

## 天士力(600535)/中药

## 普佑克进入上海地方医保, 公司2017年将现拐点

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 38.90

目标价格: 49.7—56.8

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话:

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

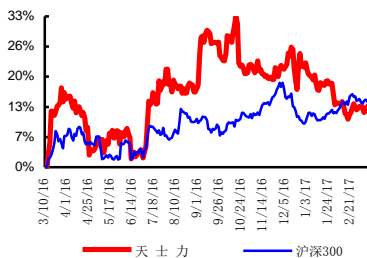
联系人: 张天翼

电话:

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,080
流通股本(百万股)	1,033
市价(元)	38.45
市值(百万元)	41,544
流通市值(百万元)	39,713

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 天士力(600535.SH): 拟增资3.1亿元控股赛远生物, 打造公司抗肿瘤药品集群

2 天士力(600535.SH): 公司2017年基本面拐点将现, 看好复方丹参滴丸FDA III期临床试验结果

**公司盈利预测及估值**

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,566.90	13,221.67	13,539.4	15,950.5	18,799.1
增长率 yoy%	13.24%	5.21%	2.40%	17.81%	17.86%
净利润	1,360.05	1,472.70	1,231.31	1,539.61	2,014.02
增长率 yoy%	25.02%	8.28%	-16.39%	25.04%	30.81%
每股收益(元)	1.32	1.36	1.14	1.42	1.86
每股现金流量	0.60	0.31	2.99	0.57	1.70
净资产收益率	28.11%	19.72%	14.93%	15.73%	17.07%
P/E	29.47	28.60	34.12	27.39	20.91
PEG	1.26	3.66	—	1.16	0.72
P/B	4.68	6.91	7.63	9.06	10.92

备注:

**投资要点**

- 2017年3月9日, 上海阳光医药采购网发布《2016年上海市医保定点医疗机构部分药品集中采购中标结果》, 公司普佑克成功中标, 中标价1239元/支, 和全国其他地区招标价格相当。此次集中采购中标, 标志着公司普佑克进入上海市地方医保目录正式落地, 是普佑克继2015年进入河北省新农合目录以来, 又一次进入地方医保! 我们认为, 普佑克未来有望继续通过价格谈判、进入地方增补目录等方式获得医保支持, 进入快速增长期。
- 此次集中采购中标, 标志着公司普佑克进入上海医保目录的正式落地! 2016年10月25日, 为配合做好部分药品纳入《上海市基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2010年版)》工作, 上海阳光医药采购网发布《上海市医保定点医疗机构部分药品集中采购公告》, 公布了实施上海市医保定点医疗机构药品集中采购的16个药品名单, 公司产品普佑克(重组人尿激酶原)在列。2017年3月9日, 上海阳光医药采购网发布《关于公布2016年上海市医保定点医疗机构部分药品集中采购中标结果的通知》, 公司普佑克成功中标, 中标价1239元/支, 和全国其他地区招标价格相当。
- 普佑克疗效显著, 副作用小, 优于竞争对手。2088例IV期临床数据结果表明, 普佑克对急性心肌梗死病人血管开通率达到85.2%, 药物相关的颅内出血发生率仅为0.19%, 开通率及安全性均优于重组组织型纤溶酶原激活剂及其衍生物, 尤其在颅内出血方面, 仅是对照药物颅内出血发生率的1/5。普佑克是“十一五”期间唯一获批的国家一类生物新药, 已纳入2015年版《急性ST段抬高型心肌梗死诊断和治疗指南》、2016版《急性冠脉综合征急诊快速诊疗指南》、2016版《冠心病合理用药指南》、2016版《急性ST段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用药指南》推荐溶栓用药, 以及国家卫计委189号文件中《急性ST段抬高心肌梗死(STEMI)患者医疗救治技术方案》中“静脉溶栓治疗”的指定用药。
- 普佑克新适应症拓展有望进一步打开市场空间。普佑克现有适应症为急性ST抬高心肌梗死的溶栓治疗。2016年, 普佑克还取得了缺血性脑卒中适应症和肺栓塞适应症临床批件, 正在全国四十余家医疗中心开展此方面临床的研究。我国现有心肌梗死患者250万, 急性冠心病发病率为166.4/10万人口, 其中约39%为可以溶栓治疗的ST抬高心肌梗死。由此计算, 全国每年心肌梗死新发的可溶栓治疗人群80万以上。同时, 每年新发的缺血性脑卒中时间窗内可溶栓治疗人群100万-150万, 肺栓塞适应症可溶栓治疗人群在80万以上, 普佑克市场空间巨大。
- 维持我们的推荐逻辑: 2016年为调整年, 2017年将现拐点。2016年公司调整渠道结构, 加强应收账款管理, 医药工业暂时性下滑。公司主要产品2008年以来招标降价幅度不大, 2016年终端市场仍保持10%以上增长。我们预计, 经过2016年一年的渠道去库存, 公司渠道调整基本完成, 2017年有望实现基本面的拐点, 医药工业重回增长轨道。普佑克、益气复脉等品种有望通过价格谈判获得医保支持, 实现快速放量, 进一步带动工业收入增长。

