

首次覆盖

天士力

明确成分、稳定生产、循证研究，中药现代化标准的制定者

天士力是中药现代化的先行者和标准制定者

我国 70%以上和全球绝大多数医疗资源属于西医治疗体系，争取西医认可可是获取产品最大市场效应的必经之路。历史上，西医对中药的认可度不足主要是因为对其安全性和有效性有疑虑。公司自建药材基地、提升中药生产标准、进行以 FDA 全球公信力为背书的循证研究，扫清中药获得西医认同的障碍。

产品线灿若星辰、梯队合理

复方丹参滴丸是非常好的现金牛产品，我们预计未来 3 年收入复合增速约为 15%，如能 FDA 获批，其收入增速有望再次提升。公司已经在心脑血管、消化系统、抗肿瘤等领域培育 11 个过亿品种。快速增长的成长期产品众多，注射用丹参多酚酸+注射用益气复脉+醒脑静注射液的中药注射剂组合有望成为下个拉动公司业绩增长的引擎。丰富的产品线源于在收购和研发支持下的强大产品获取能力。

激励到位，高管团队执行力强

军人风格贯彻公司发展历史，高管团队敬业、执行力强。公司激励充分、管理扁平，是 A 股公司治理最好的标的之一。

估值：首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 1.36/1.73/2.23 元，我们根据瑞银 VACM 给天士力估值（WACC6.7%）得到目标价 55 元。

Equities	
中国	
药品	
12 个月评级	□入
	之前: 未予评级
12 个月目标价	Rmb55.00
	之前: -
股价	Rmb43.20
路透代码: 600535.SS 彭博代码	600535 CH
交易数据和主要指标	
52 周股价波动范围	Rmb47.10-36.15
市值	Rmb44.6 十亿/US\$7.28 十亿
已发行股本	1,033 百万 (ORDA)
流通股比例	51%
日均成交量(千股)	6,145
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb244.5
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb4.88 十亿
市净率 (12/14E)	9.1x
净债务 / EBITDA	0.5x
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	- 1.36 - 1.40
12/15E	- 1.73 - 1.76
12/16E	- 2.23 - 2.21

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

林娜, 博士

分析师

S1460514080001

na.lin@ubssecurities.com

+86-105-832 8255

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	6,570	9,343	11,108	12,905	14,886	17,370	20,307	23,907
息税前利润(UBS)	747	1,240	1,603	1,807	2,254	2,839	3,565	4,394
净利润 (UBS)	575	825	1,087	1,405	1,791	2,304	2,921	3,609
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.56	0.80	1.05	1.36	1.73	2.23	2.83	3.49
每股股息 (Rmb)	0.35	0.10	0.35	0.41	0.53	0.68	0.86	1.07
现金 / (净债务)	516	116	(1,713)	(1,076)	(136)	939	2,397	4,168
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	11.4	13.3	14.4	14.0	15.1	16.3	17.6	18.4
ROIC (EBIT) (%)	28.8	37.0	34.8	32.4	37.4	42.9	48.2	52.9
EV/EBITDA(core)x	23.3	16.0	23.1	22.2	17.7	14.0	10.9	8.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	36.6	28.0	37.1	31.8	24.9	19.4	15.3	12.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.3	6.3	3.6	2.3	3.2	3.6	4.7	5.8
净股息收益率(%)	1.7	0.4	0.9	0.9	1.2	1.6	2.0	2.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 10 月 13 日 22 时 36 分的股价(Rmb43.20)得出;

投资主题

天士力

投资理由

天士力是我国中药现代化的先行者和标准制定者，业务覆盖中药产业链各个环节。自建药材基地、提升中药生产标准、进行循证研究，为现代中药获得西方医学体系认同扫清障碍，未来有望进入更大的国际市场。公司产品线灿若星辰，梯队合理。拳头产品复方丹参滴丸维持稳定增长，过亿产品众多，中药注射剂新品有望成为下个拉动业绩增长的引擎。我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 1.36/1.73/2.23 元，我们根据瑞银 VACM 给天士力估值（WACC6.7%）得到目标价 55 元，给予“买入”评级。

乐观情景

复方丹参滴丸是公司目前最大的单品，如果 2015 年销售金额可达 35 亿，随高毛利率的中药注射剂占比提升，医药工业毛利率提升至 76.2%，则公司 2015 年每股收益可达 1.79 元，对应每股估值 57.24 元。

