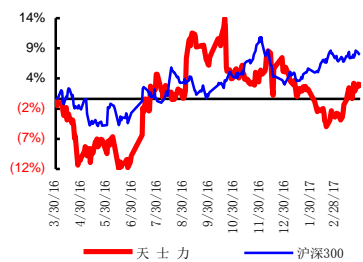


**天士力(600535)/中药**
**2016 业绩筑底, 2017 进入新的快速增长期**
**评级: 买入(维持)**
**市场价格: 40.37**
**目标价格: 48.7—55.6**
**分析师: 江琦**
**执业证书编号: S0740517010002**
**电话: 021-20315150**
**Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn**
**联系人: 张天翼**
**电话:**
**基本状况**

总股本(百万股)	1,080
流通股本(百万股)	1,033
市价(元)	40.01
市值(百万元)	43,230
流通市值(百万元)	41,324

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 天士力(600535)公司点评: 一合并天境生物构建全面性生物药平台, 产品组合进一步丰富-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)-20170322

2 天士力(600535)公司点评: 一普佑克进入上海地方医保, 2017年将现拐点-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)-20170310

3 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-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)-20170124

4 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-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)-20161226

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,222	13,945	16,065	18,587	21,148
增长率 yoy%	5.21%	5.47%	15.20%	15.70%	13.78%
净利润	1,478	1,176	1,497	1,870	2,348
增长率 yoy%	8.28%	-20.43%	27.22%	24.96%	25.54%
每股收益(元)	1.36	1.09	1.39	1.73	2.17
每股现金流量	0.31	1.07	1.33	1.17	1.83
净资产收益率	19.72%	14.77%	16.90%	17.44%	17.96%
P/E	30.02	38.11	29.14	23.32	18.58
PEG	3.62	—	1.07	0.93	0.73
P/B	6.91	7.37	8.20	9.93	12.10

备注:

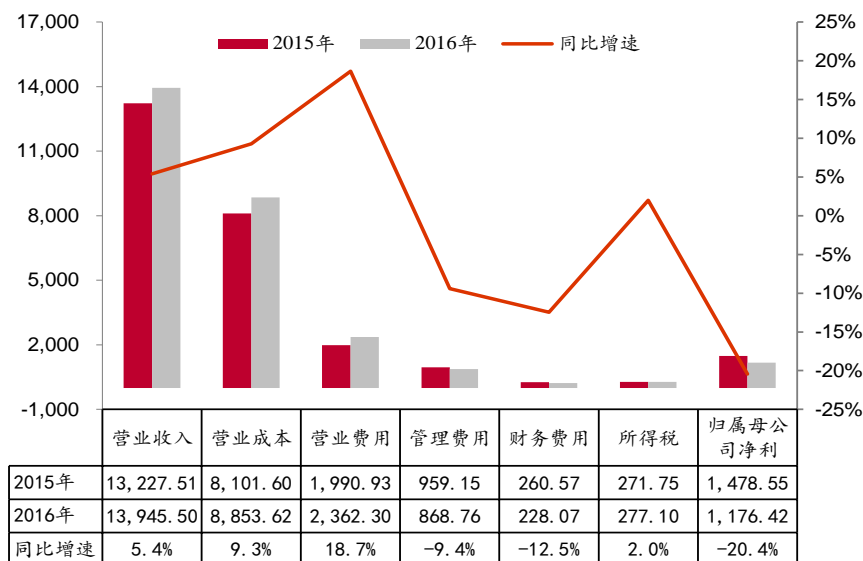
**投资要点**

- **年报亮点: 医药工业渠道调整完成, 2016年下半年重回增长轨道(+8.68%)。2016经营性现金流大幅改善, 同比增加8.14亿元(+239.33%)。普佑克、益气复脉进入医保谈判目录有望带来弹性。我们维持判断复方丹参滴丸FDA III期临床数据的公布是公司向上拐点的开始。**
- **2016年公司整体收入稳定增长, 因渠道库存调整, 医药工业收入小幅下滑, 销售费用大幅增加影响整体净利润, 全年业绩符合预期。公司2016年实现收入139.45亿元, 同比增5.47%、净利润11.76亿元, 同比下降20.43%、扣非净利润11.55亿元, 同比下降18.60%、经营性现金净流量11.54亿元, 同比增239.33%、EPS 1.09元。公司2016Q1/Q2/Q3/Q4收入同比分别增长2.16%/3.08%/2.00%/12.77%、净利润同比分别增长-19.82%/-15.85%/-18.08%/-33.31%、扣非净利润同比分别增长-19.30%/-16.01%/-18.25%/-23.68%。拟每10股派发现金股利5.6元(含税)。公司Q4销售费用11.82亿元, 远高于历史水平。我们预计主要原因是公司加大医药工业新品营销投入, 加强市场网络建设及学术推广, 销售费用有所增长。预计2017年将逐渐回到往年平均水平。**
- **公司工业收入逐季回升, 预计渠道调整基本结束。公司医药工业收入67.18亿元, 同比下降2.93%, 毛利率72.83%保持稳定。一季报工业收入降幅-28.9%, 半年报-15.31%, 前三季度-14.46%, 全年-2.93%。医药工业2016年下半年收入同比增长8.68%。经营性现金流同比增加8.14亿元, 同比增长239.33%。公司医药工业渠道调整效果显著, 2017年有望进入新的快速增长阶段。**
- **核心品种销量方面, 复方丹参滴丸同比增长2.48%、养血清脑颗粒同比下降0.06%、养血清脑丸同比下降13.94%、益气复脉同比下降12.60%、替莫唑胺同比增长8.45%、水飞蓟宾同比下降12.19%、丹参总酚酸同比增长104.74%。**
- **公司医药商业收入76.84亿元, 同比增13.36%, 毛利率7.12%保持稳定。医药商业子公司天士力医药营销股份制改制工作已完成, 新三板挂牌相关工作正在有序推进中。受益于“两票制+激励机制完善”, 医药商业有望保持较快增长。**
- **普佑克和益气复脉进入医保谈判目录, 有望给业绩带来弹性。普佑克疗效显著, 副作用小, 优于竞争对手, 目前进入心梗溶栓指南, 正在拓展脑梗、脑梗适应症, 市场潜力超20亿。益气复脉经过循证医学检验, 市场潜力超15亿元。**
- **公司推出高管员工持股计划, 对未来充满信心。员工持股计划筹集资金总额上限为2,000万元, 通过二级市场购买(包括大宗交易以及竞价交易等方式)等方式购买公司股票。锁定期12个月**
- **盈利预测与投资建议: 看好FDA三期数据将带来公司转折向上。我们预计公司2017-2019年收入分别为160.65亿、185.87亿、211.48亿, 同比分别增长15.2%、15.7%、13.78%; 净利润分别为14.97亿、18.7亿、23.48亿, 同比分别增长27.22%、24.96%、25.54%。我们给予天士力2017年PE 35-40倍, 对应股价48.7-55.6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。**

## 公司基本财务数据分析

- 公司 2016 年实现收入 139.45 亿，同比增 5.47%、净利润 11.76 亿，同比下降 20.43%、扣非净利润 11.55 亿，同比下降 18.60%。其中，公司医药工业收入 67.18 亿元，同比下降 2.93%，毛利率 72.83%；医药商业收入 76.84 亿元，同比增 13.36%，毛利率 7.12%。公司整体毛利率下降 2.24 个百分点，主要是由于医药商业收入占比较 2015 年提高所致。

图表 1：天士力主要财务指标（百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

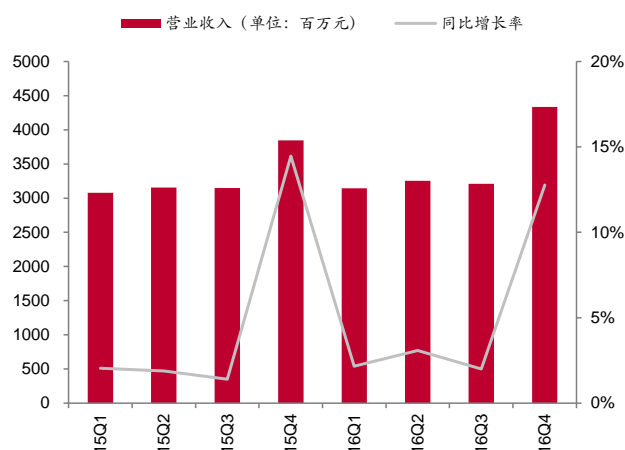
- 分季度数据来看，Q4 收入增速提升，销售费用大幅增长影响净利润。从分季度数据看，公司 2016Q4 收入同比增长 12.77%，验证了医药工业渠道调整已经完成，2016H2 恢复增长。Q4 净利润同比大幅下降，主要是因为 Q4 销售费用 11.82 亿元，远高于历史水平。我们预计主要原因是公司加大医药工业新品营销投入，加强市场网络建设及学术推广，销售费用有所增长。预计 2017 年将逐渐回到往年平均水平。

图表 2：天士力分季度财务数据（百万元）

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	3,078.21	3,156.85	3,148.34	3,844.11	3,144.74	3,254.18	3,211.43	4,335.15
营收同比增长	2.05%	1.89%	1.40%	14.47%	2.16%	3.08%	2.00%	12.77%
营收环比增长		2.55%	-0.27%	22.10%	-18.19%	3.48%	-1.31%	34.99%
营业成本	1,844.47	1,933.99	1,918.37	2,404.77	2,171.86	2,016.24	2,150.66	2,514.86
营业费用	489.45	409.46	473.41	618.61	337.88	467.34	374.88	1,182.19
管理费用	224.69	151.80	155.16	427.49	205.22	171.71	201.53	290.30
财务费用	70.31	55.59	67.35	67.32	57.21	63.28	53.25	54.33
营业利润	405.43	577.64	489.61	274.55	330.81	520.76	394.91	219.65
利润总额	415.14	584.99	495.63	299.66	338.68	527.90	399.59	230.16
所得税	57.61	81.88	92.85	39.41	53.73	106.18	71.05	46.14
归母净利润	345.52	484.56	388.57	259.90	277.04	407.74	318.32	173.32