- **盈利预测和投资建议:**我们预计 2016-2018 年公司收入分别为 135 亿元、160 亿元、188 亿元，同比分别增长 2.4%、17.81%、17.86%；归属于母公司净利润分别为 12.31 亿元、15.4 亿元、20.14 亿元，同比分别增长-16.39%、25.04%、30.81%；对应 EPS 分别为 1.14 元、1.42 元、1.86 元；对应 PE 分别为 34 倍、27 倍、21 倍。我们认为，经过 2016 年的调整，2017 年开始，公司业绩将重回上升轨道，复方丹参滴丸 FDA III 期临床数据的公布将是拐点的开始，未来随着 FDA 申报的推进，国内、国外销售的推广，预期公司从业绩和估值角度均有望开始提升。我们给予天士力 2017 年 PE35-40 倍，对应股价 49.7-56.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示事件:**复方丹参滴丸后续 FDA 审批风险；药品降价的风险。

图表 1：普佑克市场空间测算

适应症	患者（万人）	适用于溶栓剂患者（万人）	合计适用溶栓剂患者（万人）	普佑克市占率	普佑克市场空间（亿元）
现有心肌梗死患者	250	80	>260	10%	3.12
缺血性脑卒中		100-150		15%	4.68
肺栓塞		>80		20%	6.24

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：天士力盈利预测（百万元）

损益表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	11,098	12,567	13,222	13,539	15,951	18,799
增长率	18.80%	13.2%	5.2%	2.4%	17.8%	17.9%
营业成本	-7,043	-7,857	-8,102	-8,972	-10,502	-12,143
% 销售收入	63.5%	62.5%	61.3%	66.3%	65.8%	64.6%
毛利	4,055	4,710	5,120	4,568	5,448	6,657
% 销售收入	36.5%	37.5%	38.7%	33.7%	34.2%	35.4%
营业税金及附加	-95	-102	-121	-114	-137	-161
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,553	-1,822	-1,991	-2,001	-2,379	-2,791
% 销售收入	14.0%	14.5%	15.1%	14.8%	14.9%	14.8%
管理费用	-815	-810	-959	-921	-1,110	-1,291
% 销售收入	7.3%	6.4%	7.3%	6.8%	7.0%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	1,592	1,976	2,049	1,532	1,822	2,414
% 销售收入	14.3%	15.7%	15.5%	11.3%	11.4%	12.8%
财务费用	-148	-291	-261	-29	36	50
% 销售收入	1.3%	2.3%	2.0%	0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-59	16	-52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	-1	6	2	4	3
% 税前利润	0.3%	—	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	1,389	1,701	1,741	1,505	1,862	2,467
营业利润率	12.5%	13.5%	13.2%	11.1%	11.7%	13.1%
营业外收支	17	24	48	36	42	39
税前利润	1,405	1,725	1,790	1,541	1,904	2,506
利润率	12.7%	13.7%	13.5%	11.4%	11.9%	13.3%
所得税	-252	-283	-272	-243	-295	-392
所得税率	17.9%	16.4%	15.2%	15.8%	15.5%	15.6%
净利润	1,154	1,442	1,518	1,298	1,609	2,114
少数股东损益	66	82	45	67	70	100
归属于母公司的净利润	1,088	1,360	1,473	1,231	1,540	2,014
净利率	9.8%	10.8%	11.1%	9.1%	9.7%	10.7%