悲观情景

如果复方丹参滴丸 2015 年销量仅 30 亿，医药工业毛利率为 75.8%，公司 2015 年每股收益为 1.68 元，对应每股估值 53.72 元。

近期催化剂

1、复方丹参滴丸 FDA 认证进展。FDA III 期临床试验初步结果公布、现场检查、获批上市等关键节点，如结果正面，股价有望较大幅度上涨，如负面，股价可能会有较大幅度下调。

2、新版医保目录调整将利好公司部分产品。根据医保目录调整规律，我们判断新版医保目录可能在 2015 年进行调整。如公司产品注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸、注射用重组人尿激酶原能够借此机会进入国家版医保目录，则对产品销售非常有利。

3、定增方案获证监会批准通过。公司面对大股东和高管、核心人员的定增方案正在证监会审批，如获无异议通过，则一方面对公司高管、核心人员的激励更为充分，有利于长期发展。另一方面，公司补充流动资金，为后续可能收购提供支持。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb55.00

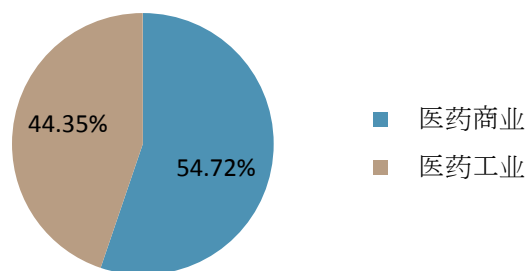
公司简介

天士力是我国现代中药龙头企业，其核心产品心脑血管药物复方丹参滴丸 2013 年销售额近 25 亿元，是国内单一品种销售额最高的口服中成药。公司布局心脑血管、消化系统、抗感染、神经系统等多个领域，到 2013 年已经培育 11 个过亿产品。2003-2013 年，天士力营业收入和净利润的年复合增长率分别为 26.35% 和 23.4%。

行业展望

公司主要产品为独家现代中药，主要应用领域为心脑血管、消化系统、抗感冒等领域。中成药在这些领域已经有良好市场基础。预计行业长期能够维持 15-20% 的扩张速度。另外，在现行药品招标体系和销售体系中，市场份额将逐渐向有定价能力的独家品种集中。未来产品本身竞争力、公司学术推广能力、产品线拓展能力将决定市场竞争格局。

天士力收入构成，2013 年(%)



来源：公司数据，瑞银证券估算

天士力毛利构成

单位：亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
医药工业	25.29	36.91	50.92	64.13	81.28
医药商业	3.07	3.13	3.19	3.35	3.52
其他	0.17	0.61	0.00	0.00	0.00
总计	28.52	40.65	54.11	67.48	84.80

来源：公司数据，瑞银证券估算

目录

投资主题	4
估值和推导目标价的基础.....	5
瑞银预测对比市场一致预期.....	5
敏感性分析.....	7
关键催化剂.....	7
风险分析	7
竞争分析	8
行业吸引力评估.....	8
竞争优势.....	10
管理层策略.....	13
复方丹参滴丸“老树新芽”，中药注射剂拉动后续增长	16
优秀的产品线打造竞争力.....	16
复方丹参滴丸仍有潜力.....	17
高质量注射剂拉动后续增长.....	21
二线口服品种众多.....	26
“研发”与“销售”良性循环，引领中药行业进入更大市场..	29
中药行业：野蛮生长成为历史，高质量严审批是未来趋势.....	29
争取西医专家认同，是培育中药大品种关键.....	30
有公信力的大样本、多中心、随机双盲临床试验是获得西医支持的关键.....	31
“研发”与“销售”形成良好的“资金-产品”循环.....	32
财务状况	33
损益表.....	33
资产负债表.....	34
现金流状况.....	34
盈利能力.....	35
资本回报率.....	35
估值	36
目标价推导.....	36
可比公司.....	37
附录	38

季序我, 博士
分析师
S1460511080003
xuwo.ji@ubssecurities.com
+86-105-832 8980

林娜, 博士
分析师
S1460514080001
na.lin@ubssecurities.com
+86-105-832 8255

投资主题

中药行业的监管和标准越来越严格，未来中药的竞争不仅仅是研发和销售，高质量、可溯源的原材料和能够保证批次间稳定的生产过程也越来越重要。而标准的提升为新大品种诞生提供机遇：行业环境的澄清必然压缩低质量品种的市场份额，让高质量的中药品种获得更大的机会，我们认为天士力将是行业升级的最大受益者之一。

