

2014年4月30日

闫永正
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

47.00

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2014/4/29)	36.74		
上证综指(2014/4/29)	2020.34		
股价 12 个月高/低	80.41/36.15		
总发行股数(百万)	1032.84		
A 股数(百万)	1032.84		
A 市值(亿元)	379.47		
主要股东	天士力控股集团 有限公司 (47.27%)		
每股净值(元)	3.98		
股价/账面净值	9.22		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-5.8	-18.1	1.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	25.17	买入
	2013-1-24	

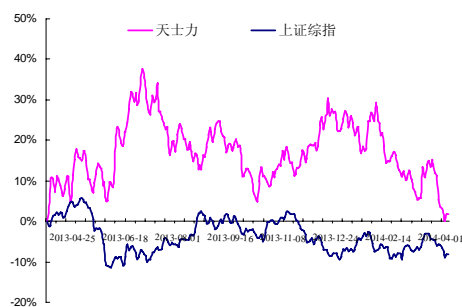
产品组合

医药商业	54.72%
医药工业	44.35%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	24.4%
一般法人	48.0%

股价相对大盘走势



天士力(600535.SH)

Buy 买入

产品“雁行梯队”形成，成长动能依旧

结论与建议：

作为中药现代化领军企业，在保持核心产品快速增长的同时，二线产品梯队快速形成，目前公司除丹滴外过亿产品还有 10 个，集团化优势明显，业绩成长将会更加稳健。同时伴随着“一核两翼”战略实施，化药、生物药并进及中药国际市场的开拓，新的成长空间已经打开，长期投资价值明确。

公司 2014 年一季报显示销售收入同比增长 10.41%，扣非后销售利润同比增长 25.56%，符合预期。我们预计医药工业板块同比增长 20%以上，医药商业仅约有增长，由于业务收入占比结构的改变，一季度毛利率接近 36%，比去年同期提高约 5 个百分点，公司盈利质量进一步提高。

预计 2014 年/2015 年公司分别实现净利润 13.89 亿元 (YOY+27.46%) /17.94 亿元 (YOY+29.15%)，EPS 分别为 1.34 元/1.74 元，对应 2014 年/2015 年 PE 分别为 27 倍/21 倍。结合公司所处行业地位，认为目前估值被低估，给予公司“买入”的投资建议，目标价 47 元(2015 PE 27X)

■ **复方丹参滴丸国内市场持续放量，FDAIII 期助力公司开拓国际市场：**公司核心产品复方丹参滴丸 2013 年完成销售收入 23 亿元，受基药带量采购、严格落实基药用药比例、《廉价药品目录》等利好政策出台的影响，其今年在基层市场的销售依然看好，预计今年仍能保持 10%以上增速。

对于丹参滴丸的 FDAIII 期临床前景我们表示乐观：一方面从药效学角度考虑，该药已经经过多年的临床验证，治疗效果毋庸置疑；另一方面从临床耐受性角度考虑，综合给药途径及中药在临床耐受上所享有的先天优势，认为不需要担心不良反应的出现。此次复方丹参滴丸申报的是全球多中心试验，虽然这样会延缓申报进度，但是一旦获批就等于打开全球主流药品市场的大门，长远来看利大于弊。

其次丹参滴丸 FDA 累积的经验将会给公司其他产品国际化提供很好的基础，预计后期水林佳、穿心莲内酯、丹参多酚酸等成分单一品种、疗效可靠易于标准化的品种均有条件申请。

■ **二线品种发力市场前景看好：**公司二线产品中过亿产品已达 10 个，销售收入占到了医药工业收入的 50%，使公司的产品结构更加均衡，预期今年二线产品继续保持较快增长。

其中益气复脉、丹参多酚酸作为中药注射剂品种，已经完成了 IV 期临床，公司正在积极运作进入今年的新版医保目录，此举将会带来临床快速放量。益气复脉、丹参多酚酸针对大病种、多科室销售，未来销售收入有望突破 20 亿。

公司公告普佑克 2013 年工艺实现重大突破，产能扩大 2.5 倍，作为心梗急救药，一直饱受产能供给困扰，目前市场处于供不应求状态，预计 2014 年开始普佑克未来有望成为 10 亿级品种。

■ **盈利预计：**预计 2014 年/2015 年公司分别实现净利润 13.89 亿元 (YOY+27.46%) /17.94 亿元 (YOY+29.15%)，EPS 分别为 1.34 元/1.74 元，对应 2014 年/2015 年 PE 分别为 27 倍/21 倍。结合公司所处行业地位，认为目前估值被低估，给予公司“买入”的投资建议，目标价 47 元(2015 PE 27X)

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	611	768	1090	1389	1794
同比增减	%	35.65%	25.73%	41.94%	27.46%	29.15%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.18	1.49	1.07	1.34	1.74
同比增减	%	28.26%	26.27%	-28.19%	25.70%	29.15%
市盈率(P/E)	X	31	24	34	27	21
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.20	0.35	0.40	0.52
股息率 (Yield)	%	1.92%	0.55%	0.96%	1.11%	1.43%

