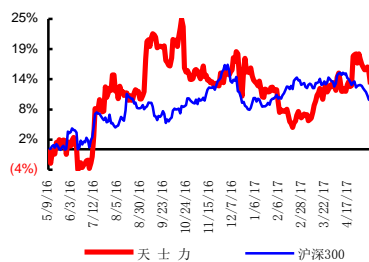


## 天士力(600535)/中药

## 携手法国 Pharnext 公司, 创新药布局再下一城

**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.qizq.com.cn**
**联系人: 张天翼**
**Email: zhangty@r.qizq.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)	40.37
市值(百万元)	43,619
流通市值(百万元)	41,696

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 天士力(600535)公司点评: 2017 一季度业绩拐点, 医药工业恢复快速增长-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)-20170415
- 2 天士力(600535)公司点评: 2016 业绩筑底, 2017 进入新的快速增长期-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)-20170330
- 3 天士力(600535)公司点评: 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
- 4 天士力(600535.SH)深度报告: 公司 2017 年基本面拐点将现, 看好复方丹参滴丸 FDAIII 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	29.04	23.34	18.60
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**
**■ 公司拟与法国创新药研发公司 Pharnext 签署相关协议:**

1. 公司拟通过全资子公司香港天士力向 Pharnext 投入总额为 2000 万欧元的投资, 包括以 500 万欧元认购 Pharnext 新增发的普通股(对应的投后的股权占比为 3.57%)以及认购 1500 万欧元的可转债(若成功转股, 可投资获得 115.38 万股, 对应的投后的股权占比为 9.02%), 合计可获得的 Pharnext 股权比例为 12.59%;

2. 公司和 Pharnext 以及 Pharnext 创始人 Daniel Cohen 三方同意共同在中国天津设立一家基于 Pharnext 和天士力双方技术优势的 药物研发平台公司, 在药物产品领域进行技术创新、产品开发、产品商业化管理。合营公司投资额 2 亿元, 注册资本 1.43 亿元, 公司以现金出资 1 亿元控股合营公司、Pharnext 以技术作价 0.43 亿元, Daniel Cohen 博士以提供技术支持享有股份。各方同意将 Pharnext 目前正在研发的 PXT3003 药物在大中华区域内的临床实验、产品上市、制造以及销售的权利一次性(200 万欧元)转让给合营公司。

**■ 携手 Pharnext, 创新药布局再下一城。公司通过战略投资, 与 Pharnext 深度合作, 并将在天津成立由天士力控股的合资公司, 推进包括 PXT3003 在内的创新药研发。**

1. 天士力控股的合营公司将获得 PXT3003 在大中华区域的权益。PXT3003 的顺利推进, 将增强公司在孤儿药治疗领域及神经退行性疾病治疗领域的布局。Pharnext 致力于协同增效的复方药物开发, 专注于神经性疾病的孤儿药和常见药物, 包括腓骨肌萎缩症、阿尔兹海默症、帕金森症以及肌萎缩性脊髓侧索硬化等。Pharnext 有两个组合药物进入临床阶段: (1)PXT3003 治疗 CMT1A, (2)PXT864 治疗 AD; 以及多个临床前研究项目。其中, Pharnext 独家专利组合药物 PXT3003 经欧美 II 期临床验证对于治疗 CMT1A 有较好的疗效, 目前正在进行全球同步 III 期临床研发。

2. Pharnext 基于疾病大数据与专家系统相结合的生物网络药理的创新组合药物快速筛选技术具有国际领先水平, 将有效提升天士力在组合药物的创新研发能力及丰富生物医药产品线。合营公司组建后, 将继续依托天士力现有生物医药研发平台、天然植物药的组分数据库、中国市场的优势以及 Pharnext 在组合药物研发方面的技术优势达到双方优势互补, 构建更多疾病生物网络药理模型用于组合药物开发, 同时推进作用机制清晰的现代复方中药研发。