公司的核心竞争力在于高瞻远瞩的布局和高管团队出色的执行力。纵向看，公司已经打造种植-提取-制剂-营销的完整现代中药产业链，横向看，公司逐步完善现代中药为核心，化药和生物药为两翼的业务结构。从产品看，其产品线呈现“金字塔”结构，未来成长动力充足。随着产品不断丰富和业务结构日益均衡，公司抗风险能力不断增强。

从具体业务来看，我们认为公司在未来 3-5 年内：

- 复方丹参滴丸是非常好的现金牛产品，我们预计未来 3 年收入复合增速约为 15%。且未来 3-5 年，有望通过 FDA 审批，一方面进入更大国际市场，另一方面以 FDA 为背书，国内西医对其认可度有望进一步提升，将迎来第 3 个高速增长期。
- 中药注射剂将是拉动公司未来 3 年业绩增长的主要驱动力。中药注射剂大品种频出，公司拥有的注射用益气复脉和注射用丹参多酚酸均为高质量产品，将逐步替代低端品种。
- 处于培育期的二线品种众多，预计未来每年增加 2 个过亿品种，并有望通过研发和并购增加 1-2 个新品种，丰富产品线。

我们认为未来 3 年，随着高毛利产品占比提升，医药工业毛利率呈上升趋势，且医药工业占公司总收入比例不断提升，预计综合毛利率大幅上升。

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 1.26/1.73/2.23 元，根据瑞银 VCAM (WACC 6.7%) 得到目标价 55 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资天士力的逻辑基础：

投资天士力，基于一个大的逻辑基础：中药 2000 年的历史中，祖先确实给我们留下了安全、有效的组方。虽然对中药质疑声不断，但是我们相信，如果药企能够进行高标准的原材料和生产控制，提供充分的安全性和有效性临床证据，并进行学术推广，中药的临床价值能够逐渐得到医生群体的广泛认可。

天士力通过一系列措施，能够更好地改进和推广有效中药组方，包括：1、自建药材种植基地，完善产业链，以现代技术保证产品批次间均一稳定，使之达到 FDA 标准。2、通过有全球公信力的机构为背书的循证临床研究，验证其安全、有效性。3、以高执行力的团队通过学术营销，从中医向西医，从国内向国外推广。

谁是适合天士力的投资者？

公司的优势在于稳定。我们认为，只要增速不大幅低于市场预期，其产品线对现有估值将形成有力支撑，估值下行的风险不大。公司适合追求稳定收益的长线投资者。

我们认为，作为一家出身于本土，而未来可能发展为超级药企的公司，天士力仍处于其发展的早期阶段。只要公司没有出现：1、主要产品被证无效或不安全，2、管理层出现重大失误，那么，在目前这个阶段介入，并稳定持有，将有望享受其高于行业平均水平的长期投资回报。

估值和推导目标价的基础

公司盈利预测：

我们预测公司 2014-2016 年销售收入分别为 129.05/148.85/173.70 亿，其中，医药工业部分收入分别为 65.28/81.90/103.40 亿，医药商业收入 63.77/66.95/70.30 亿。归母净利润分别为 14.05/17.91/23.04 亿，2013-2016 年 CAGR 为 28%。2014/15/16 年关键假设如下：

- 复方丹参滴丸收入 27.82/32.00/36.80 亿，增速 16%/15%/15%。
- 二线口服中成药产品合计收入 20.96/27.12/35.7 亿，增速 24%/29%/32%。
- 化药合计收入 7.95/9.78/11.73 亿，增速 25%/23%/20%
- 中药注射剂收入 8.50/12.91/18.97 亿，增速 84%/52%/47%。
- 医药商业收入 63.77/66.95/70.30 亿，维持 5% 稳定增长。

估值与投资评级：

- 我们将 VCAM 估值结果对应的 PE 水平与 A 股中现代中药公司进行了比较。瑞银 VCAM 给予公司 12 个月目标价 55 元对应 2015 年 PE 为 32 倍，略高于可比公司的现价对应估值，但考虑到公司良好的产品梯队和新品获取能力，我们认为天士力目标价合理，且公司现股价对应 2014-16 年估值显著低于可比公司平均值（40 vs 32，30 vs 25，24 vs 19），给予“买入”评级。

瑞银预测对比市场一致预期

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 1.36/1.73/2.23 元，跟市场一致预期较为接近。

图表 1: 瑞银预测与市场一致预期对比

	2014E	2015E	2016E
营业收入 (亿元)			
瑞银预测	129.05	148.85	173.70
市场预期	133.24	158.16	187.68
差幅	-3.14%	-5.89%	-7.45%
每股净收益 (元)			
瑞银预测	1.36	1.73	2.23
市场预期	1.38	1.76	2.21
差幅	-1.45%	-1.70%	0.01%