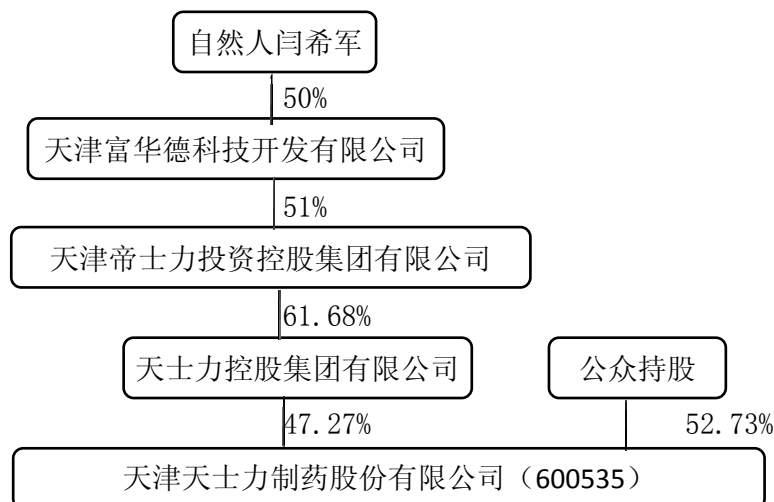
公司概况

天士力制药集团股份有限公司于2002年8月在上海证券交易所挂牌上市(代码600535)，是我国现代化中药龙头企业，是国内最大的滴丸剂型生产企业，拥有全球最大的滴丸生产线。公司是以现代化中药生产和销售为主业的企业，并涉及到化学药、生物药以及医药商业等领域，是国家重点支持的大型医药集团。我们认为伴随公司“一核两翼”战略的实施，在保持核心中成药产业健康发展的同时，开始逐步向化药和生物药领域渗透。公司已经快速崛起为平台型公司，研发、生产、渠道等综合能力将会产生共振、共赢的局面。

股权结构

目前公司总股本为10.33亿股，已全部流通，公司的控股股东为天津天士力集团有限公司(持股比例47.27%)，实际控制人为闫希军家族，其子闫凯先生担任公司董事长职位。

图1：公司股权结构图

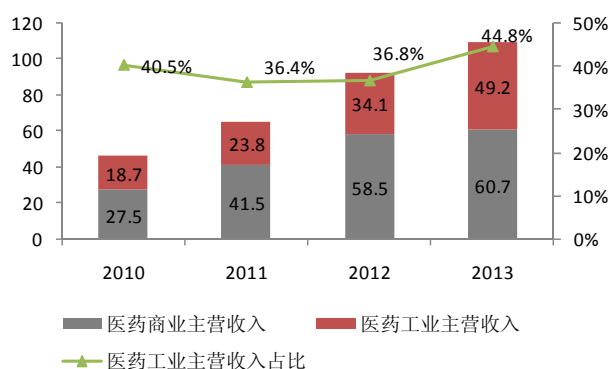


资料来源：公司公告、群益证券

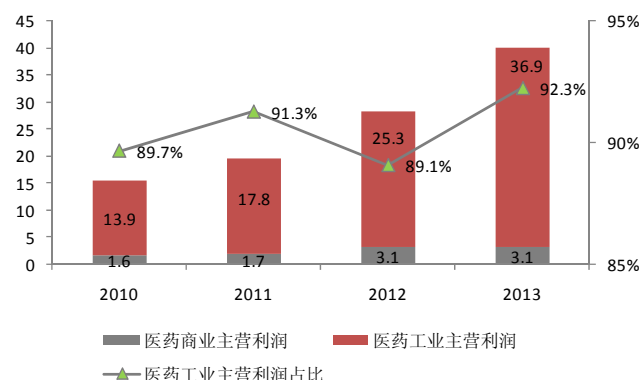
主营业务：

公司主营业务主要包括医药工业与医药商业两大板块。公司年报显示2013年收入111亿元，其中工业收入49亿、主营利润37亿，医药商业收入61亿、主营利润3亿，虽然从收入结构来看医药商业收入占比超过了55%，但由于医药商业的平均毛利率只有5%，所以从利润占比来看医药工业仍然是公司主要收入来源，医药工业贡献的利润超过90%。因此我们对公司的研究重点放在医药工业及其相关产品线上。

图：天士力主营收入结构（亿）



图：天士力主营利润结构（亿）



资料来源：公司公告、群益证券

资料来源：公司公告、群益证券

产品梯队：公司拥有非常深厚的产品线储备

目前公司销售过亿品种已达11个，其中复方丹参滴丸与养血清脑颗粒均为基药独家。核心品种复方丹参滴丸2013年实现销售收入23亿，我们预计未来复方丹参滴丸的销售额有望达到50-60亿元，养血清脑、芪参益气、益气复脉、丹参多酚酸有望达到20亿元，水林佳、普佑克是潜在的10亿级大品种。纵观目前公司的产品线，我们认为受益于复方丹参滴丸FDAIII期临床的推进及基药市场的扩容，公司业绩将开启新一轮的增长。

