

天宇股份 (300702)

公司研究/点评报告

业绩高增长，量价逻辑有望持续

—天宇股份 2019 年半年度报告点评

点评报告/医药

2019 年 08 月 22 日

一、事件概述

2019 年 8 月 22 日，公司发布 2019 年半年度报告：上半年营收、归母净利润、扣非净利润分别为 9.78 亿、2.54 亿、2.40 亿元，同比增长 51.30%、526.37%、574.31%。

二、分析与判断

➤ 量价双重驱动上半年业绩，收益产品结构优化毛利率持续提升

在核心品种沙坦类涨价及公司自身产能再规划并提升效率的前提下，公司上半年业绩大幅提升。其中二季度营收、归母净利润、扣非净利润分别为 4.80 亿、1.26 亿、1.30 亿，同比增长 38.01%、522.99%、491.91%，规模基本与一季度相仿。2018、2019Q1、2019H1 的毛利率分别为 40.27%、48.58%、52.04%，呈明显上升趋势，一方面来自核心品种的提价，另一方面来自公司产品结构的持续优化：今年上半年附加值较高的原料药销售占比已达到 55.04%，较 2018 年提升 10.76pct。

➤ 预计下半年量价逻辑持续，对价格波动防御性较强

我们认为下半年沙坦类的量价行情有望持续：1) 公司 CEP 证书于 5 月恢复，新增的缬沙坦产能将迅速投产，下半年有望为欧洲客户大批量供货，估计下半年公司产品的销量有望继续提升。2) 江苏 3.21 安全事故后沙坦类原料药上游产品邻氯苯腈供需失衡导致沙坦类中间体提价，价格传导机制下预计沙坦类原料药价格仍将维持在高位。半年报中披露前三季度业绩预计，其中 Q3 净利润在 1.73 亿~1.96 亿，印证了我们的观点。另一方面，健康网的数据显示，公司的出口单价略低于市场报价，我们认为主因公司与较多客户维持长期合作关系，这使得未来公司对可能的市场价波动有较强的防御能力。

➤ 质控力度+储备品种打造长期竞争力

杂质事件后，监管部门对沙坦类原料药质量要求提升，近日 FDA 甚至表明将致癌杂质调查扩大至溶剂供应商。公司自去年加大包括溶剂在内的生产物料的质控，有望在管控日趋严格的环境中脱颖而出。另一方面，恒格列净、赛洛多辛及多款心血管药品原料药等储备品种有望在 1~2 年内商业化，有望为公司带来长期的成长持续性。

三、投资建议

我们认为在当前量价驱动下，公司短期业绩仍将保持快速增长。考虑到公司在三季度的业绩预计，我们上调公司业绩预期。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.93、3.02、3.33 元，按 2019 年 8 月 21 日收盘价对应 PE 为 11.8、11.5、10.4 倍。参考可比公司估值，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

原料药出现未知杂质；上游原材料大幅涨价；原料药大幅降价。

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	2,224	2,434	2,802
增长率 (%)	23.5%	51.6%	9.5%	15.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	164	534	551	605
增长率 (%)	63.4%	226.2%	3.1%	10.0%
每股收益 (元)	0.91	2.93	3.02	3.33
PE (现价)	38.2	11.8	11.5	10.4
PB	4.4	3.2	2.6	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

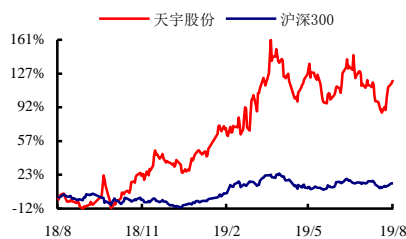
当前价格： 34.74 元

交易数据

2019-8-21

近 12 个月最高/最低(元)	41.47/13.93
总股本 (百万股)	182
流通股本 (百万股)	53
流通股比例 (%)	29.11
总市值 (亿元)	63
流通市值 (亿元)	18

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

相关研究

- 1.《天宇股份 (300702)：上半年业绩靓丽，预计短期销量持续提升》20190709
- 2.《天宇股份 (300702)：量价齐升加速业绩，环保+储备造长期优势》20190424

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	2,224	2,434	2,802
营业成本	876	1,080	1,285	1,541
营业税金及附加	13	20	22	25
销售费用	37	44	49	53
管理费用	238	309	319	342
研发费用	79	98	102	112
EBIT	222	673	657	729
财务费用	6	25	21	19
资产减值损失	13	15	(0)	11
投资收益	5	(3)	8	10
营业利润	196	629	645	709
营业外收支	(6)	2	0	0
利润总额	189	631	645	709
所得税	26	97	94	104
净利润	164	534	551	605
归属于母公司净利润	164	534	551	605
EBITDA	307	762	757	840
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	346	632	883	1454
应收账款及票据	360	600	706	841
预付款项	33	43	58	74
存货	603	657	913	1013
其他流动资产	241	241	241	241
流动资产合计	1585	2177	2804	3627
长期股权投资	0	(3)	5	15
固定资产	668	728	828	918
无形资产	150	143	139	135
非流动资产合计	1045	1131	1220	1211
资产合计	2629	3308	4024	4837
短期借款	474	474	474	474
应付账款及票据	507	648	810	1002
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1120	1292	1485	1720
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	39	39	39	39
非流动负债合计	62	62	62	62
负债合计	1183	1355	1548	1783
股本	182	182	182	182
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1446	1953	2476	3054
负债和股东权益合计	2629	3308	4024	4837

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%	51.6%	9.5%	15.1%
EBIT 增长率	35.4%	202.8%	-2.2%	10.9%
净利润增长率	63.4%	226.2%	3.1%	10.0%
盈利能力				
毛利率	40.3%	51.4%	47.2%	45.0%
净利润率	11.2%	24.0%	22.6%	21.6%
总资产收益率 ROA	6.2%	16.1%	13.7%	12.5%
净资产收益率 ROE	11.3%	27.3%	22.2%	19.8%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
速动比率	0.9	1.2	1.3	1.5
现金比率	0.3	0.5	0.6	0.8
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	63.9	61.0	59.0	58.0
存货周转天数	218.5	210.0	220.0	225.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	2.9	3.0	3.3
每股净资产	7.9	10.7	13.6	16.8
每股经营现金流	0.4	2.9	2.7	3.9
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	38.2	11.8	11.5	10.4
PB	4.4	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	16.8	7.2	6.9	5.6
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164	534	551	605
折旧和摊销	98	105	99	122
营运资金变动	(207)	(133)	(183)	(28)
经营活动现金流	79	535	487	717
资本开支	180	177	181	91
投资	(6)	0	0	0
投资活动现金流	(91)	(177)	(181)	(91)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	136	(17)	0	0
筹资活动现金流	143	(72)	(55)	(55)
现金净流量	130	286	251	571

分析师简介

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。

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
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	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		
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资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。