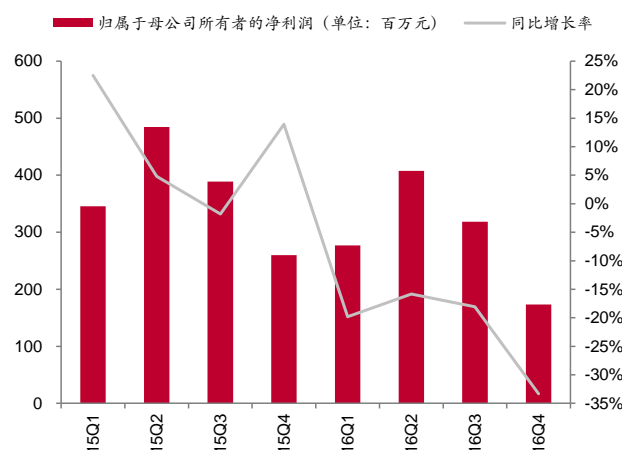
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 天士力分季度收入



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

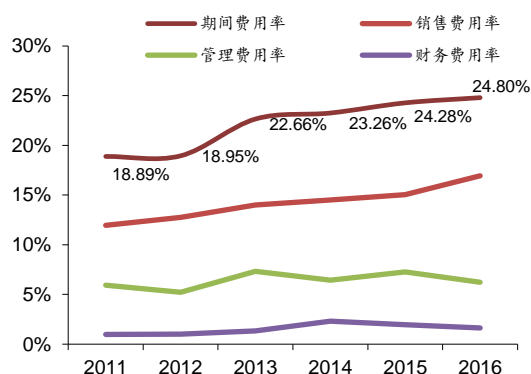
图表 4: 天士力分季度归母净利润



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

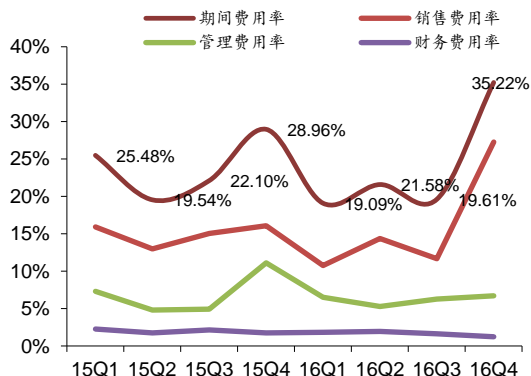
- 整体费用率小幅提升, 其中销售费用率大幅提升, 管理费用、财务费用平稳。**公司整体费用率同比小幅提升, 主要是由于销售费用率同比增加 1.88 个百分点, 管理费用率和财务费用率同比分别下降 1.02 和 0.34 个百分点。其中, Q4 销售费用率同比大幅增加 11.18 个百分点。

图表 5: 年度费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

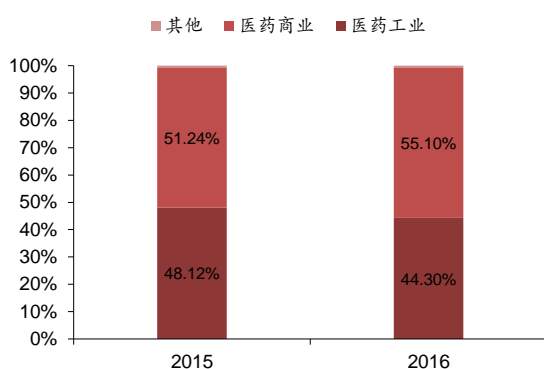
图表 6: 季度费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

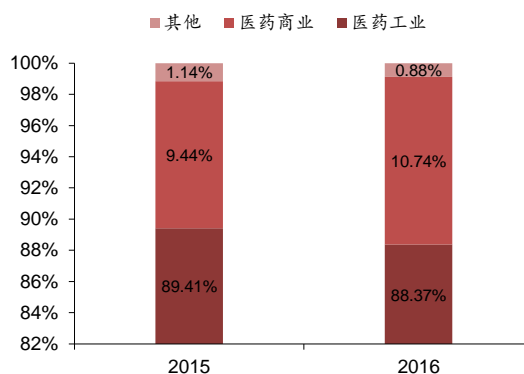
- 公司医药商业收入增长、医药工业收入下降, 医药商业收入占比较 2015 年提高, 造成公司整体毛利率下降 2.24 个百分点。**公司收入组成, 医药工业占比 48.12%、医药商业占比 55.10%; 公司毛利组成, 医药工业占比 88.37%、医药商业占比 10.74%。**Q4 毛利率同比、环比均明显改善, 验证了医药工业渠道调整完成, 恢复增长。**

