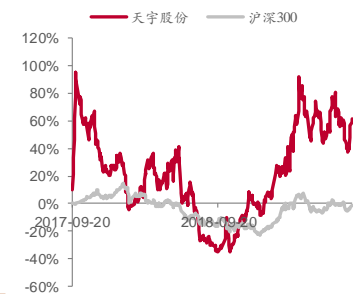


**天宇股份(300702)/化学制药**
**业绩符合预期, 沙坦 API 量价齐升**
**评级: 买入(维持)**
**市场价格: 34.74**
**分析师: 江琦**
**执业证书编号: S0740517010002**
**电话: 021-20315150**
**Email: jiangqi@r.qizq.com.cn**
**分析师: 祝嘉琦**
**执业证书编号: S0740519040001**
**Email: zhujq@r.qizq.com.cn**
**基本状况**

总股本(百万股)	182.24
流通股本(百万股)	52.80
市价(元)	34.74
市值(百万元)	6330.99
流通市值(百万元)	1834.40

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 天宇股份(300702.SZ)-2019H1 预告点评: 业绩持续高速增长, CEP 恢复后的放量在即-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20190708
- 2 天宇股份(300702.SZ)-2018 年报 & 2019 年一季报点评: 业绩持续发力, 2019 年迎来沙坦 API 快速放量 -- 买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20190424
- 3 天宇股份(300702.SZ)-2019Q1 预告点评: 业绩靓丽超预期, 沙坦 API 放量强劲-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20190408

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1188.28	1466.96	2036.63	2475.65	3068.36
增长率 yoy%	9.79%	23.45%	38.83%	21.56%	23.94%
净利润	100.18	163.66	496.73	547.83	713.84
增长率 yoy%	-18.11%	63.36%	203.51%	10.29%	30.30%
每股收益(元)	0.55	0.90	2.73	3.01	3.92
每股现金流量	0.56	0.43	2.48	2.77	3.60
净资产收益率	7.78%	11.31%	25.59%	22.75%	23.60%
P/E	63.12	38.64	12.73	11.54	8.86
PEG	-3.49	0.61	0.06	1.12	0.29
P/B	4.91	4.37	3.26	2.63	2.09

备注: 2019.08.21

**投资要点**

■ **事件: 公司发布 2019 年半年报, 实现营业收入 9.78 亿元, 同比增长 51.30%, 归母净利润 2.54 亿元, 同比增长 526.37%; 扣非净利润 2.40 亿元, 同比增长 574.31%。**

■ **业绩符合预期, 沙坦 API 量价齐升。**2019H1 公司实现营业收入 9.78 亿元, 同比增长 51.30%, 归母净利润 2.54 亿元, 同比增长 526.37%; 扣非净利润 2.40 亿元, 同比增长 574.31%。其中降压药原料药及中间体销售 8.41 亿元, 同比增长 87.23%, 占营收比例 85%以上。降压药类毛利率 57.35%, 同比提升 22.61pp, 预计相较 Q1 进一步提升。沙坦类原料药量价齐升, 贡献核心业绩增量。

**分季度: Q2 营收 4.80 亿元 (同比 38.01%/环比-3.74%), 净利润 1.25 亿元 (522.99%/-1.76%), 营收和净利润同比快速增长, 环比保持稳定。**

■ **毛利率持续提升, 费用率保持稳定。**2019H1 公司毛利率为 52.04% (同比 20.78pp/环比 3.46pp), 核心品种沙坦类 API 及中间体订单价格提升, 带来整体毛利率上升。三项费用中, 销售费用率 1.78% (-0.09pp/0.02pp); 管理费用率 18.54% (-2.77pp/1.07pp), 财务费用率 1.03% (0.19%/-1.13%), 三项费用率基本保持稳定。