**■ 盈利预测与投资建议: 我们维持判断公司 2017 年进入新的快速增长期, 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%。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: 公司战略投资法国 Pharnext

投资额	投资方式	价格/转股价	对应投后股权占比
500万欧元	参与增发	12.5欧元/股	3.57%
1500万欧元	认购可转债	13欧元/股	9.02%

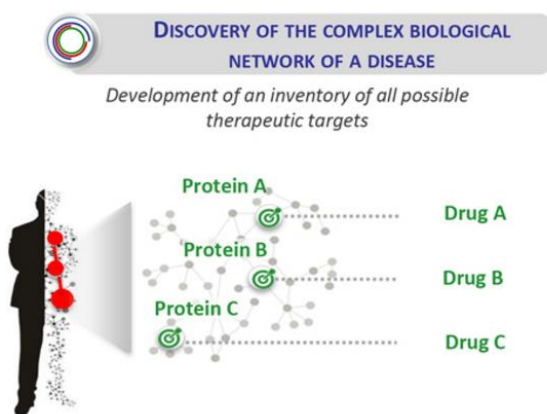
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## Pharnext 专注神经疾病组合药, Cohen 博士研发经验丰富

Pharnext 基于 GWAS 的组合药物研发平台, 两个组合药进入临床阶段

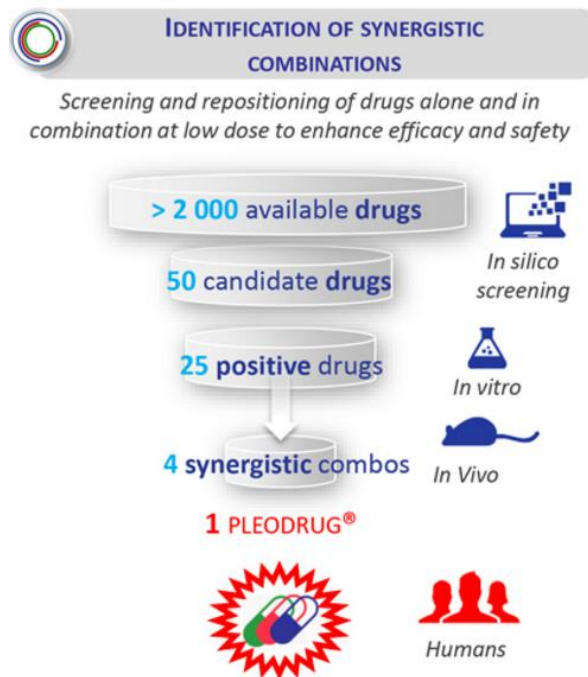
- **GWAS 寻找疾病相关靶点**, 然后通过组合药物筛选, 把已批准用于其他疾病的各种药物组合起来使用, 找到可以抑制多种疾病通路的组合药物 (PLEODRUG)。
  1. **GWAS 寻找疾病相关靶点**: 全基因组关联分析 (Genome-wide association study, GWAS), 是指在人类全基因组范围内找出存在的突变, 即单核苷酸多样性 (SNP), 从中筛选出与疾病相关的突变 (SNPs) 和靶点;
  2. **计算机模拟筛选**: 找出 50 种候选药物 (1 年);
  3. **体外筛选**: 找出 25 种有活性的药物; 把 25 种有活性药物组合使用, 找出有协同效应的 4 种组合药物 (1 年);
  4. **通过体内筛选**: 在 2 种动物中测试组合药物活性。在 2 种动物中均表现出活性的组合药物, 将进入临床试验 (1 年)。