图：天士力产品线

类别	药品名称	适应症	是否基药	医保	是否独家	是否处方药
心血管	复方丹参滴丸	冠心病	是	甲类	独家	处方药
	养血清脑颗粒/丸	头痛、失眠	是	乙类	独家	OTC
	芪参益气滴丸	冠心病		乙类	独家	处方药
	注射用益气复脉(冻干)	冠心病		地方医保	剂型独家	处方药
	注射用丹参多酚酸	脑梗		地方医保	剂型独家	处方药
	脑醒静	脑梗		乙类		处方药
	注射用重组人尿激酶原	心梗		地方医保	独家（一类新药）	处方药
护肝	水林佳	肝炎、肝异常		乙类	独家	处方药
肠胃用药	荆花胃康胶丸	胃痛、反酸等			独家	OTC
感冒用药	穿心莲内酯滴丸	呼吸道感染		乙类	独家	OTC
	藿香正气滴丸	感冒、风寒		乙类	独家	OTC
	柴胡滴丸	外感发热		乙类	独家	OTC
	亚单位流感疫苗	流感		二类疫苗		处方药
糖尿病用药	糖敏灵丸	II型糖尿病				处方药
	消渴清颗粒	II型糖尿病		乙类	独家	处方药
其他	右佐匹克隆片	失眠		乙类		处方药
	替莫唑胺胶囊	胶质瘤		乙类		处方药
	坤灵丸	月经不调、习惯性流产等				处方药

资料来源：公司公告、群益证券

核心产品市场广阔，FDA认证助力推广
复方丹参滴丸：

复方丹参滴丸主要用于治疗稳定性心绞痛，目前临床一线用药主要有三大类：硝酸酯类、 β -受体阻滞剂和钙通道阻滞剂。这三类药物都具有不同程度的副作用，长期服用会在某种程度上影响心率和血压。复方丹参滴丸与之相较，具有安全、低毒以及副反应较低等优势。

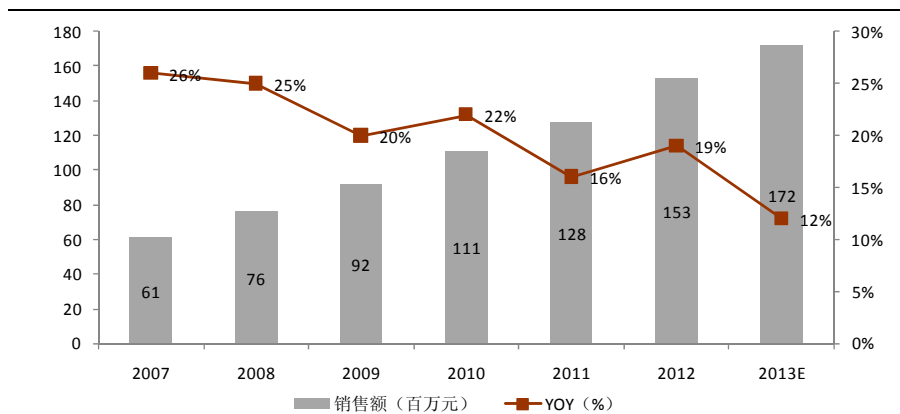
94年上市以来复方丹参滴丸销售收入持续快速增长，2013年销售收入已超过23亿元，为公司贡献50%以上利润，我们预计2014/2015年复方丹参滴丸分别保持10%/11%的稳定增长率。

主要基于以下几点：

1、**广阔市场空间催生重磅品种**。近年来伴随着中国人口老龄化进程和疾病谱的演进，心脑血管病患人数持续快速增长，潜在市场空间迅速放大。而心脑血管

血管类中成药已崛起为市场上规模最大的中成药类别，近年增速基本保持在15%以上。2013年医院终端销售额约900亿元，已经涌现了复方丹参滴丸、脑心通胶囊、通心络胶囊等多个10-20亿元级的重磅品种。

图：样本医院心脑血管药品终端销售额（百万）



资料来源：PDB、群益证券

2、FDA 认证助力营销推广。借着复方丹参滴丸FDA III期临床试验展开的契机，公司不断加强对医疗机构的学术营销力度，而通过FDA认证也显著加强了医生和患者对于产品的信任，将极大的促进终端的营销推广。同时FDA III 期临床试验也为公司叩响了广阔的国际心脑血管市场的大门。