■ **中国极具竞争力的 API 独立供应商, CMO 及制剂的升级之路加速推进。**1) 核心沙坦产能 50%以上增长, 产能扩建基于客户订单, 放量势头强劲。2) 公司是中国极具竞争力的 API 独立供应商, 具备持续成长动力。原料药沉淀 20 年, 高标准的平台已搭建完毕, 品牌效应逐步强化。新品种储备众多, 涵盖各类心脑血管慢病领域, 后续非常有希望与客户联合申报, 直接成为第一供应商, 提升行业地位并提高盈利水平。3) 原料药向 CMO 及制剂的升级之路加速推进中。CMO 募投项目有望年中试生产, 项目储备众多, 等待后续发力。制剂研发加大投入, 已有 1 个产品申报, 预计今年加速, 当下转型制剂一体化优势更加凸显。

■ **盈利预测: 我们预计 2019-2021 年营业收入 20.37、24.76 和 30.68 亿元, 同比增长 38.83%、21.56%和 23.94%; 归母净利润 4.97、5.48 和 7.14 亿元, 同比增长 203.51%、10.29%和 30.30%。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, 且公司正处于核心沙坦原料药快速放量阶段, 维持“买入”评级。**

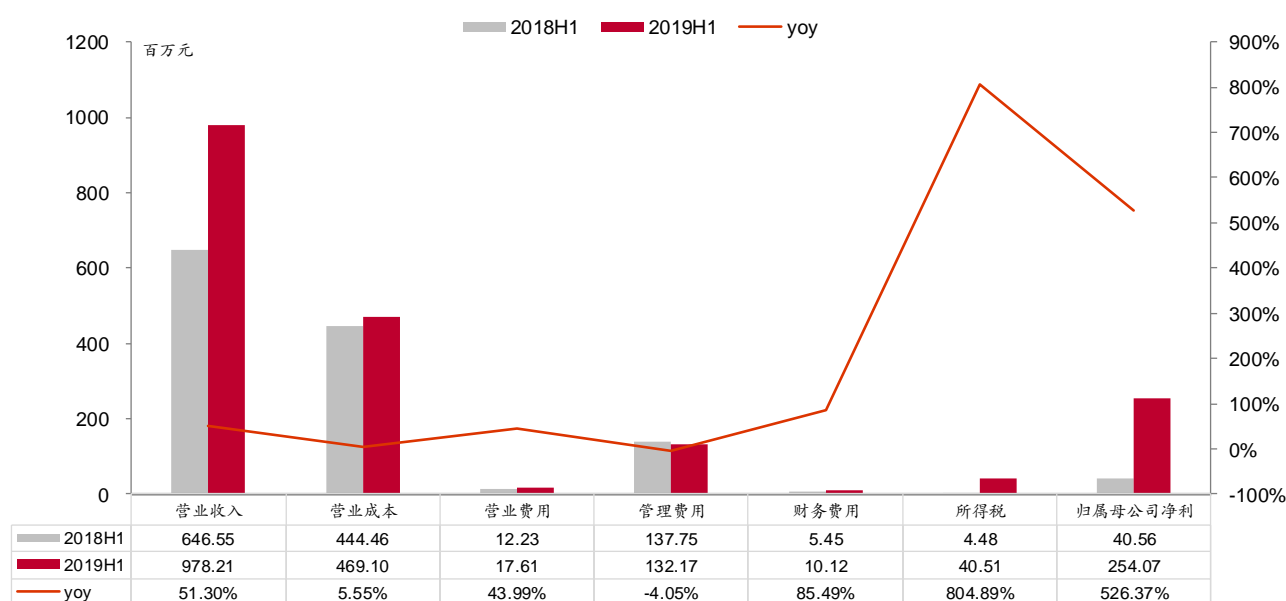
■ **风险提示事件: 环保风险, 质量风险, 原料药及中间体价格波动的风险, 新药研发失败带来订单流失的风险。**