图表 2: GWAS 寻找疾病相关靶点



来源: 公司网站, 中泰证券研究所

图表 3: 组合药物筛选



来源: 公司网站, 中泰证券研究所

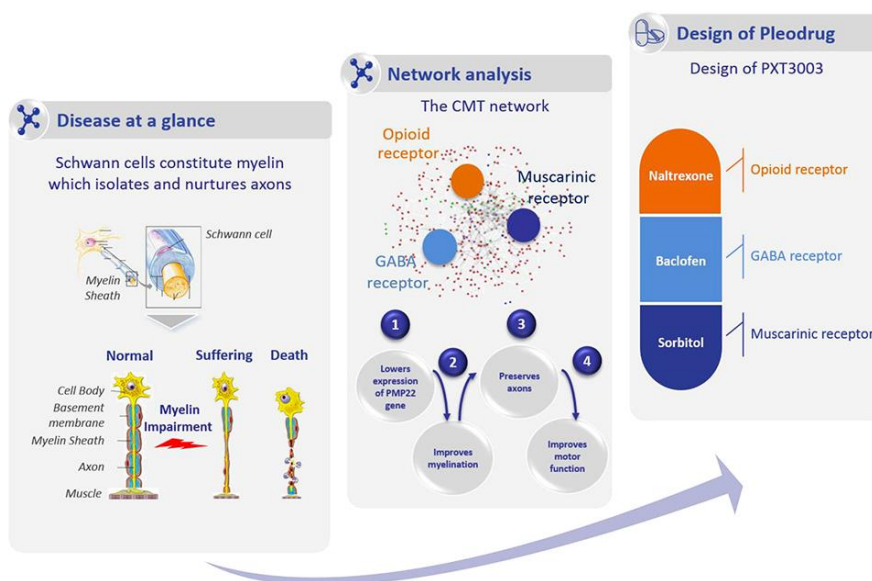
- **Pharnext** 已经有两个项目进入临床试验。用于治疗 1A 型腓骨肌萎缩症 (CMT1A) 的 PXT3003 和用于治疗老年痴呆 (AD) 的 PXT864 已经进入临床试验。Pharnext 还拥有多个临床前研究项目。
- **合营公司拟合作产品 PXT3003 欧美 II 期临床试验疗效好, 已获得 FDA 和 EMA 孤儿药认证。** PXT3003 为治疗腓骨肌萎缩症 (Charcot-Marie-Tooth, CMT) 1A 型的独家专利组合药物, 腓骨肌萎缩症亦称为遗传性运动感觉神经病 (HMSN), 具有明显的遗传异质性, 欧美发病率为 1:3300~1:2500, CMT1A 发病率占 CMT 总数的 57%~37%。国内流行病学数据缺乏。腓骨肌萎缩症目前全球没有明确疗效药物治疗, PXT3003 经欧美 II 期临床验证对于治疗 CMT1A 有较好的疗效, 经欧美同步开发, FDA 和 EMA 均授予孤儿药地位。目前已完成 80 例病人 6 个中心的二期临床试验, 正在进行全球同步三期临床研究。并于 2015 年第四季度启动国际三期临床研究 (欧美共 27 个临床中心), 已完成 300 例轻中度 CMT1A (腓骨肌萎缩症 IA 型) 患者入组筛查。Pharnext 目前正在积极进行有关工作以期在欧洲尽快获得该药的早期市场准入资格, 可在欧洲进行销售。**PXT3003 引进国内后, 将尽快启动新药申报程序, 与相关审批部门协商有效路径, 加快审批程序。**

图表 4: Pharnext 部分组合药品

在研产品	成分	靶点	作用
PXT3003	环丙甲羟二羟吗啡酮	阿片类药物拮抗剂	麻醉药拮抗剂, 用于治疗酒精和毒品上瘾的患者
	巴氯芬 山梨(糖)醇	GABA受体激动剂	多发性硬化症和脊髓其他疾病的痉挛 脑水肿及青光眼。也可用于心肾功能正常的水肿少尿
PXT864	巴氯芬	GABA受体激动剂	多发性硬化症和脊髓其他疾病的痉挛
	阿坎酸	GABA受体激动剂	酒精依赖病人的戒断治疗