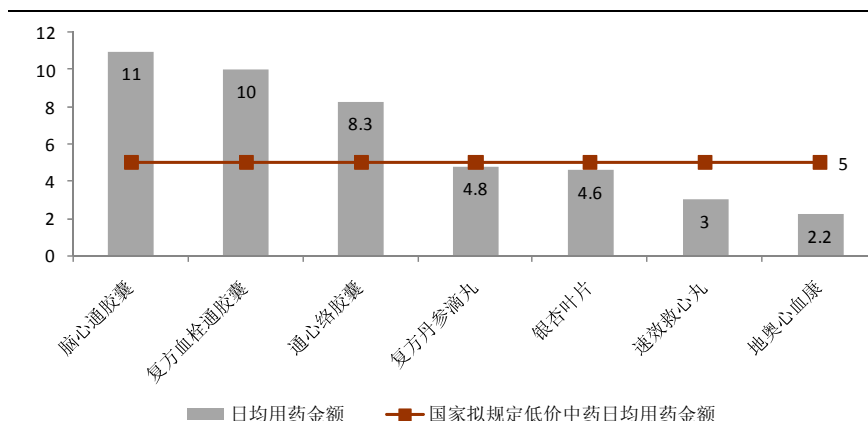
表：FDA临床试验进展

更新时间	2012-7-19	2013-6-26
实验名称	复方丹参滴丸预防和治疗慢性稳定型心绞痛	未变
实验目的	随机、双盲、多临床中心、安慰剂对照，评估复方丹参滴丸的安全性和有效性	未变
测试指标	主要指标：在基线水平、4周末、症状限制的最大运动耐受时间的改变，与安慰剂的比较。 次要指标：症状限制的最大运动耐受时间的改变在第2周末及第6周末与安慰剂的比较	未变
实验详情	受试者960人 起始于2012年6月 预计初步完成时间2014年10月 预计完成时间2015年8月	受试者960人 起始于2012年8月 预计初步完成时间2014年8月 预计完成时间2014年12月

资料来源：FDA、群益证券

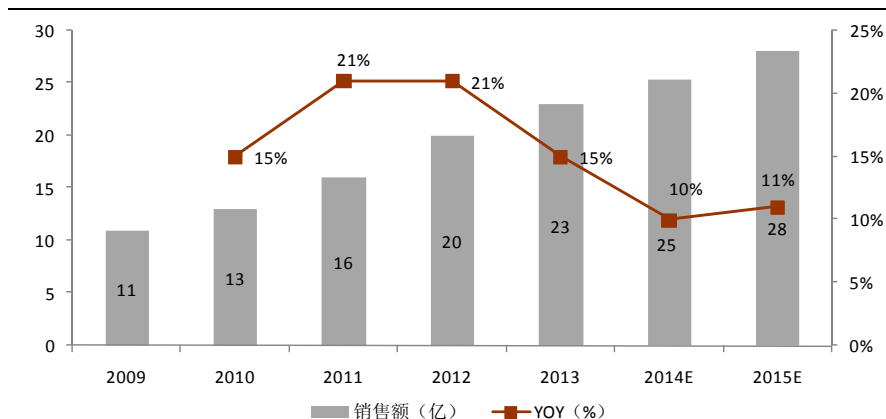
3、强有力的终端价格掌控力。作为基药独家品种，产品在招标中具有非常强的谈判能力；另外由于日均用药金额不到5元，在本轮中药材价格调整中预计不会受到波及。

图：常用口服心脑血管类中成药的日均用药费用（元）



资料来源：公司公告、群益证券

图：复方丹参滴丸销售收入（亿）



资料来源：公司公告、群益证券

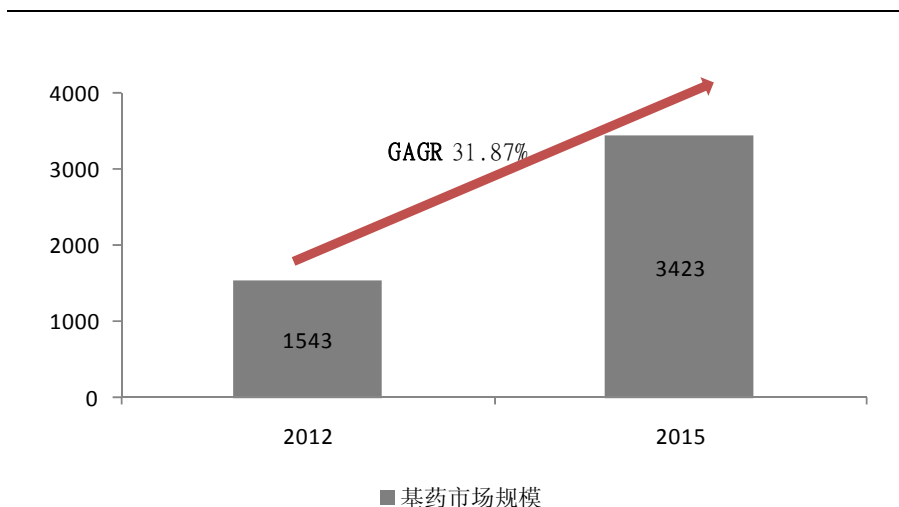
二线品种储备丰厚，协同推动公司持续成长

养血清脑颗粒

养血清脑颗粒以四物汤为基础，主要功能为养血平肝、活血通络，用于心脑血管疾病所引起的慢性脑缺血及原发性所致头晕头痛，眩晕眼花，心烦易怒，失眠多梦等临床病症的治疗，由于和公司核心品种丹参滴丸所适用科室有一定重叠，能够共享原有的销售网络，便于快速推广。

养血清脑颗粒作为 2012 版基药独家品种，将有望受益于二、三级医院提高基药使用比例。公司养血清脑颗粒 2011-2013 年分别实现收入 3.9 亿、5.6 亿、7.2 亿，复合增长率接近 35%。我们保守预估 2014/2015 年养血清脑颗粒将分别保持 25%和 15%的增速。