图表 7: 公司收入组成



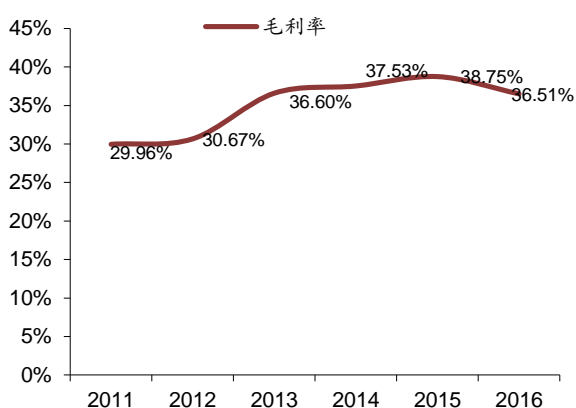
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司毛利组成



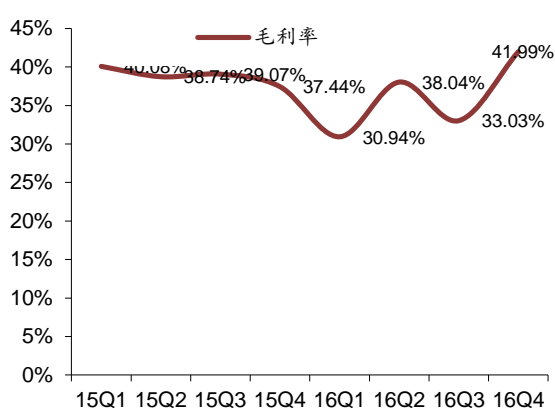
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 年度毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 季度毛利率



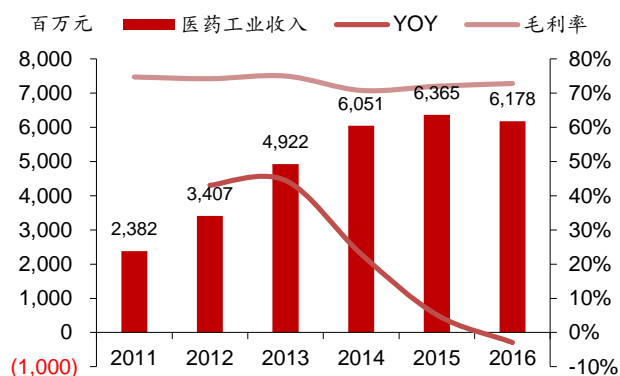
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 医药工业重回增长轨道, 销售费用阶段性增长

公司医药工业渠道调整完成, 2016H2 已重回增长轨道

- 2016 年, 公司医药工业实现收入 61.78 亿元 (-2.93%), 其中下半年医药工业实现收入 35.7 亿元 (+8.68%), 已经重回增长轨道! 公司主要产品受医保控费影响较小, 2008 年以来招标降价幅度不大, 医药工业毛利率同比增加 0.82 个百分点。
- 核心品种销量方面, 复方丹参滴丸同比增长 2.48%、养血清脑颗粒同比下降 0.06%、养血清脑丸同比下降 13.94%、益气复脉同比下降 12.60%、替莫唑胺同比增长 8.45%、水飞蓟宾同比下降 12.19%、丹参总酚酸同比增长 104.74%。

图表 11: 公司医药工业收入&amp;毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 医药工业重回增长轨道

	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2
医药工业收入	3,080.06	3,284.73	2,608.46	3,570.00
收入同比			-15.31%	8.68%
毛利率	71.56%	72.42%	74.78%	71.41%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 加大新品营销投入, 销售费用率阶段性增加

- 2016 年, 公司销售费用率同比增加 1.88 个百分点, 其中 Q4 销售费用 11.82 亿元, 远高于历史水平。我们预计主要原因是公司加大普佑克、丹参多酚酸等医药工业新品营销投入, 加强市场网络建设及学术推广, 销售费用有所增长。预计 2017 年将逐渐回到往年平均水平。

## 看好 FDA III 期临床试验结果, 带动国内增长, 看好国外市场潜力

### 复方丹参滴丸疗效得到循证医学验证, 有望首先带动国内市场销售

- 我们预计随着公司进一步的学术推广, 复方丹参滴丸在国内心血管中成药市场份额将进一步提升。公司将把复方丹参滴丸国内外大量临床研究, 特别是结合为申请美国新药上市进行的 FDA 临床科研结果, 形成多个层次的学术报告, 并开展全国范围系列高端科学教育, 确保中药世界级的研究在中国学术地位和学术成果落地。FDA 是世界公认的、对于新药上市审批最严谨的机构。复方丹参滴丸有望成为第一个被 FDA 批准上市的、用于治疗稳定型心绞痛的中成药, 将助力其在国内, 尤其是在城市大医院的进一步学术推广。同时, 在国内医保控费的大环境下, 复方丹参滴丸作为低价口服制剂, 有望获得更多的市场份额。

