

天宇股份 (300702)

公司研究/点评报告

关注产品结构优化、产能释放带来的业绩弹性

—公司定向增发预案事件点评

点评报告/医药

2020 年 06 月 23 日

一、事件概述

2020 年 6 月 22 日，公司发布《2020 年度向特定对象发行股票预案》，拟向特定对象发行股票募集不超过 9 亿元，用于投资年产 3550 吨原料药项目、年产 1000 吨沙坦主环等 19 个医药中间体产业化项目、年产 670 吨艾瑞昔布吡喃酮等 6 个医药中间体技改（具体品种梳理见附表）和补充流动资金。

二、分析与判断

➤ 产品端：产品结构进一步完善，关注 CMO\CDMO 业务弹性

从品种类型看，根据公司预案，浙江京圣药业技改项目中除了增加了沙坦主环、缬氨酸甲酯联苯酸盐、三苯甲基厄贝沙坦等沙坦类中间体的产能，还涉及阿帕替尼、吡咯替尼、吉非替尼等药物中间体，**有助于公司形成降血压类原料及中间体为基础，以抗病毒药物、降血糖药物、抗肿瘤药物等类型药物中间体为补充的产品结构。**我们认为，未来部分研发能力较强、产能宽裕的国内 API 公司可能成为国内 Me-too 类创新药 CMO 的重要选择；从此次投资的产品结构中，我们关注到三个替尼类原料药品种明显扩产，建议关注 2020-2022 年公司在 CMO/CDMO 领域的业务拓展及业绩弹性。

➤ 产能端：关注前向一体化和工艺优化带来的盈利能力提升

从中间体和原料药产能构成上看，此次投资项目涉及 60 吨坎地沙坦酯和 300 吨氯沙坦，同时也涉及 1000 吨沙坦主环、2500 吨 2-氟基-4'-溴甲基联苯等沙坦类中间体产能。根据公司公告，截至 2019 年末，公司原料药、中间体的生产量已分别突破 1000 吨和 3000 吨；公司预计，此轮增发所投资的项目投产后，将为公司每年带来约 16 亿元收入、近 2 亿元利润。根据公司预案，所投资项目将在 2-3 年内陆续完工，**我们持续看好公司在前向一体化过程中产能释放、市场占有率提升、毛利率改善共同带来的成长潜力和盈利能力提升。**

此外，我们也注意到公司正通过技改降本增效，例如在沙坦类药物高级中间体中“通过优化这些中间体的生产工艺，较好地解决了传统工艺中存在的原子经济性差、使用有毒原料及催化剂等问题，能够降低能源消耗及污染物排放”，在甲磺酸达比加群酯中“在溶剂的选择替换等环节有重要创新，具有低成本、高质量、三废少、易产业化等特点”。我们认为，工艺升级、质量管理等能力有助于公司在行业中构筑核心竞争优势，关注技改对盈利的正面贡献。

三、投资建议

我们持续看好公司在中间体规模优势的基础上，由原料药产能释放驱动的业绩成长性和持续性，中期提示关注公司 CMO 业务在 2020 年的加速放量及制剂业务拓展所提升的业绩天花板。预计 2020-2022 年 EPS 分别为：4.03、5.08、6.24 元，2020 年 6 月 22 日股价对应 2020 年的市盈率为 26 倍(2021 年 21 倍 PE)，考虑公司未来 3 年有望保持 25% 左右的业绩复合增速，我们维持“推荐”评级。

四、风险提示：

摊薄即期回报风险；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

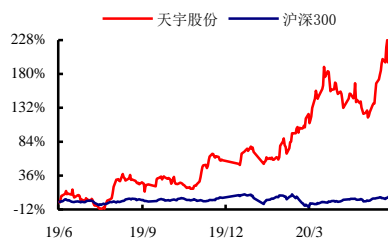
当前价格： 104.5 元

交易数据

2020-6-22

| | |
|-----------------|--------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 109.41/29.45 |
| 总股本(百万股) | 182 |
| 流通股本(百万股) | 55 |
| 流通股比例(%) | 30.13 |
| 总市值(亿元) | 190 |
| 流通市值(亿元) | 57 |

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):符合预期,持续验证“前向一体化”逻辑
2. 天宇股份(300702)业绩预告点评:略超预期,产品丰富性奠定业绩稳定性