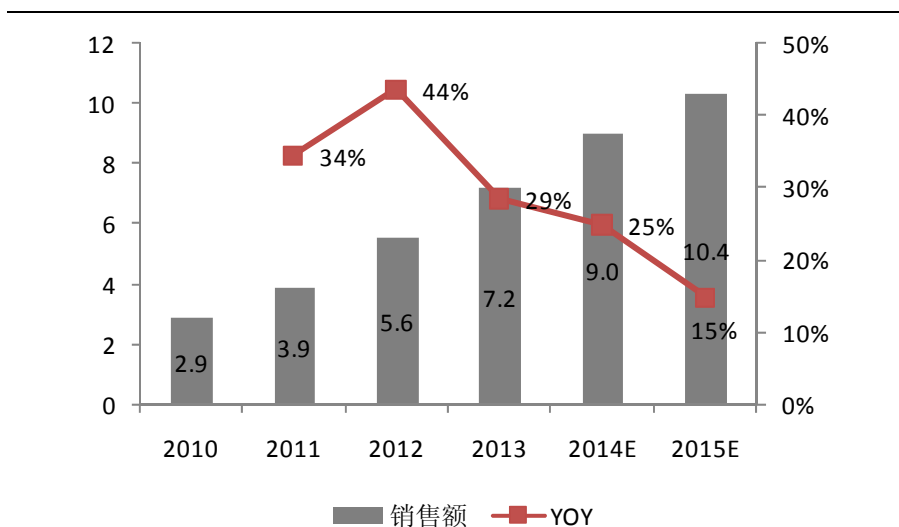
图：基本药物市场规模（亿）



资料来源：健康新闻网、群益证券

307 版基药 2012 年市场规模 1543 亿元，占药品总体规模 15.8%，年均增速维持在 11% 左右；由于新版基药目录品种增加到 520 种，因此预计 520 版基药 2015 年市场规模达到 3432 亿元，较 2012 年翻一番多。

图：养血清脑颗粒销售收入（亿）



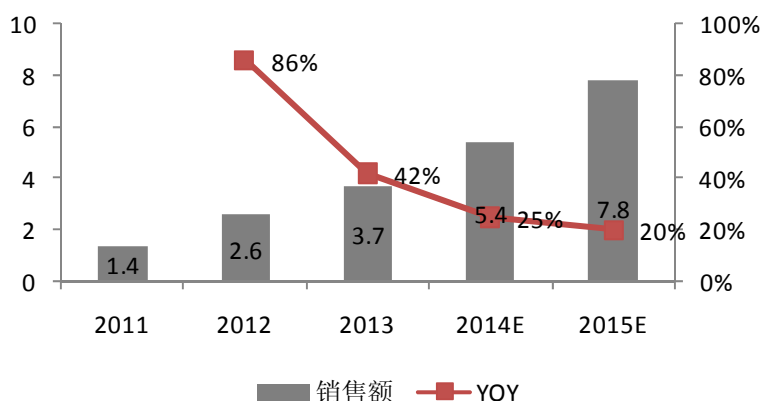
资料来源：PDB、群益证券

益气复脉粉针剂

益气复脉粉针剂于 2007 年上市，是公司首个注射剂产品，也是 SFDA 暂停审批前最后一批中药注射液，用来治疗心绞痛引起的心衰及心肺功能不全等，目前已进入十多个省份的医保目录，未来极有可能运作成为独家基药品种。

益气复脉粉针剂 2011 年-2013 年分别实现收入 1.4 亿、2.6、3.7 亿，复合增长率在 60% 左右。我们预计 2014/2015 年收入增速在 20% 以上。

图：益气复脉粉针剂销售收入（亿）



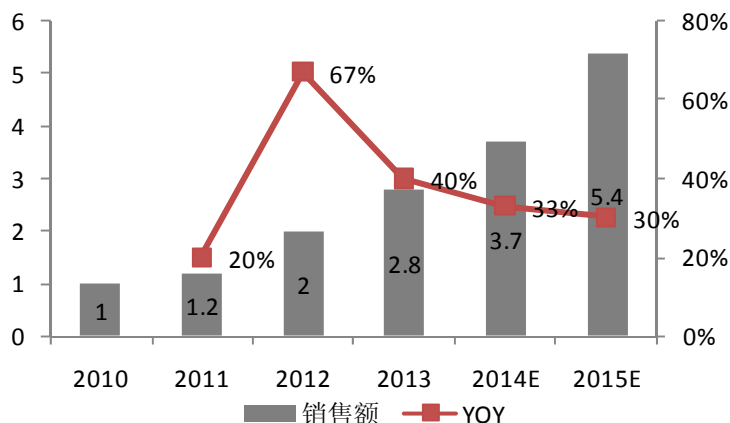
资料来源：PDB、群益证券

水林佳

水林佳通用名为水飞蓟宾胶囊，是从水飞蓟种子中提取“水飞蓟素”所制成的天然植物药。水林佳主要用于急慢性肝病的治疗，具有极佳的耐受性，可直接修复、稳定肝细胞膜，调节肝脂肪代谢，减轻有毒物质引起的脂质过氧化反应的作用，适用于慢性肝炎及脂肪肝的长期治疗。由于疾病谱的变化我国肝病患者人数仍然在以每年 15%以上增速递增，潜在市场非常广阔。

