

天宇股份 (300702)

公司研究/点评报告

量价齐升加速业绩，环保+储备造长期优势

—2018 年年报暨 2019 年一季度报告点评

点评报告/医药

2019 年 04 月 24 日

一、事件概述：业绩披露，2018 年业绩增速 63%，2019 年 Q1 业绩增速 530%

4 月 23 日，公司发布 2018 年年度报告暨 2019 年一季度报告：1) 2019 年一季度，公司营收、归母净利润、扣非净利润分别为 4.98 亿元、1.28 亿元、1.09 亿元，同比增长 66.75%、529.73%、708.17%，EPS 为 0.70 元；2) 2018 年，公司营收、归母净利润、扣非净利润分别为 14.67 亿元、1.64 亿元、1.78 亿元，同比增长 23.45%、63.36%、86.98%，EPS 为 0.91 元。

二、点评：业绩逐季度增长，看好全年仍有提升空间，关注中长期成长性

➤ **量价齐升驱动业绩自 2018 年 Q2 逐季度增长，原料药占比逐步提升**

公司年报和一季报业绩超预期，核心因素是沙坦类原料药在上游涨价和杂质事件共同驱动之下涨价及新产能逐步投产的结合。自 2018 年 Q2 至 2019 年 Q1，公司归母净利润分别为 0.20 亿、0.38 亿、0.85 亿、1.28 亿，逐季度提升，量价齐升趋势显著。2018 年和 2019 年 Q1 的毛利率分别为 40.27%、48.58%，较上年同期增长 2.47pct、15.13pct，体现了涨价给公司盈利能力带来的正面影响。分大类来看，2018 年原料药收入 6.50 亿元，占营收比重达 44.28%，较上年同期增多 10.83pct，公司的业务结构持续优化，附加值较高的原料药逐步取代中间体成为公司的重点产品，我们估计 2018 年降血压类原料药和中间体的毛利率提升 (38.27%→45.69%) 亦受这一点驱动。预计随着沙坦类需求持续提升，2019 年上半年原料药的占比仍将继续提高。

分产品来看，2018 年降血压类收入 10.90 亿元，同比增长 34.15%，其增长是公司业绩的主要支撑。抗哮喘类收入 0.92 亿元，同比增长 38.79%，我们认为与孟鲁司特钠商业化供货后逐步放量有关。抗病毒类收入 1.81 亿元，保持 13.81% 的稳定增速。

➤ 短期：价、量、弹性三维加持，看好成长性

我们认为从价、量、弹性三面来看，公司短期内的生长性依然值得看好：1) 沙坦类原料药涨价仍在持续，再考虑到响水事件造成联化科技等公司停产，沙坦联苯系列的上游氯苯腈等供需改变，我们预计 2019 年上半年沙坦类价格将维持在高位。2) 从量的角度来看，在杂质事件后，国内外市场对高质量、高稳定性原料药的需求提升，优质产品的供应缺口仍然存在。公司自 2018 年产能持续扩大，在建工程从 2017 年的 0.71 亿元提升至 2019 年 Q1 的 2.62 亿元，公司氯沙坦钾和厄贝沙坦的新增产能已逐步落实。3) 公司已完成欧盟要求的整改，目前 EDQM 等相关部门仍在审核公司答复，CEP 证书有望近期恢复。考虑到公司已和多个欧盟客户洽谈订单，预计 CEP 证书的恢复有望给公司业绩带来可观弹性。

➤ 中长期：环保安评力度加大提升原料药产业龙头企业价值，关注产品储备给未来业绩持续成长的驱动作用

响水事件后，预计未来数年内环保安评整治力度将维持在较严格水平，数个化工产业较为庞大的省份可能展开化工园区整治。我们认为现有产能优势的企业受影响较小，而未来新建厂区很可能有更高的环保投资要求，仅大型原料药企业有能力承担支出。公司 2018 年环保费用 3600 万，体现了公司在环保方面的重视力度。预计随着行业供给侧改革的持续推进，公司有望受益市场集中度提升。

另一方面，原料药企业管线储备有望成为原料药企业业绩成长性的引擎，产品自验证批至商业批的过程中实现销量的大幅提升，带动业绩增长。公司储备品种丰富，恒格列净、赛洛多辛、达比加群酯及多个 DPP-4 抑制剂有望在 1-2 年内商业化，后续成长性值得关注。