### 我们对复方丹参滴丸获得 FDA 批准上市保持乐观, 看好美国市场潜力

- 复方丹参滴丸 FDA II、III 期临床试验结果积极、III 期临床获得 SPA 特许、选择和国际顶尖 CRO 合作, 我们对复方丹参滴丸获得 FDA 批准上市保持乐观。
- 美国有庞大的稳定型心绞痛患者群体, 且近 10 年没有新药获批上市, 我们估计, 市场有极大的潜在需求没有得到满足。如果复方丹参滴丸在美国获批上市, 有望凭借其确切的疗效和安全性, 获得保险公司的青睐, 成为稳定型心绞痛的长期用药。我们看好复方丹参滴丸在美国市场销售的巨大潜力。

## 普佑克、益气复脉进入医保谈判目录，有望给业绩带来弹性

- 公司 2017 年 3 月 30 日公告，普佑克和益气复脉参加国家医保目录价格谈判，有望进入国家医保。目前，普佑克和益气复脉占公司医药工业收入比重较低，未来如果通过医保支持、快速放量，有望给业绩带来弹性。

图表 13：普佑克&益气复脉收入

百万元	2015	2016
普佑克	35.32	37.91
YOY		7.34%
占公司医药工业收入比重	0.55%	0.61%
益气复脉	600.40	475.23
YOY		-20.85%
占公司医药工业收入比重	9.43%	7.69%
合计收入	635.72	513.14
占公司医药工业收入比重	9.98%	8.30%

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 普佑克优于竞争对手，市场潜力超 20 亿

- **普佑克进入心梗溶栓指南，正在拓展脑梗、脑梗适应症。**普佑克（重组人尿激酶原）是“十一五”期间我国批准的唯一一例治疗用一类生物新药，临床用于急性 ST 段抬高性心肌梗死的溶栓治疗，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。普佑克目前正在进行急性肺栓塞适应症和缺血性脑卒中新适应症的临床研究，新适应症获批将打开更广阔的市场空间。
- **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。
- **价格谈判进入医保，普佑克渗透率有望大幅提高，有超 20 亿潜力。**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。目前普佑克中标价格约为 1200 元/支，我们保守假设通过价格谈判，普佑克降价约 1/3（800 元/支）、三个适应症均获批且市占率 10%，则对应 20.8 亿市场空间。

图表 14: 重点城市公立医院溶栓药品市场 (百万元)

医保		2011	2012	2013	2014	2015
阿替普酶	乙类	27.34	26.44	32.25	39.01	49.97
尿激酶	甲类	20.57	19.64	18.85	23.10	24.25
重组人尿激酶原	河北省新农合、上海市地方医保			0.09	0.29	0.44
重组人尿激酶原占比		0.00%	0.00%	0.18%	0.46%	0.60%

来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 15: 普佑克市场空间测算 (假设普佑克降价约 1/3)

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	5%	10.4
缺血性脑卒中		100-150		10%	20.8
肺栓塞		>80		15%	31.2

来源: 中泰证券研究所

### 益气复脉经过循证医学检验, 市场潜力超 15 亿元

- **益气复脉循证医学试验, 疗效显著, 安全性好。**注射用益气复脉 (冻干) 临床用于心力衰竭治疗, 是第一个由国家科技攻关项目资助的现代中药创新剂型研究课题, 并先后获得国家“六五”、“七五”、“九五”攻关项目和国家自然科学基金、国家新药基金、国家 863 重大专项基金等科研项目支持。自益气复脉 2006 年上市以来, 用药人群已超过 80 万人次。2011 年结束的 IV 期临床研究, 观察 2395 例, 其中慢性心衰患者 1134 例, 按心功能疗效评价标准进行临床疗效评估, 总有效率 87.46%; 入组心绞痛患者 1261 例, 患者心绞痛发作次数由治疗前平均 4.65 次/周, 2 周治疗后下降为平均 1.14 次/周, 治疗前后差别显著。益气复脉上市以来按国家 ADR 中心公布的不良反应发生率为 0.147%, 属“偶见”级别。
- **益气复脉如果进入医保, 市场潜力超 15 亿元。**心力衰竭是一个亟待解决的全球性医疗难题, 目前全球有超过 2600 万心力衰竭患者, 并呈逐年持续增加的趋势, 《中国心血管病报告 2013》显示中国的心力衰竭的患病人数高达 450 万人。心力衰竭病死率相当高, 住院死亡率高达 4%, 出院 60 天内死亡或者再入院率达 30% 以上, 5 年死亡率约为 40-50%。目前, 益气复脉招标价格约为 43 元/支, 我们保守假设通过价格谈判, 益气复脉降价约 1/3 (30 元/支)、用药时间为一周、市场占有率 20%, 则对应 15.12 亿市场空间。

