

天宇股份(300702)/化学制药

业绩快速增长, 沙坦原料药发力逐步显现

评级: 买入(维持)

市场价格: 25.79

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

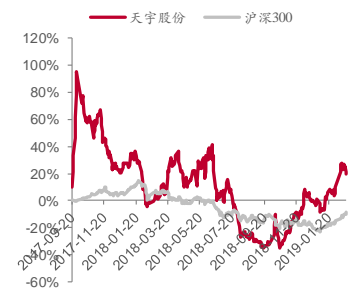
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝嘉琦

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	181
流通股本(百万股)	52
市价(元)	25.79
市值(百万元)	4693.60
流通市值(百万元)	1341.14

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1082.34	1188.28	1466.95	1871.02	2180.83
增长率 yoy%	28.84%	9.79%	23.45%	27.54%	16.56%
净利润	122.34	100.18	166.55	351.28	425.11
增长率 yoy%	142.95%	-18.11%	66.24%	110.92%	21.02%
每股收益(元)	0.68	0.56	0.93	1.96	2.37
每股现金流量	0.92	0.49	0.89	1.77	2.25
净资产收益率	20.14%	7.78%	11.58%	19.78%	19.63%
P/E	37.74	46.08	27.72	13.14	10.86
PEG	0.26	-2.54	0.42	0.12	0.52
P/B	7.60	3.59	3.21	2.60	2.13

备注: 截至日期 2019.02.24

投资要点

- 事件: 公司发布业绩快报, 2018 年实现营业总收入 14.67 亿元, 同比增长 23.45%; 归母净利润 1.67 亿元, 同比增长 66.48%。**
- 点评: 业绩快速增长, 沙坦原料药发力逐步显现。**业绩快报显示 2018 年归母净利润 1.67 亿元, 同比增长 66.48%, 位于此前业绩预告(1.55-1.80 亿元)中值附近, 业绩快速增长符合预期。根据业绩预告, 2018 年非经常性损益约 -1370 万元(预计主要为汇兑损失), 预计扣非业绩约 1.80 亿元, 同比增长 90%, 实际经营业绩较表观情况更好。分季度来看, Q4 单季度扣非净利润约 8300 万元, 较 Q3 的 6200 万元环比进一步增加, 业绩逐季增长明显。我们预计公司 2018 年 Q3、Q4 业绩发力的主要原因来自: 1) 由于前期规范市场客户开拓逐步进入收获期, 以及产能的逐步扩建完成, 沙坦原料药加速放量。2) 随着多年行业深耕, 整体实力提升, 产品不断从中间体向原料药升级, 非规范市场向规范市场转移, 产品结构优化, 毛利率不但提升。3) 由于前期原材料成本上升, 以及行业供给侧冲击, 整体沙坦原料药价格上涨, 其中缬沙坦产品涨幅略大。我们认为公司正迈入沙坦原料药的放量阶段, 考虑公司产能, 以及市场供需情况, 后续放量有望进一步加速, 带来持续业绩增长动力。
- 特色原料药蓄势待发、紧抓机遇、后继有力; CMO 及制剂的转型之路加速推进。**1) 原料药: 天宇是全球最大的沙坦类原料药供应商之一, 品种齐全, 规模化生产能力强。前期布局完备, 放量正当时, 行业杂质事件提供更强力发展契机。核心沙坦产能扩建完毕, 预计缬沙坦产能由 300 吨增至 500 吨, 氯沙坦钾由 500 吨增至 700 吨, 厄贝沙坦由 300 吨增至 500 吨。现有产能基本满产满销, 新产能贡献增量。价格方面, 供给侧冲击和原材料成本上升推动价格上涨, 订单反应合理涨幅。公司其他在研原料药丰富, 均围绕心脑血管等各大慢病领域, 有望加速复制沙坦类的成功。2) CMO 及制剂: 公司自 2013 年组建 CMO 团队, 具备良好的客户资源及后端生产能力。CMO 新基地预计 2019 年中建设完毕, 目前项目储备众多, 等待后续发力。制剂的开发持续投入中, 一体化具备优势, 有望提供长期增长动力。
- 盈利预测与估值: 我们预计公司 2018-2020 年营业收入 14.67、18.71 和 21.81 亿元, 同比增长 23.45%、27.54%和 16.56%; 归母净利润 1.67、3.51 和 4.25 亿元, 同比增长 66.24%、110.92%和 21.02%。目前股价对应 2019 年 13 倍 PE, 考虑公司所处特色原料药行业长周期崛起, 且公司正迎来行业契机蓄势待发, 维持“买入”评级。**
- 风险提示事件: CEP 证书恢复时间不确定的风险, 环保风险, 质量风险, 原料药及中间体价格波动的风险, 新药研发失败带来订单流失的风险。**

图表 1: 天宇股份财务数据预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1257	1400	1656	1985	营业收入	1188	1467	1871	2181
现金	220	234	344	487	营业成本	739	878	987	1180
应收账款	208	278	346	403	营业税金及附加	13	16	21	24
其他应收款	1	3	3	4	营业费用	27	35	43	48
预付账款	15	17	19	23	管理费用	245	331	397	423
存货	461	514	582	700	财务费用	33	10	10	6
其他流动资产	352	354	362	368	资产减值损失	18	3	3	3
非流动资产	849	1003	1140	1281	公允价值变动收益	1	1	1	1
长期投资	0	744	0	0	投资净收益	3	2	2	2
固定资产	606	705	805	903	营业利润	120	197	413	500
无形资产	153	187	222	257	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	90	-633	113	122	营业外支出	3	5	0	0
资产总计	2107	2403	2797	3267	利润总额	119	192	413	500
流动负债	796	949	1004	1082	所得税	19	26	62	75
短期借款	338	411	412	387	净利润	100	167	351	425
应付账款	195	249	273	327	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	263	289	319	368	归属母公司净利润	100	167	351	425
非流动负债	23	16	17	19	EBITDA	231	245	469	559
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	0.93	1.96	2.37
其他非流动负债	23	16	17	19					
负债合计	819	965	1021	1101	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	120	179	179	179	营业收入	9.8%	23.5%	27.5%	16.6%
资本公积	695	636	636	636	营业利润	-13.0%	64.3%	109.8%	21.0%
留存收益	473	622	958	1347	归属于母公司净利润	-18.1%	66.2%	110.9%	21.0%
归属母公司股东权益	1288	1438	1776	2166	获利能力				
负债和股东权益	2107	2403	2797	3267	毛利率(%)	37.8%	40.1%	47.2%	45.9%
					净利率(%)	8.4%	11.4%	18.8%	19.5%
					ROE(%)	7.8%	11.6%	19.8%	19.6%
					ROIC(%)	9.2%	11.2%	19.5%	20.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38.9%	40.2%	36.5%	33.7%
					净负债比率(%)	41.26%	42.63%	40.36%	35.16%
					流动比率	1.58	1.47	1.65	1.83
					速动比率	0.99	0.93	1.06	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.65	0.72	0.72
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	3.83	3.96	3.78	3.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.93	1.96	2.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.89	1.77	2.25
					每股净资产(最新摊薄)	7.19	8.03	9.92	12.10
					估值比率				
					P/E	46.08	27.72	13.14	10.86
					P/B	3.59	3.21	2.60	2.13
					EV/EBITDA	21	20	10	9

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。