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,111 | 2,450 | 2,948 | 3,511 |
| 增长率 (%) | 43.9 | 16.1 | 20.3 | 19.1 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 586 | 733 | 926 | 1,137 |
| 增长率 (%) | 257.9 | 25.2 | 26.3 | 22.7 |
| 每股收益 (元) | 3.26 | 4.03 | 5.08 | 6.24 |
| PE (现价) | 32.1 | 25.9 | 20.6 | 16.7 |
| PB | 9.3 | 5.6 | 4.2 | 3.2 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

表1: 天宇股份 2020 年 6 月 22 日增发预案涉及品种梳理

| 产品名称 | 技术成果情况 | 新增产能 (吨/年) |
|---|----------------|------------|
| 昌邑天宇药业有限公司, 项目建设期 3 年, 项目投资总额为 60,120.00 万元 | | |
| 2-氨基-4'-溴甲基联苯 | 已完成工艺验证 | 2500 |
| 厄贝沙坦杂螺环 | 已完成工艺验证 | 400 |
| 坎地沙坦酯 | 已完成工艺验证和注册申报 | 60 |
| 甲磺酸达比加群酯 | 已完成工艺验证和注册申报 | 50 |
| 替卡格雷原 | 已完成工艺验证和注册申报 | 20 |
| 1-巯甲基环丙基乙酸 | 已完成工艺验证 | |
| N,N'-二环己基碳酸酐亚胺 (DCC) | 已完成工艺验证 | 500 |
| 浙江京圣药业有限公司, 项目建设期 2 年, 项目投资总额为 34,450.00 万元 | | |
| 噁拉戈利三氟侧链 | 已完成工艺开发和质量研究 | 40 |
| 雷特格韦甲酸甲酯 | 已完成工艺开发和质量研究 | 50 |
| 2-氟-3-甲氧基苯硼酸 | 已完成工艺开发和质量研究 | 40 |
| 氯沙坦 | 已完成工艺验证 | 300 |
| N,N'-己二烯-1,3-二氨基丙烷盐酸盐 | 已完成工艺开发和质量研究 | 500 |
| 拉米夫定甲酸孟酯 | 已完成工艺开发和质量研究 | 500 |
| 2-(5-溴吡啶-2-基)-2,2-二氟-1-吗啡啉乙酮 | 已完成工艺开发和质量研究 | 30 |
| 二唑羧酸钾 | 已完成工艺开发和质量研究 | 60 |
| 雷特格韦戊酸酯 | 已完成工艺开发和质量研究 | 12 |
| 乙酰基依帕列净 | 已完成工艺开发和质量研究 | 20 |
| 缬氨酸甲酯联苯盐酸盐 | 已完成工艺开发和质量研究 | 500 |
| 度鲁特韦甲醚 | 已完成工艺开发和质量研究 | 63 |
| 恩曲他滨羧酸孟酯 | 已完成工艺开发和质量研究 | 100 |
| 三苯甲基厄贝沙坦 | 已完成工艺验证 | 500 |
| 阿帕替尼碱 | 已完成工艺验证 | 20 |
| 吡咯替尼碱 | 已完成工艺开发和质量研究 | 10 |
| 吉非替尼主环 | 已完成工艺开发和质量研究 | 15 |
| 奥西替尼氟代物 | 已完成工艺开发和质量研究 | 10 |
| 沙坦主环 | 已完成工艺验证 | 1000 |
| 临海天宇药业有限公司, 项目建设期 2 年, 项目投资总额为 12,000.00 万元 | | |
| 艾瑞昔布吡喃酮 | 已完成工艺验证和注册申报 | 45 |
| 非布司他乙酯 | 已完成工艺验证, 注册申报中 | 45 |
| 依帕列净主环 | 已完成工艺开发和质量研究 | 50 |
| 达格列净主环 | 已完成工艺开发和质量研究 | 10 |
| 依度沙坦主环 | 已完成工艺验证 | 20 |

| | | |
|-------|--------------|-----|
| 缬沙坦甲酯 | 已完成工艺验证和注册申报 | 500 |
|-------|--------------|-----|