## 业绩符合预期，沙坦 API 量价齐升

### 业绩符合预期，沙坦 API 量价齐升

- 2019H1 公司实现营业收入 9.78 亿元，同比增长 51.30%，归母净利润 2.54 亿元，同比增长 526.37%；扣非净利润 2.40 亿元，同比增长 574.31%。其中降压药原料药及中间体销售 8.41 亿元，同比增长 87.23%，占营收比例 85%以上。降压药类毛利率 57.35%，同比提升 22.61pp，预计相较 Q1 进一步提升，。沙坦类原料药量价齐升，贡献核心业绩增量。
- 分季度：Q2 营收 4.80 亿元（同比 38.01%/环比-3.74%），净利润 1.25 亿元（522.99%/-1.76%），营收和净利润同比快速增长，环比保持稳定。

图表 1：主要财务数据变动——2019H1

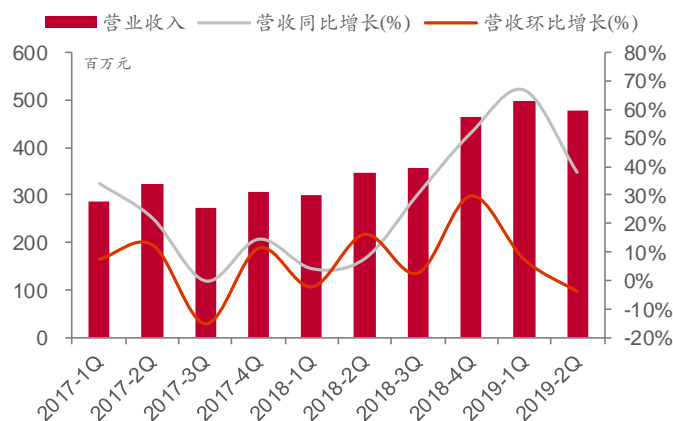


来源：公司公告，中泰证券研究所

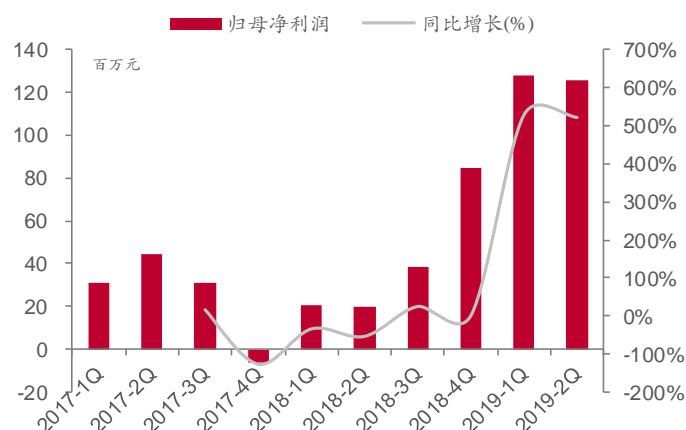
图表 2：分季度财务数据

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q
营业收入	286.59	322.43	273.96	305.31	298.92	347.63	357.10	463.30	498.44	479.77
营收同比增长	34.04%	21.91%		14.61%	4.30%	7.82%	30.35%	51.75%	66.75%	38.01%
营收环比增长	7.58%	12.51%	-15.03%	11.44%	-2.09%	16.30%	2.72%	29.74%	7.58%	-3.74%
营业成本	179.17	186.98	164.68	208.23	198.92	245.54	197.57	234.24	256.28	212.82
销售费用	5.47	7.72	5.51	8.34	6.60	5.63	6.85	18.40	8.87	8.74
管理费用	55.58	61.08	56.84	71.41	61.63	76.12	61.42	74.74	64.18	67.99
研发费用			9.31		16.69	18.79	19.12	24.86	22.91	26.30
财务费用	8.50	9.39	10.54	4.86	11.19	-5.74	-3.87	4.87	10.76	-0.65
营业利润	38.55	49.90	34.85	-3.41	26.37	20.71	50.10	98.55	152.48	143.48
利润总额	38.27	53.02	37.36	-9.96	26.16	18.88	48.97	95.28	151.59	142.98
所得税	7.13	8.80	6.62	-4.03	5.80	-1.33	10.68	10.48	23.43	17.08
归母净利润	31.15	44.22	30.75	-5.93	20.35	20.21	38.29	84.80	128.16	125.90
同比增长	-30.46%		16.04%	-127.66%	-34.66%	-54.29%	24.52%	—	529.73%	522.99%
扣非归母净利润			28.67	-5.12	13.54	22.01	62.14	80.66	109.46	130.25
同比增长							116.77%	-1674.54%	708.17%	491.91%