现金流量表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,164	1,450	1,524	1,298	1,609	2,114
少数股东损益	0	0	0	67	70	100
非现金支出	266	247	373	301	330	349
非经营收益	89	236	214	26	-46	-42
营运资金变动	-1,174	-1,317	-1,771	1,603	-1,281	-585
经营活动现金净流	345	617	340	3,294	682	1,936
资本开支	753	755	695	355	329	342
投资	-193	79	-272	0	0	0
其他	24	109	56	2	4	3
投资活动现金净流	-922	-566	-911	-352	-325	-338
股权募资	2	2	1,580	0	0	0
债权募资	1,306	1,272	-28	-2,971	0	0
其他	-843	-1,203	-1,267	-65	-454	0
筹资活动现金净流	465	71	285	-3,035	-454	0
现金净流量	-112	121	-286	-93	-97	1,597

资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	955	1,116	1,080	920	754	2,251
应收款项	3,233	4,915	6,489	5,286	6,696	7,616
存货	1,265	1,477	1,764	1,680	2,033	2,312
其他流动资产	397	281	564	553	605	632
流动资产	5,850	7,788	9,897	8,439	10,088	12,811
% 总资产	57.3%	60.3%	64.2%	60.1%	64.1%	69.3%
长期投资	412	409	530	530	530	530
固定资产	2,924	3,516	3,688	3,803	3,785	3,803
% 总资产	28.6%	27.2%	23.9%	27.1%	24.1%	20.6%
无形资产	859	1,002	1,181	1,156	1,214	1,228
非流动资产	4,363	5,133	5,516	5,606	5,646	5,678
% 总资产	42.7%	39.7%	35.8%	39.9%	35.9%	30.7%
资产总计	10,212	12,921	15,413	14,045	15,735	18,489
短期借款	1,860	3,489	2,985	15	15	15
应付款项	2,506	2,946	2,745	3,036	3,512	4,088
其他流动负债	624	331	856	1,323	928	992
流动负债	4,990	6,767	6,586	4,374	4,455	5,095
长期贷款	72	15	0	0	0	0
其他长期负债	1,007	1,071	1,120	1,120	1,120	1,120
负债	6,069	7,853	7,706	5,494	5,574	6,214
普通股股东权益	3,832	4,838	7,469	8,247	9,787	11,801
少数股东权益	311	231	237	304	374	474
负债股东权益合计	10,212	12,921	15,413	14,045	15,735	18,489

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.053	1.317	1.363	1.140	1.425	1.864
每股净资产(元)	3.710	4.684	6.913	7.633	9.058	10.922
每股经营现金净流(元)	0.334	0.597	0.315	2.987	0.566	1.699
每股股利(元)	0.000	0.000	0.420	0.420	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.39%	28.11%	19.72%	14.93%	15.73%	17.07%
总资产收益率	10.65%	10.53%	9.56%	8.77%	9.78%	10.89%
投入资本收益率	24.11%	21.06%	17.59%	16.30%	15.89%	19.76%
增长率						
营业总收入增长率	18.80%	13.24%	5.21%	2.40%	17.81%	17.86%
EBIT增长率	28.49%	24.15%	3.65%	-25.21%	18.90%	32.50%
净利润增长率	28.14%	25.02%	8.28%	-16.39%	25.04%	30.81%
总资产增长率	25.46%	26.53%	19.28%	-8.88%	12.03%	17.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.3	81.5	113.2	97.3	105.3	101.3
存货周转天数	60.4	63.7	73.0	68.3	70.7	69.5
应付账款周转天数	41.4	51.3	62.4	56.9	59.6	58.2
固定资产周转天数	66.6	72.3	77.5	77.0	64.7	53.2
偿债能力						
净负债/股东权益	40.77%	62.86%	35.08%	-1.25%	0.58%	-11.71%
EBIT利息保障倍数	10.8	6.8	7.9	52.6	-50.3	-48.3
资产负债率	59.43%	60.77%	50.00%	39.11%	35.43%	33.61%

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。