来源: 公司网站, 中泰证券研究所

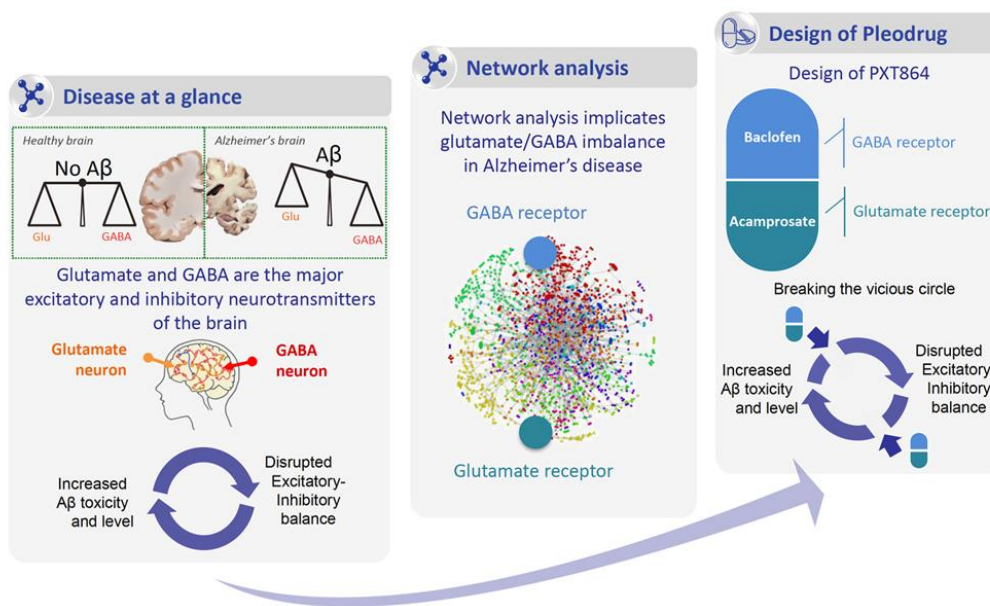
图表 5: PXT3003



来源: 公司网站, 中泰证券研究所



图表 6: PXT864

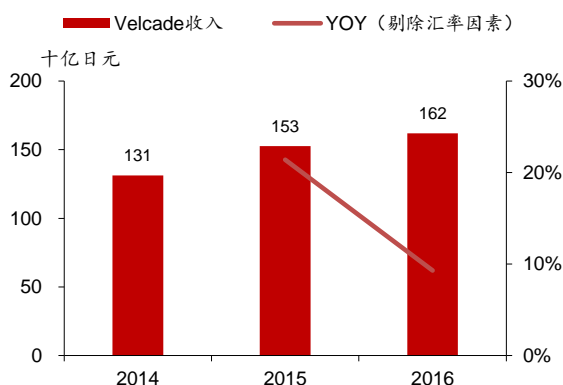


来源：公司网站，中泰证券研究所

**Pharnext 创始人 Cohen 博士研发经验丰富，曾成功开发硼替佐米**

- Pharnext 创始人 Daniel Cohen 教授是免疫遗传学博士，师从诺贝尔奖获得者 Jean Dausset 教授，从事遗传学研究近 40 年，是 CEPH（人类多态性研究中心）创立者和 HLA（人类白细胞抗原）遗传学专家。参与了人类基因组计划，拥有世界上第一份全基因组关联分析（GWAS）专利。上海交通大学和西安交通大学的荣誉教授。拥有超过 150 篇论文和专利，其中 21 篇发表在 Cell、Nature 或 Science 上。1997 年获得法国最高奖励法国荣誉军团勋章。成功创立了 Millennium（千禧制药）并以 80 亿美元被 Takeda 公司收购。
- Millennium（千禧制药）曾成功开发全球首个小分子蛋白酶体抑制剂硼替佐米（Velcade），用于多发性骨髓瘤以及套细胞淋巴瘤的治疗。2016 财年（2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日），Velcade 全球实现收入 1620 亿日元，约合 14.21 亿美元。

图表 7: Velcade 全球收入（财年）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8: 天士力盈利预测

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
应收账款	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
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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。