 亿元 (-12.09%)。分品种来看, 中药收入 53.58 亿元 (-0.2%), 其中丹滴销量下降 6.10%, 养血清脑颗粒下降 6.04%, 二线品种增长良好, 其中穿心莲内酯滴丸销量增长 17.21%, 进入新版基药目录的芪参益气滴丸销量增长 10.35%, 丹参总酚酸增长 24.60%。中药业务 18 年 Q4 收入 16.14 亿元 (-16.91%), 是导致 18 年 Q4 医药工业收入下滑的主要因素, 主要是由于: 1) 公司主动进行了控货, 降低渠道库存, 为后续增长夯实基础; 2) 临近年底医保控费严格, 部分产品在医疗终端受限。化药收入 14.99 亿元 (+14.54%), 与前三季度增速接近, 主力品种替莫唑胺销量增长 15.10%, 化药板块核心子公司江苏帝益实现净利润 35027.80 亿元 (+29.5%), 化药板块保持高速增长。生物药收入 2.28 亿元 (+129.58%), 子公司天士力生物亏损约 3500 万元, 收入不及预期, 主要是天士力生物赴港上市需满足独立性要求, 销售人员有所调整。

19 年 Q1 医药工业收入 16.49 亿元 (+10.38%), 其中心脑血管用药收入 11.07 亿元 (+8.56%), 推测主要是由于渠道库存降低使丹滴等大品种出现恢复性增长, 复方丹参滴丸的糖尿病视网膜病变适应症在今年有望获批, 18 年也增加了预防和缓解急性高原反应适应症, 均有望提供一定增量, 预计全年复方丹参滴丸将继续保持稳健增长。抗肿瘤药收入 2.46 亿元 (+42.02%), 主要是由于替莫唑胺销售增长及抗肿瘤用药增值率税率下降, 替莫唑胺已经通过一致性评价后, 后续进口替代有望加速。生物药收入 6202 万元 (+23.17%), 随着销售人员调整的完成, 预计增速将逐季度提升, 全年有望实现盈利。

资产减值影响 18 年扣非利润增速, 经营性现金流大幅好转

18 年公司扣非后归母净利润 13.44 亿元 (+2.13%), 增速与前三季度相比下降 9.99pct, 主要是由于 18Q4 计提 CARDIODX, INC 长期股

股权投资减值 1.25 亿元导致扣非利润增速下滑, 剔除减值影响后公司扣非利润增速仍然在 10% 以上, 保持平稳增长。销售费用 27.90 亿元 (+10.08%), 主要由于纳入合并范围公司增加和市场支持费、职工薪酬增加; 销售费用率为 15.51%, 与去年同期相比下降 0.24 个百分点。管理费用 5.74 亿元 (+13.35%), 主要由于纳入合并范围公司增加和生物板块上市中介费增加, 管理费用率为 3.19%, 与去年同期基本持平。研发费用 5.89 亿元 (+16.37%), 研发投入合计 12.02 亿元, 占收入比例为 6.68%, 占医药工业收入比例为 16.87%, 在 A 股医药上市公司中名列前茅。财务费用 4.94 亿元 (+55.40%), 主要系公司债务融资规模增大且长短期债务结构调整利息支出增加所致, 财务费用率为 2.75%, 与去年同期相比提高 0.77 个百分点。经营性现金流净额 14.94 亿元, 与去年同期相比由负转正, 主要系票据到期托收及票据贴现高于去年同期。

研发项目稳步推进, 创新药管线持续丰富

18 年公司各个领域研发项目均稳步推进。现代中药方面, 复方丹参滴丸实现 licence-out, 与 Arbor 在研发和销售方面开展全面合作, 启动新的验证性临床 III 期试验, 防治急性高原综合症正在美国加州高原地区开展 II 期临床研究, 进展顺利。生物药方面, 普佑克缺血性脑卒中适应症 0-4.5 小时和 4.5-6 小时时间窗临床试验均进入 III 期, 急性肺栓塞 II 期临床阶段进展顺利。安美木单抗启动 Ib 期临床试验。治疗用乙型肝炎腺病毒注射液完成临床招募, I 期临床进展顺利; 重组溶瘤痘苗病毒注射液取得临床批件; 另有两项产品脂糖素 (FGF21 类似物注射液) 和靶向治疗高血脂症药品抗 PCSK9 全人源抗体注射液即将申报临床研究。化学药方面, 替莫唑胺通过一致性评价, 吉非替尼片等 3 个产品处于申报生产审评阶段; 1 类创新药新型 PARP 抑制剂、2.2 类化药紫杉醇注射液获批临床。多个品种的 BE 试验正在进行之中。引进品种方面, 与法国 Pharnext 公司合作的 PXT3003 完成了美国 FDA III 期试验, 数据结果正向并已进入 FDA 快速评审通道, 国内以优先评审身份获批开展用于支持中国注册的临床试验。此外还引进了多个临床后期的创新药物, 创新药管线持续丰富。

盈利预测和投资评级

我们预计公司 19/20/21 年分别实现归母净利润 17.65 亿元、20.35 亿元和 23.11 亿元, 同比增长 14.21%/15.32%/13.56%, 19/20/21 年 PE 为 19.96X/17.31X/15.24X。经证监会审查, 天士力生物符合境外上市相关规定, 19 年内有望在香港联交所挂牌上市, 释放公司生物药板块价值。公司也已经与 Arbor 签订临床研发 & 销售许可协议, 新的验证性临床 III 期试验也已经启动, 显示出丹滴的临床价值得到国际认可。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。天士力生物若完成上市, 公司有望迎来价值重估。目前公司

19 年 PE 仅相当于中药行业平均水平, 明显低估, 公司传统主业 (中药+化药+商业) 19 年净利润约 17.5 亿, 给予 20 倍市盈率, 对应估值 350 亿元, 天士力生物估值 120 亿元, 合理估值 470 亿, 向上空间 34%, 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:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17989	20511	23038	25625
(+/-%)	11.78%	14.55%	12.32%	11.23%
净利润(百万元)	1545	1765	2035	2311
(+/-%)	12.25%	14.21%	15.32%	13.56%
摊薄每股收益(元)	1.02	1.17	1.35	1.53
市盈率(PE)	22.80	19.96	17.31	15.24

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。