推荐

维持评级

当前价格： 38.08 元

交易数据
2019-4-23

近 12 个月最高/最低(元)	44.81/13.93
总股本 (百万股)	182
流通股本 (百万股)	52
流通股比例 (%)	28.67
总市值 (亿元)	69
流通市值 (亿元)	20

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

相关研究

- 《天宇股份 (300702)：一季报超预期，短长期均有看点》 20190410
- 《天宇股份 (300702)：四季度业绩大幅增长，有望受益沙坦类量价齐升》 20190225

三、投资建议

从价、量、弹性等方面考虑，我们认为公司短期内业绩仍有望进一步提升，雄厚的环保投入和产品储备则成为长期领跑产业的主要因素。预计 2019~2021 年 EPS 为 2.37、2.94、3.25 元，按 2018 年 4 月 23 日收盘价对应 PE 为 16、13 和 12 倍。参考可比公司估值及弹性，维持推荐评级。

四、风险提示

CEP 证书恢复时间不确定；原料药出现未知杂质；上游原材料大幅涨价。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,467	2,022	2,478	3,006
增长率（%）	23.5%	37.9%	22.5%	21.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	164	431	535	592
增长率（%）	63.4%	163.2%	24.3%	10.6%
每股收益（元）	0.91	2.37	2.94	3.25
PE（现价）	41.8	16.1	12.9	11.7
PB	4.8	3.7	2.9	2.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,467	2,022	2,478	3,006
营业成本	876	1,052	1,347	1,765
营业税金及附加	13	18	22	27
销售费用	37	47	50	51
管理费用	238	290	335	367
EBIT	222	527	620	682
财务费用	6	25	22	19
资产减值损失	13	12	5	6
投资收益	5	15	25	25
营业利润	196	507	623	688
营业外收支	(6)	0	0	0
利润总额	189	507	623	688
所得税	26	76	92	101
净利润	164	431	531	588
归属于母公司净利润	164	431	531	588
EBITDA	307	615	722	801
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	346	561	829	1178
应收账款及票据	360	431	529	645
预付款项	33	42	61	85
存货	603	605	812	1088
其他流动资产	241	241	241	241
流动资产合计	1585	1871	2459	3218
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	668	728	848	998
无形资产	150	143	139	135
非流动资产合计	1045	1130	1208	1239
资产合计	2629	3000	3667	4457
短期借款	474	474	474	474
应付账款及票据	507	407	528	704
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1120	1088	1251	1480
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	62	62	62	62
非流动负债合计	62	62	62	62
负债合计	1183	1151	1313	1542
股本	182	182	182	182
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1446	1850	2354	2914
负债和股东权益合计	2629	3000	3667	4457

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	23.5%	37.9%	22.5%	21.3%
EBIT 增长率	35.4%	137.1%	17.8%	9.9%
净利润增长率	63.4%	163.2%	23.3%	10.7%
盈利能力				
毛利率	40.3%	48.0%	45.6%	41.3%
净利润率	11.2%	21.3%	21.4%	19.6%
总资产收益率 ROA	6.2%	14.4%	14.5%	13.2%
净资产收益率 ROE	11.3%	23.3%	22.6%	20.2%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.7	2.0	2.2
速动比率	0.9	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.3	0.5	0.7	0.8
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	64.8	61.0	59.0	58.0
存货周转天数	221.6	210.0	220.0	225.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	2.4	2.9	3.2
每股净资产	7.9	10.2	12.9	16.0
每股经营现金流	0.4	2.2	2.6	2.9
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	41.8	16.1	13.1	11.8
PB	4.8	3.7	2.9	2.4
EV/EBITDA	18.4	9.8	8.0	6.8
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
现金流量表 (百万元)				
净利润	164	431	531	588
折旧和摊销	98	101	106	126
营运资金变动	(207)	(143)	(161)	(188)
经营活动现金流	79	400	473	521
资本开支	180	174	180	150
投资	(6)	0	0	0
投资活动现金流	(91)	(157)	(150)	(118)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	136	0	0	0
筹资活动现金流	143	(28)	(55)	(55)
现金净流量	130	214	269	348

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建議客户应考慮本报告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，以及（若有必要）諮詢獨立投資顧問。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。