

天宇股份 (300702)

公司研究/点评报告

欧盟恢复性供货，业绩处于前次预告上限

—天宇股份 2019 年三季度跟踪点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 25 日

一、2019 年三季度发布，三季度单季持续高增长趋势

公司发布 2019 年三季度报，前三季度，营业收入、归母净利润、扣非后净利润同比增速分别为 57.7%、463.4%、346.6%，经营活动产生的现金流同比增长 11306.6%；2019Q3 单季度分析，营业收入、归母净利润、扣非后净利润同比分别增长 69.3%、396.3%、216.0%。

二、受欧盟恢复性供货影响，Q3 单季业绩处于前次业绩预告上限，略超预期

➤ 量价逻辑延续，欧盟 CEP 恢复对 Q3 贡献明显增量

2019Q3 单季分析，收入端同比增速 69.3%、环比增长 26.0%，同时随着产能利用率提升，前三季度单季毛利率环比持续改善（2019Q1-Q3 毛利率分别为 48.6%、55.6%、58.4%），在费用率保持基本稳定的情况下，2019Q3 单季净利率环比持续提升至 31.4%，Q3 单季度净利润同比、环比增速分别为 396.3%、50.9%，我们估计可能是受欧盟恢复性供货影响、高毛利率原料药占比提升的因素导致。

➤ 四季度价格稳定，2020 年量价逻辑有望持续，维持全年高增长判断

我们预计 2019Q4 量价逻辑持续，对价格波动防御性较强：我们认为沙坦类的量价行情有望持续：1) 公司 CEP 证书于 5 月恢复，新增的缬沙坦产能持续投产，欧洲客户恢复性供货，我们估计 2020 年公司产品的销量有望持续增长。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。

➤ 长期看，公司原料药、CMO、制剂业务有望持续拓展，护城河进一步挖潜

从原料药的角度看，公司恒格列净、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，此外，公司从原料药持续向 CMO 及制剂领域拓展，项目储备持续丰富，我们认为公司在全球产业转移的红利期，有望进一步挖潜护城河。

三、投资建议

基于 2019Q3 单季受缬沙坦欧盟恢复供货影响考虑，我们略微上调公司盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为：3.02、3.06、3.34 元（前次业绩预告：2.93、3.02、3.33 元），2019.10.24 股价对应 2019 年的市盈率为 14 倍（2020 年 14 倍 PE），参考可比公司估值及公司处于持续量价逻辑周期，我们维持“推荐”评级。

四、风险提示：

原料药质量控制风险；上游原材料价格波动风险；原料药竞争格局恶化的风险。

推荐

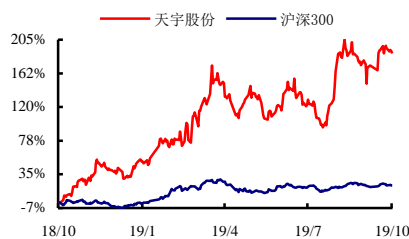
维持评级

当前价格：43.6 元

交易数据 2019-10-24

近 12 个月最高/最低(元)	46.2/15.19
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)	79
流通市值(亿元)	23

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)：业绩高增长，量价逻辑有望持续
2. 天宇股份 (300702)：上半年业绩靓丽，预计短期销量持续提升

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	550	556	609
增长率 (%)	63.4	236.1	1.1	9.4
每股收益 (元)	0.91	3.02	3.06	3.34
PE (现价)	47.9	14.4	14.3	13.0
PB	5.5	4.0	3.2	2.6

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	2,224	2,434	2,802
营业成本	876	1,080	1,284	1,541
营业税金及附加	13	18	19	22
销售费用	37	42	49	53
管理费用	238	307	316	342
研发费用	79	96	102	112
EBIT	222	682	664	732
财务费用	6	25	21	18
资产减值损失	13	15	(0)	11
投资收益	5	0	8	10
营业利润	196	641	651	713
营业外收支	(6)	3	0	0
利润总额	189	643	651	713
所得税	26	93	95	104
净利润	164	550	556	609
归属于母公司净利润	164	550	556	609
EBITDA	307	782	769	851
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	346	656	919	1500
应收账款及票据	360	600	706	841
预付款项	33	43	58	74
存货	603	657	912	1014
其他流动资产	241	241	241	241
流动资产合计	1585	2201	2839	3674
长期股权投资	0	0	8	18
固定资产	668	728	828	918
无形资产	150	143	139	135
非流动资产合计	1045	1123	1206	1188
资产合计	2629	3324	4045	4862
短期借款	474	474	474	474
应付账款及票据	507	648	809	1002
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1120	1292	1484	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	1547	1782
股本	182	182	182	182
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1446	1969	2498	3079
负债和股东权益合计	2629	3324	4045	4862

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	206.9	-2.7	10.3
净利润增长率	63.4	236.1	1.1	9.4
盈利能力				
毛利率	40.3	51.4	47.3	45.0
净利润率	11.2	24.7	22.8	21.7
总资产收益率 ROA	6.2	16.5	13.7	12.5
净资产收益率 ROE	11.3	27.9	22.3	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	0.9
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	3.0	3.1	3.3
每股净资产	7.9	10.8	13.7	16.9
每股经营现金流	0.4	3.1	2.7	4.0
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	47.9	14.4	14.3	13.0
PB	5.5	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	21.0	8.9	8.6	7.2
股息收益率	0.3	0.3	0.3	0.3

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164	550	556	609
折旧和摊销	98	116	105	130
营运资金变动	(207)	(133)	(182)	(30)
经营活动现金流	79	559	499	726
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	310	263	581

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。