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3: 分季度营收及增速**


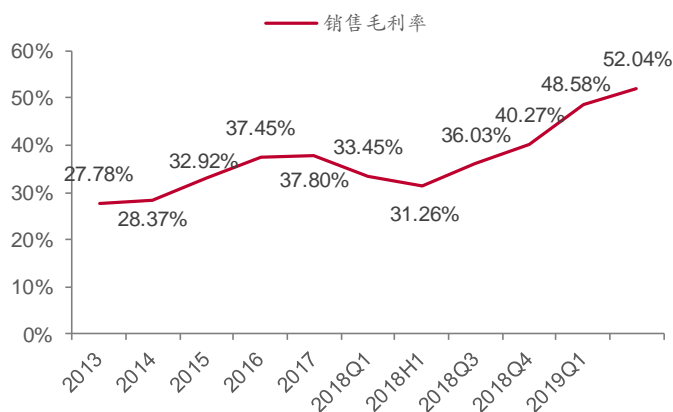
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 分季度净利润及增速**


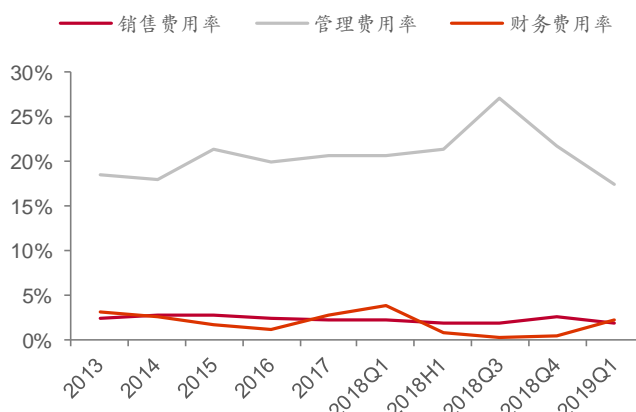
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 毛利率持续提升, 费用率保持稳定

- 2019H1 公司毛利率为 52.04% (同比 20.78pp/环比 3.46pp), 核心品种沙坦类 API 及中间体订单价格提升, 带来整体毛利率上升。三项费用中, 销售费用率 1.78% (-0.09pp/0.02pp); 管理费用率 18.54% (-2.77pp/1.07pp), 财务费用率 1.03% (0.19%/-1.13%), 三项费用率基本保持稳定。

**图表 5: 历年销售毛利率**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 6: 历年三项费用率**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 盈利预测

- 我们预计 2019-2021 年营业收入 20.43、24.91 和 30.83 亿元, 同比增长 39.30%、21.90%和 23.78%; 归母净利润 4.74、5.47 和 7.18 亿元, 同比增长 189.72%、15.34%和 31.32%。目前股价对应 2019 年 12 倍 PE, 考虑公司所处特色原料药行业长周期崛起, 且公司正处于核心沙坦原料药快速放量阶段, 维持“买入”评级。

## 风险提示

### ■ 环保风险

特色原料药及中间体行业需要满足较高的环保要求，在目前环保不断趋严的情况下，公司可能存在环保要求不达标的风险。

### ■ 质量风险

公司产品未来将主要销往欧美日等具有严格法规监管的高端规范市场，满足这些市场需要具备有较强的研发实力和质量管控能力。考虑目前全球药品监管不断趋严，技术水平持续提升，公司可能出现质量出现偏差的风险。如果出现质量不符合标准的情况，公司可能面临产品召回、禁止销售以及客户赔偿等风险。