水林佳 2011 年-2013 年分别实现收入 1.2 亿、2、2.8 亿，复合增长率在 40% 左右。基于以上因素我们预计 2014/2015 年收入增速在 30% 左右。

图：水林佳销售收入（亿）

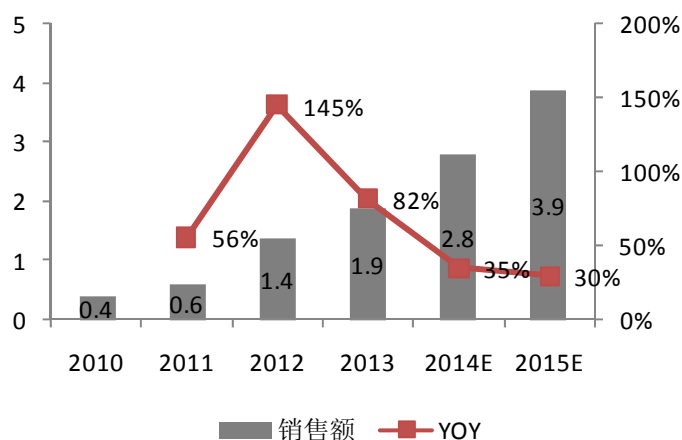


资料来源：PDB、群益证券

芪参益气滴丸

芪参益气滴丸用于气虚血瘀型胸痹，可使心肌梗塞的梗塞范围缩小，主要成分是黄芪、丹参和三七，与复方丹参滴丸分别被应用于心血管疾病治疗的不同临床阶段，可以视为复方丹参滴丸的升级版，在治疗上形成高、低搭配的产品组合。目前该产品已进入国家新版医保乙类目录。2013 年实现销售收入近 2 亿元。基于以上因素我们预计 2014/2015 年收入增速在 35% 左右。

图：样本医院芪参益气滴丸销售收入（亿）

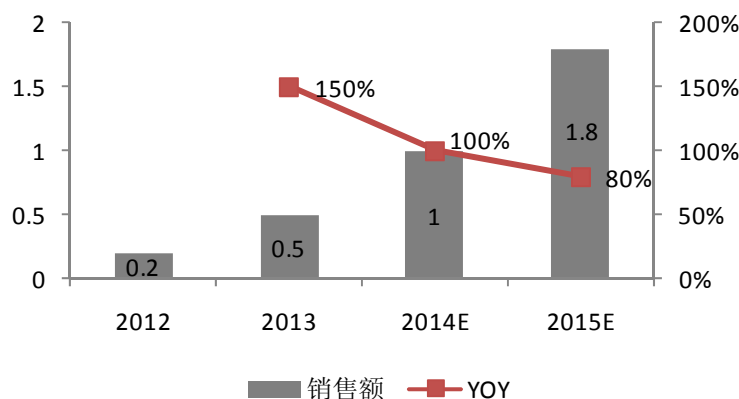


资料来源：PDB、群益证券

丹参多酚酸

丹参多酚酸是丹参有效水溶性成分中含量高、活性最强的一种。具有抑制肝纤维化、降血脂、抗氧化、保护心脑血管等多种药理活性。可治疗脑梗等病症，在病发6-12个小时内都有效。目前正在积极运作进入医保，配合公司在心血管领域长期沉淀的影响力，我们非常看好丹参多酚酸未来的市场潜力。因为基数较低，预计2014/2015年增收收入速会保持在100%以上。