图表 16: 益气复脉市场空间测算 (假设益气复脉降价约 1/3)

适应症	患者 (万人)	益气复脉市占率	益气复脉市场空间 (亿元)
心力衰竭	450	20%	15.12
		30%	22.68
		40%	30.24

来源: 中泰证券研究所

## 生物创新药布局决心强，在研产品丰富

### 上海天士力有成功开发一类生物新药的经验

- 上海天士力是公司的生物药生产研发平台，有成功开发一类生物新药的经验。上海天士力研发的普佑克（重组人尿激酶原）为“十一五”重大新药创制科技重大专项、国家一类生物新药，是“十一五”期间我国批准的唯一一例治疗用一类生物新药。

### 通过构建全面性研发平台，生物药研发梯队丰富

- 公司在创新药领域布局决心极强，丰富的研发梯队将成为未来产品线的有力补充。公司以上海天士力药业为依托，布局生物医药产业，陆续通过天士力创世杰（天津）生物制药有限公司、上海赛远生物科技有限公司、天视珍生物技术（天津）有限公司合并天境生物科技（上海）有限公司等投资重大举措，构建了集早期开发、生产制备到临床开发全面性平台，具有中国创新生物药领域强大的在研管线，拥有 14 个正在研发的生物药。预计截至 2018 年将共有 11 个产品 IND，截至 2017 年将开展 2 个国际/中国临床试验。

图表 17：公司生物药合作一览

合作时间	合作方	合作内容
2015年10月16日	韩国Genexine	共同组建天视珍（公司持股1/3），引进Genexine三个在临床阶段的长效蛋白类药物；在中国合作研发新药
2015年8月28日	珠海亿胜	共同开发及运营重组蛋白类药物
2017年1月24日	赛远公司	收购股权并根据研发进度进一步增资，涉及安美木单抗、CD47靶点和TIM-3靶点
2017年3月22日	天境生物	天视珍与天境生物合并，构建集早期开发、生产制备到临床开发全面性平台，拥有14个正在研发的生物药
2012年7月27日	Transgene	成立合资公司天士力创世杰

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：公司部分生物药在研品种一览

在研品种	项目来源	研发阶段	适应症	预计进展
PD-L1单抗	I-Mab	临床前（即将对外授权）	肿瘤	即将对外授权
GM-CSF单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤	预计2018提交IND
LAG3单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤	预计2018提交IND
VISTA单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤	预计2018提交IND
CD47单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤	预计2018提交IND
CD73单抗	I-Mab	预计2018提交IND	肿瘤	预计2018提交IND
PD-L1/GMCSF双特异性抗体	I-Mab	临床前	肿瘤	
PD-L1/LAG-3双特异性抗体	I-Mab	临床前	肿瘤	
GX-H9	Genexine	在欧盟和韩国进入 II 期临床研究	适用于儿童和成人生长激素缺乏	
GX-G3	Genexine	即将进入韩国和海外的 II 期临床研究	适用于中性粒细胞减少	
GX-G6	Genexine		糖尿病（长效GLP-1）	
GX-P2	Genexine		肿瘤（长效PD-L1）	
GX-G8	Genexine		小肠短小综合症（长效GLP-2）	
安美木单抗	赛远公司	获得临床试验批件	肿瘤	
Amiprelumab	赛远公司	即将进入临床前研究阶段	肿瘤免疫治疗	
抗TIM-3治疗性抗体	赛远公司	分子获得和活性评价方法的建立	恶性实体瘤	
T101	Transgene	申报临床	乙型肝炎免疫治疗	纳入临床“优先审评程序”