资料来源：Wind，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) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2,111 | 2,450 | 2,948 | 3,511 |
| 营业成本 | 926 | 1,059 | 1,262 | 1,488 |
| 营业税金及附加 | 21 | 24 | 29 | 34 |
| 销售费用 | 44 | 56 | 68 | 78 |
| 管理费用 | 316 | 355 | 413 | 492 |
| 研发费用 | 112 | 105 | 124 | 140 |
| EBIT | 692 | 851 | 1,052 | 1,279 |
| 财务费用 | 5 | (17) | (32) | (59) |
| 资产减值损失 | (15) | 15 | 5 | 8 |
| 投资收益 | (11) | (1) | (2) | (5) |
| 营业利润 | 688 | 863 | 1,090 | 1,336 |
| 营业外收支 | (4) | 3 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 684 | 858 | 1,085 | 1,331 |
| 所得税 | 98 | 124 | 158 | 194 |
| 净利润 | 586 | 733 | 926 | 1,137 |
| 归属于母公司净利润 | 586 | 733 | 926 | 1,137 |
| EBITDA | 796 | 980 | 1,204 | 1,456 |
| | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 142 | 1276 | 1545 | 2925 |
| 应收账款及票据 | 322 | 374 | 449 | 535 |
| 预付款项 | 54 | 62 | 74 | 87 |
| 存货 | 872 | 481 | 1062 | 798 |
| 其他流动资产 | 89 | 89 | 89 | 89 |
| 流动资产合计 | 1481 | 2285 | 3222 | 4439 |
| 长期股权投资 | 0 | (1) | (3) | (8) |
| 固定资产 | 940 | 1106 | 1325 | 1518 |
| 无形资产 | 166 | 166 | 172 | 175 |
| 非流动资产合计 | 1359 | 1506 | 1733 | 1904 |
| 资产合计 | 2840 | 3791 | 4954 | 6343 |
| 短期借款 | 42 | 182 | 232 | 282 |
| 应付账款及票据 | 562 | 635 | 795 | 967 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 737 | 954 | 1191 | 1443 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 非流动负债合计 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| 负债合计 | 803 | 1020 | 1257 | 1509 |
| 股本 | 182 | 182 | 182 | 182 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 2037 | 2771 | 3697 | 4834 |
| 负债和股东权益合计 | 2840 | 3791 | 4954 | 6343 |

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 43.9 | 16.1 | 20.3 | 19.1 |
| EBIT 增长率 | 211.4 | 23.0 | 23.7 | 21.5 |
| 净利润增长率 | 257.9 | 25.2 | 26.3 | 22.7 |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 56.1 | 56.8 | 57.2 | 57.6 |
| 净利润率 | 27.8 | 29.9 | 31.4 | 32.4 |
| 总资产收益率 ROA | 20.6 | 19.3 | 18.7 | 17.9 |
| 净资产收益率 ROE | 28.8 | 26.5 | 25.1 | 23.5 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.0 | 2.4 | 2.7 | 3.1 |
| 速动比率 | 0.8 | 1.9 | 1.8 | 2.5 |
| 现金比率 | 0.2 | 1.3 | 1.3 | 2.0 |
| 资产负债率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 54.1 | 54.1 | 54.1 | 54.1 |
| 存货周转天数 | 286.5 | 230.0 | 220.0 | 225.0 |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 3.3 | 4.0 | 5.1 | 6.2 |
| 每股净资产 | 11.2 | 15.2 | 20.3 | 26.5 |
| 每股经营现金流 | 2.3 | 7.1 | 3.4 | 9.3 |
| 每股股利 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 32.1 | 25.9 | 20.6 | 16.7 |
| PB | 9.3 | 5.6 | 4.2 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 20.9 | 13.4 | 10.8 | 8.1 |
| 股息收益率 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 586 | 733 | 926 | 1,137 |
| 折旧和摊销 | 119 | 144 | 157 | 185 |
| 营运资金变动 | (291) | 398 | (487) | 357 |
| 经营活动现金流 | 428 | 1,287 | 614 | 1,701 |
| 资本开支 | 353 | 282 | 386 | 358 |
| 投资 | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (160) | (282) | (386) | (358) |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | (432) | (5) | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (469) | 130 | 40 | 37 |
| 现金净流量 | (201) | 1,134 | 268 | 1,381 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，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。