图：丹参多酚酸销售收入（亿）

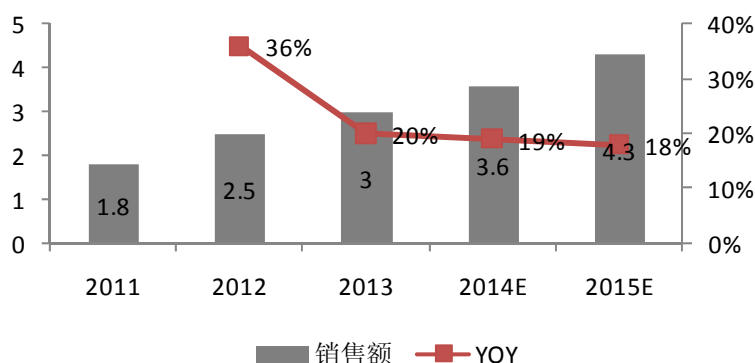


资料来源：PDB、群益证券

替莫唑胺

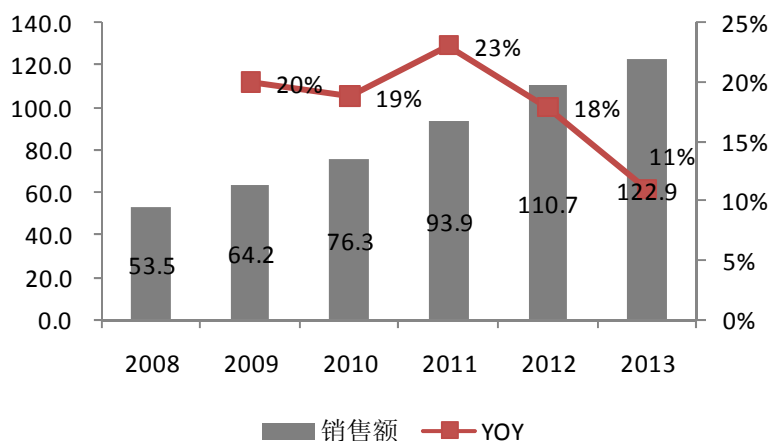
替莫唑胺胶囊：恶性胶质瘤是最常见的颅内原发性肿瘤，占颅脑肿瘤的40-50%，中国年死亡人数达3万人。替莫唑胺胶囊用于治疗脑胶质瘤，公司为国内首仿，目前共有3家企业生产，公司市场份额约45%。公司替莫唑胺凭借国内首仿的优势仍具较大的销售潜力，基于以上因素我们预计2014/2015年销售收入增长有望保持在20%左右。

图：天士力（帝益）替莫唑胺销售额（亿）



资料来源：PDB、群益证券

图：样本医药肿瘤药物销售额（亿）

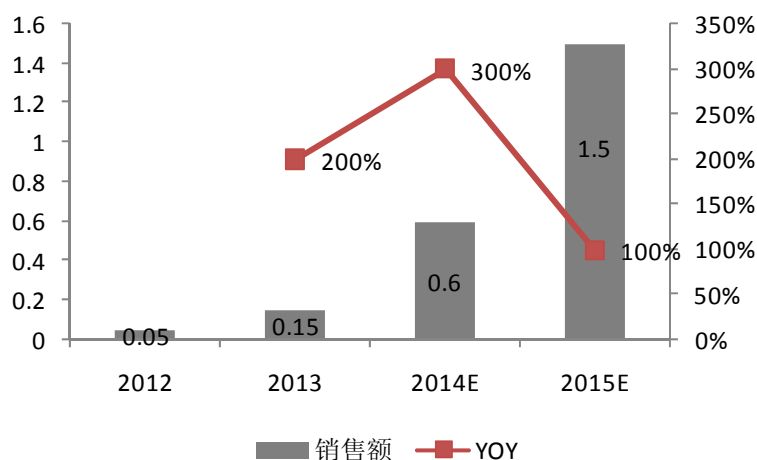


资料来源：PDB、群益证券

普佑克

上海天士力药业有限公司生产的普佑克（重组人尿激酶原）用于治疗急性心梗，是第二代的溶血栓药品，属国家一类新药。普佑克是“十一五”国家新药专项唯一完成产业化的生物药，其四期临床显示溶栓效果和安全性非常好，公司一直寄予厚望。但产能问题导致其销售规模不大，主要是哺乳动物细胞发酵生产难度非常大。2013年公司在工艺革新上取得了突破新进展，产能提升3倍，基于以上因素我们预计2014年将实现“净产净销”。

图：普佑克销售收入（亿）



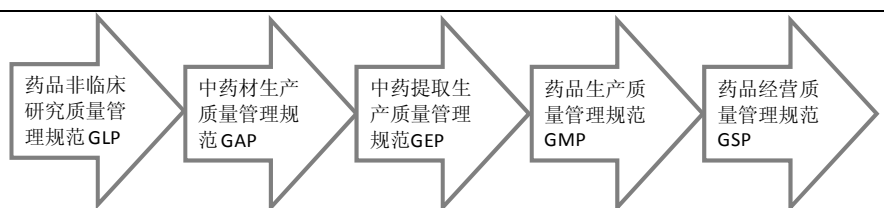
资料来源：公司公告、群益证券

在“一核两翼”的公司战略下，2013年相继完成天士力帝益注入和河南天地药业重组，替莫唑胺、右佐匹克隆以及醒脑静等产品也并入公司，公司药品线得到进一步丰富，13年年报透露公司未来还将继续通过外延并购的方式获取新的药品品种，同时新的品种将与公司现有销售渠道，形成协调效应，共同促进公司业务快速发展。

产业链资源一体化，抗风险能力强

公司在发展过程中始终坚持以现代中药产业链为核心的一体化生产模式，在产业链各环节全程推行标准化管理，注重产业链各环节之间的衔接与协作，关注公司与客户以及外界合作伙伴的协同，以规范管理、降低成本、畅通物流、优化供应链、提高资源利用率等为目标，建立了一条以现代中药制造为核心，集药物研发、药材种植、中间提取、药品制剂、市场营销及售后服务于一体，符合现代中药发展趋势的产业链。同时，结合国际市场需求和标准，提高现有产业链整体质量规范 and 标准，将现有产业链逐步提升至符合国际化标准的现代中药产业链。