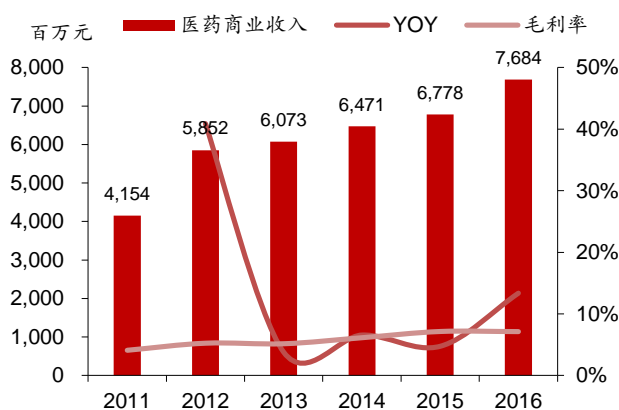
来源：公司公告，中泰证券研究所



## 受益于两票制+激励机制完善，医药商业有望保持较快增长

- **2016年，公司医药商业实现收入76.84亿元(+13.36%)，毛利率7.12%，同比微降0.02个百分点。**2016年11月8日，中共中央办公厅、国务院办公厅转发《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》，明确提到公立医院药品采购逐步实行“两票制”。我们认为，两票制将促进医药商业市场洗牌，淘汰中小型医药商业公司，市场份额向区域龙头集中。公司全资子公司天津天士力医药营销有限公司控股24家医药商业流通企业，分布于天津、北京、湖南、广东、陕西、辽宁、山东等七个省市。公司自**2015年开始优化医药商业业务，减少药品调拨业务、加强医院等终端销售**，我们预计天津天士力将在两票制推广的过程中不断提高市场份额，医药商业有望保持较快增长。
- **全资子公司天津天士力医药营销拟挂牌新三板。**截至目前已完成对两个公司组织架构变更、业务转移、资产剥离、人员梳理、流程再造等和天士力医药营销集团股份制改制等各项重要工作，并于近期取得了股份制变更后的《营业执照》，其新三板挂牌相关工作正在有序推进中。我们预计，天士力医药营销挂牌新三板有利于提升其独立融资能力、进一步拓展医药商业业务。医药商业子公司后续有望进一步完善激励机制，促进业绩快速增长。

图表 19：公司医药商业收入&毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 副总兼董秘于总具有国际化视野，将助力中药国际化战略

- **原华为、中民投高管于总任公司副总兼董秘，加速国际化布局。**公司原董秘刘总由于工作安排，到天士力集团任职，不再担任上市公司任何职务。新任董秘于总1975年出生，MBA，曾任华为品牌规划管理部部长、中国媒体事务部部长等职务，主导过华为市场管理流程变革、全球品牌策略和重大外部沟通等项目。2015年初加入中国民生投资股份有限公司集团董事局，担任品牌管理办公室主任，主导投资集团及其下属被投公司的品牌体系管理工作。2016年底加入公司，担任副总经理。我们认为，于总有丰富的全球品牌运营经验，有利于推进公司的中药国际化

战略。

## 推出高管员工持股计划，对未来充满信心

- **2017年3月30日**，公司公告推出员工持股计划（草案），参与人员均为公司高管，彰显对公司未来的信心。员工持股计划筹集资金总额上限为 2,000 万元，通过二级市场购买（包括大宗交易以及竞价交易等方式）等方式购买公司股票。员工持股将在股东大会审议通过后 6 个月内完成购买，锁定期 12 个月。

图表 20：推出高管员工持股计划

持有人姓名	持有人职务	出资金额（万元）	份额比例
闫凯境	董事长	187.5	9.38%
孙鹤	副董事长	187.5	9.38%
闫希军	董事	187.5	9.38%
吴迺峰	董事	187.5	9.38%
朱永宏	董事总经理	187.5	9.38%
张建忠	监事会主席	187.5	9.38%
刘俊峰	副总兼董秘	187.5	9.38%
叶正良	监事会副主席	62.5	3.13%
蔡金勇	职工监事	62.5	3.13%
鞠爱春	职工监事	62.5	3.13%
刘金平	常务副总经理	62.5	3.13%
章顺楠	副总经理	62.5	3.13%
苏晶	副总经理	62.5	3.13%
李立新	副总经理	62.5	3.13%
刘宏伟	副总经理	62.5	3.13%
合计		2000	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测与投资建议

- **盈利预测和投资建议：**看好 FDA 三期数据将带来公司转折向上。我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 160.65 亿、185.87 亿、211.48 亿，同比分别增长 15.2%、15.7%、13.78%；净利润分别为 14.97 亿、18.7 亿、23.48 亿，同比分别增长 27.22%、24.96%、25.54%。我们给予天士力 2017 年 PE 35-40 倍，对应股价 48.7-55.6 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- **复方丹参滴丸后续 FDA 审批风险。**复方丹参滴丸能否获得 FDA 批准上市还不确定，公司存在研发失败、研发费用大量损失的风险。
- **药品降价的风险。**目前由于医保控费，药品降价压力较大，公司产品存在因降价而影响公司收入和利润的风险。