### ■ 原料药及中间体价格波动的风险

目前随着环保趋严，全球产能转移，原料药行业景气度提升，产品价格有回暖趋势。但是产品价格受到供需变化影响，可能存在价格波动的风险。

### ■ 新药研发失败带来订单流失的风险

公司的 CMO 业务主要为跨国大型药企提供新药研发的中间体片段的开发和代生产服务。而药物研发早期的产品，能够贡献丰厚收入及利润的产品需要成功上市后进入商业化生产。因此公司可能面临客户新药研发失败带来的订单流失的风险。

图表 7: 财务数据预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,584.78	1,931.01	2,505.38	3,280.20	<b>营业收入</b>	1,466.96	2,036.63	2,475.65	3,068.36
现金	346.31	572.30	821.49	1,261.48	营业成本	876.27	988.58	1,288.39	1,566.48
应收账款	312.74	401.21	492.17	615.56	营业税金及附加	13.22	20.90	24.74	30.44
其他应收款	2.21	3.11	3.62	4.58	营业费用	37.47	40.73	49.51	67.50
预付账款	33.13	27.79	38.62	48.03	管理费用	238.42	382.89	453.04	561.51
存货	602.80	633.31	842.11	1,026.06	财务费用	6.46	7.59	-0.23	-9.54
其他流动资产	287.60	293.29	307.38	324.49	资产减值损失	13.34	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产</b>	1,044.54	1,110.57	1,167.70	1,203.27	公允价值变动收益	-18.80	-8.62	-10.35	-11.18
长期投资	0.00	744.00	0.00	0.00	投资净收益	5.40	3.45	3.95	4.02
固定资产	668.39	780.05	846.07	880.77	<b>营业利润</b>	195.75	585.77	648.78	839.81
无形资产	149.65	162.92	172.69	180.55	营业外收入	0.07	0.20	0.00	0.00
其他非流动资产	226.50	-576.39	148.93	141.96	营业外支出	6.52	5.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	2,629.32	3,041.58	3,673.08	4,483.48	<b>利润总额</b>	189.30	580.97	648.78	839.81
<b>流动负债</b>	1,120.39	1,078.76	1,240.03	1,432.80	所得税	25.64	84.24	100.95	125.97
短期借款	474.00	432.81	414.90	440.57	<b>净利润</b>	163.66	496.73	547.83	713.84
应付账款	506.64	499.68	683.02	830.10	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	139.75	146.27	142.10	162.13	<b>归属母公司净利润</b>	163.66	496.73	547.83	713.84
<b>非流动负债</b>	62.47	21.67	25.11	25.66	EBITDA	287.02	686.85	763.48	964.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.90	2.73	3.01	3.92
其他非流动负债	62.47	21.67	25.11	25.66					
<b>负债合计</b>	1,182.86	1,100.42	1,265.14	1,458.46	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	182.02	182.02	182.02	182.02	营业收入	23.5%	38.8%	21.6%	23.9%
资本公积	679.64	679.64	679.64	679.64	营业利润	63.3%	199.2%	10.8%	29.4%
留存收益	618.70	1,088.13	1,565.27	2,193.53	归属于母公司净利润	63.4%	203.5%	10.3%	30.3%
归属母公司股东权益	1,446.46	1,941.16	2,407.94	3,025.02	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2,629.32	3,041.58	3,673.08	4,483.48	毛利率(%)	40.3%	51.5%	48.0%	48.9%
					净利率(%)	11.2%	24.4%	22.1%	23.3%
					ROE(%)	11.3%	25.6%	22.8%	23.6%
					ROIC(%)	10.8%	27.8%	27.0%	31.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	45.0%	36.2%	34.4%	32.5%
					净负债比率(%)	40.93%	39.79%	33.26%	30.64%
					流动比率	1.41	1.79	2.02	2.29
					速动比率	0.87	1.19	1.33	1.56
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.62	0.72	0.74	0.75
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	1.99	1.96	2.18	2.07
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.90	2.73	3.01	3.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	2.48	2.77	3.60
					每股净资产(最新摊薄)	7.95	10.66	13.23	16.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.64	12.73	11.54	8.86
					P/B	4.37	3.26	2.63	2.09
					EV/EBITDA	23	9	8	7

来源: 公司公告, 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。