图：中成药产业链



资料来源：公司公告，群益证券

营销网络布局完善，体现品牌价值。公司建立总部——区域子公司/专业分公司——办事处三个层级的销售网络，已覆盖全国100%的三级医院，80%以上的二级医院以及近80%的社区医疗机构，医药营销集团下设湖南、陕西、广东、北京、山东、辽宁6家销售分公司，下设28个大区，共400多个办事处，通过每个办事处与当地的医药商业公司合作，完善了医药营销网络的布局。

收入预测假设：

表：收入与毛利拆分预测（亿）

收入	2011	2012	2013	2014E	2015E
复方丹参滴丸	16.0	20.0	23.0	25.3	28.0
YOY		25%	15%	10%	11%
养血清脑颗粒	3.9	5.6	7.2	9.0	10.4
YOY		43%	29%	25%	15%
益气复脉粉针剂	1.4	2.6	3.7	4.6	5.6
YOY		86%	42%	25%	20%
水林佳	1.2	2.0	2.8	3.7	4.8
YOY		67%	40%	33%	30%
荆花胃康	0.6	1.1	2.0	2.7	3.4
YOY		98%	82%	35%	25%
芪参益气滴丸	0.6	1.1	1.9	2.6	3.3
YOY		98%	73%	35%	30%
藿香正气	0.7	1.1	1.5	1.8	2.2
YOY		57%	36%	20%	20%
穿心莲内酯	0.7	1.0	1.4	1.8	2.3
YOY		36%	47%	30%	25%
丹参多酚酸		0.2	0.5	0.8	1.0
YOY			150%	50%	30%
尿激酶原		0.1	0.2	0.6	1.2
YOY			200%	300%	100%
替莫唑胺（帝益）			3.0	3.6	4.3
YOY			20%	19%	18%
右佐匹克隆片（帝益）			1.1	1.7	2.1
YOY			83%	40%	25%
脑醒静（天地药业）			1.0	1.2	1.5
YOY			30%	20%	22%
其他	(1.3)	(0.6)	(0.1)	0.0	0.0
YOY					
医药工业收入	23.8	34.1	49.2	59.3	70.1
YOY		43.0%	45.0%	17.1%	15.3%
毛利率	74.7%	74.0%	75.0%	75.0%	75.0%
医药商业收入	41.5	58.5	60.7	61.3	61.9
YOY		41.0%	4.0%	1.0%	1.0%
毛利率	4.9%	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%
收入合计	65.3	92.6	109.9	120.6	132.0
YOY		41.6%	19.3%	9.8%	9.4%
合计毛利率	30.0%	29.3%	35.7%	39.4%	42.2%

资料来源：PDB 群益证券

盈利预测

作为中药现代化领军企业，在保持核心产品快速增长的同时，二线产品梯队快速形成，目前公司除丹滴外过亿产品还有 10 个，集团化优势明显，业绩成长将会更加稳健。同时伴随着“一核两翼”战略实施，化药、生物药并进及中药国际市场的开拓，新的成长空间已经打开，长期投资价值明确。

预计2014年/2015年公司分别实现净利润13.89亿元（YOY+27.46%）/17.94亿元（YOY+29.15%），EPS分别为1.34元/1.74元，对应2014年/2015年PE分别

为27倍/21倍。结合公司所处行业地位，认为目前估值被低估，给予公司“买入”的投资建议，目标价47元(2015 PE 27X)。

风险提示

FDA III期临床试验失败风险、主要产品降价风险

预期报酬(Expected Return; ER)为准,说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	6,570	9,300	11,098	12,185	13,331
经营成本	4,601	6,449	7,043	7,384	7,705
营业税金及附加	1,923	2,787	3,960	4,701	5,516
销售费用	786	1,186	1,553	1,706	2,000
管理费用	390	484	814	975	933
财务费用	65	93	148	183	200
投资收益	742	935	1,391	1,782	2,308
营业利润	57	33	35	40	40
利润总额	786	959	1,408	1,802	2,328
所得税	146	168	252	324	419
少数股东损益	29	23	66	89	115
归属于母公司股东权益	611	768	1,090	1,389	1,794

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	1,526	993	955	1,004	1,083
应收账款	745	1,011	1,265	1,340	1,466
存货净额	1,534	2,077	3,131	3,046	3,333
流动资产合计	3,984	4,459	5,850	5,751	6,248
固定资产	393	391	412	400	400
在建工程	1,551	1,507	2,191	1,980	1,790
非流动资产合计	278	241	370	330	300
资产总计	6,634	7,486	10,212	9,611	9,828
流动负债合计	2,739	2,703	4,990	4,899	4,974
非流动负债合计	120	577	1,079	-403	-1,518
负债合计	2,858	3,279	6,069	4,495	3,456
少数股东权益	172	195	311	307	382
股东权益合计	3,776	4,207	4,144	5,116	6,372
负债和股东权益总计	6,634	7,486	10,212	9,611	9,828

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动所得现金净额	135	412	336	578	839
投资活动所用现金净额	-319	-372	-766	-790	-1,020
融资活动所得现金净额	-30	-559	321	261	260
现金及现金等价物净增加额	-214	-519	-110	49	79

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对其报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。