图表 21: 天士力盈利预测 (百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,567	13,222	13,945	16,065	18,587	21,148
增长率	13.24%	5.2%	5.5%	15.2%	15.7%	13.8%
营业成本	-7,857	-8,102	-8,854	-10,171	-11,628	-13,069
% 销售收入	62.5%	61.3%	63.5%	63.3%	62.6%	61.8%
毛利	4,710	5,120	5,092	5,894	6,959	8,079
% 销售收入	37.5%	38.7%	36.5%	36.7%	37.4%	38.2%
营业税金及附加	-102	-121	-151	-161	-194	-216
% 销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-1,822	-1,991	-2,362	-2,691	-3,085	-3,489
% 销售收入	14.5%	15.1%	16.9%	16.8%	16.6%	16.5%
管理费用	-810	-959	-869	-1,125	-1,264	-1,417
% 销售收入	6.4%	7.3%	6.2%	7.0%	6.8%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	1,976	2,049	1,709	1,918	2,416	2,957
% 销售收入	15.7%	15.5%	12.3%	11.9%	13.0%	14.0%
财务费用	-291	-261	-228	-82	-75	-33
% 销售收入	2.3%	2.0%	1.6%	0.5%	0.4%	0.2%
资产减值损失	16	-52	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	-10	-2	-6	-4
% 税前利润	—	0.3%	—	—	—	—
营业利润	1,701	1,741	1,466	1,834	2,334	2,919
营业利润率	13.5%	13.2%	10.5%	11.4%	12.6%	13.8%
营业外收支	24	48	30	39	35	37
税前利润	1,725	1,790	1,496	1,873	2,369	2,956
利润率	13.7%	13.5%	10.7%	11.7%	12.7%	14.0%
所得税	-283	-272	-277	-316	-419	-510
所得税率	16.4%	15.2%	18.5%	16.9%	17.7%	17.3%
净利润	1,442	1,518	1,219	1,557	1,950	2,446
少数股东损益	82	45	43	61	80	98
归属于母公司的净利润	1,360	1,473	1,176	1,497	1,870	2,348
净利率	10.8%	11.1%	8.4%	9.3%	10.1%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,450	1,524	1,219	1,557	1,950	2,446
少数股东损益	0	0	0	61	80	98
非现金支出	247	373	350	365	399	444
非经营收益	236	214	193	79	97	56
营运资金变动	-1,317	-1,771	-609	-563	-1,183	-971
经营活动现金净流	617	340	1,154	1,499	1,344	2,073
资本开支	755	695	521	180	228	204
投资	79	-272	-194	0	0	0
其他	109	56	61	-2	-6	-4
投资活动现金净流	-566	-911	-654	-182	-234	-208
股权募资	2	1,580	12	0	0	0
债权募资	1,272	-28	590	559	-111	-1,573
其他	-1,203	-1,267	-835	-116	-731	-89
筹资活动现金净流	71	285	-233	443	-842	-1,662
现金净流量	121	-286	267	1,760	268	203

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,116	1,080	1,330	3,029	3,217	3,322
应收款项	4,915	6,489	7,147	7,845	9,221	10,409
存货	1,477	1,764	2,012	2,101	2,441	2,722
其他流动资产	281	564	687	685	755	786
流动资产	7,788	9,897	11,176	13,660	15,634	17,239
% 总资产	60.3%	64.2%	65.3%	70.2%	73.4%	75.9%
长期投资	409	530	685	685	685	685
固定资产	3,516	3,688	3,908	3,774	3,619	3,414
% 总资产	27.2%	23.9%	22.8%	19.4%	17.0%	15.0%
无形资产	1,002	1,181	1,266	1,254	1,272	1,275
非流动资产	5,133	5,516	5,951	5,805	5,668	5,465
% 总资产	39.7%	35.8%	34.7%	29.8%	26.6%	24.1%
资产总计	12,921	15,413	17,126	19,464	21,302	22,704
短期借款	3,489	2,985	2,788	3,347	3,236	1,664
应付款项	2,946	2,745	3,178	3,394	3,894	4,370
其他流动负债	331	856	2,192	2,803	2,301	2,355
流动负债	6,767	6,586	8,159	9,544	9,432	8,388
长期贷款	15	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,071	1,120	761	761	761	761
负债	7,853	7,706	8,920	10,305	10,193	9,149
普通股股东权益	4,838	7,469	7,964	8,855	10,726	13,073
少数股东权益	231	237	243	304	384	481
负债股东权益合计	12,921	15,413	17,126	19,464	21,302	22,704

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.317	1.363	1.089	1.385	1.731	2.173
每股净资产 (元)	4.684	6.913	7.371	8.196	9.927	12.100
每股经营现金净流 (元)	0.597	0.315	1.068	1.331	1.169	1.828
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.560	0.560	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.11%	19.72%	14.77%	16.90%	17.44%	17.96%
总资产收益率	10.74%	9.75%	7.01%	7.83%	8.92%	10.50%
投入资本收益率	21.06%	17.59%	14.85%	17.35%	18.34%	21.07%
增长率						
营业总收入增长率	13.24%	5.21%	5.47%	15.20%	15.70%	13.78%
EBIT增长率	24.15%	3.65%	-16.56%	12.20%	25.95%	22.39%
净利润增长率	25.02%	8.28%	-20.12%	27.22%	24.96%	25.54%
总资产增长率	24.09%	19.29%	11.08%	13.65%	9.44%	6.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.5	113.2	124.6	118.9	121.7	120.3
存货周转天数	63.7	73.0	77.8	75.4	76.6	76.0
应付账款周转天数	51.4	62.4	68.1	65.2	66.7	66.0
固定资产周转天数	72.3	77.5	82.7	79.6	70.5	63.4
偿债能力						
净负债/股东权益	62.86%	35.08%	22.64%	7.84%	3.78%	-9.29%
EBIT利息保障倍数	6.8	7.9	7.5	23.4	32.1	88.7
资产负债率	59.99%	49.00%	51.11%	52.11%	47.00%	39.39%

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。