来源: 万得咨询, 瑞银证券估算

我们与市场观点的不同之处

市场可能认为:

- 公司业绩增速开始下滑: 复方丹参滴丸基数大, 且 2012 版基药目录新纳入脑心通、稳心颗粒、参松养心胶囊等多个销售实力较强厂商的大品种。口服心脑血管中成药基层市场竞争激烈, 因此对公司后续增速有担忧。
- 在研产品线不够充实: 从在研产品线看, 公司已经申报的在研产品不多, 对公司自主研发能力和后续几年新产品获批有质疑。

针对以上两点, 我们与市场有不同的看法:

首先, 我们认为复方丹参滴丸后续的增长空间仍较大:

- 国内西医对中药认可度仍偏低, 仅 20% 的西医在治疗过程中使用复方丹参滴丸。随复方丹参滴丸 FDA 认证的推进, 西医认可度将逐渐提高, 成为产品增长的主要驱动力。
- 复方丹参滴丸糖网等适应症的开发, 打开全新的成长空间。

同时, 我们认为, 复方丹参滴丸在公司的重要性逐渐降低, 一方面近年上市的产品逐渐成长, 公司超过 1 亿的产品已有 11 个。另一方面未来 3 年决定公司成长性的是中药注射剂而非复方丹参滴丸, 随着公司其他产品成长, 复方丹参滴丸在公司的销售占比逐渐降低。

未来 3 年, 决定公司增速的最关键因素是注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸为代表的中药注射剂。该类产品空间大、爆发力强。进入医保后, 3 年突破 10 亿的中药注射剂比比皆是。我们看好在中药注射剂驱动下, 未来公司的成长性。

公司产品获取能力很强, 主要有 3 个途径:

- 外购成熟产品, 进行改造。如通过收购天地药业获得醒脑静注射液, 这种方式对于获取审批过程长的产品非常适合。
- 合作研发, 或者收购青苗期产品, 后续自主开发。
- 完全自主研发。

三种途径灵活运用保证了公司新品上市速度。虽然公司处于审批阶段的产品不多, 但是一方面, 公司在研的后备产品仍较为丰富, 研发投入和人员近年

不断增加。另一方面，考虑到公司充裕的现金和近年来积极并购的表现（2011年以来共进行9起并购，总金额约19亿元），我们预计未来公司还将对收购表现出比较开放的态度，其中最主要目的是获取有潜力的产品。因此我们对公司未来产品梯队充满信心。

敏感性分析

复方丹参滴丸是公司目前最大的单品，我们估算2013年实现收入约24亿，占公司医药工业总收入的49%。中药注射剂是未来增长的重要驱动力，我们以复方丹参滴丸和中药注射剂增速对公司2014年EPS做敏感性分析，结果如下：

图表 2: 天士力业绩敏感性分析

		医药工业毛利率				
		75.30%	75.40%	75.50%	75.60%	75.70%
复 方 丹 参 滴 丸 收 入 增 速	10%	1.32	1.33	1.33	1.34	1.34
	13%	1.33	1.34	1.34	1.35	1.35
	16%	1.35	1.35	1.36	1.36	1.37
	19%	1.36	1.36	1.37	1.37	1.38
	22%	1.37	1.38	1.38	1.39	1.39

来源: 瑞银证券估算

关键催化剂

- 复方丹参滴丸 FDA 认证进展。FDA III 期临床试验初步结果公布、现场检查、获批上市等关键节点，如结果正面，股价有望较大幅度上涨。如负面，股价可能会有较大幅度下调。
- 新版医保目录调整将利好公司部分产品。根据医保目录调整规律，我们判断新版医保目录可能在2015年进行调整。如公司产品注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸、注射用重组人尿激酶原能够借此机会进入国家版医保目录，则对产品销售非常有利。
- 定增方案获证监会批准通过。公司面对大股东和高管、核心人员的定增方案正在证监会审批，如获无异议通过，则一方面对公司高管、核心人员的激励更为充分，有利于长期发展。另一方面，公司补充流动资金，为后续可能收购提供支持。

风险分析

我们认为公司可能存在的风险包括：

- 如果复方丹参滴丸未能获得 FDA 审批通过，影响市场对公司和产品信心，股价有下行风险。
- 注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸两大中药注射剂是公司未来增长的重要驱动力，如果这两个品种的销售低于预期，对公司业绩影响较大。

竞争分析

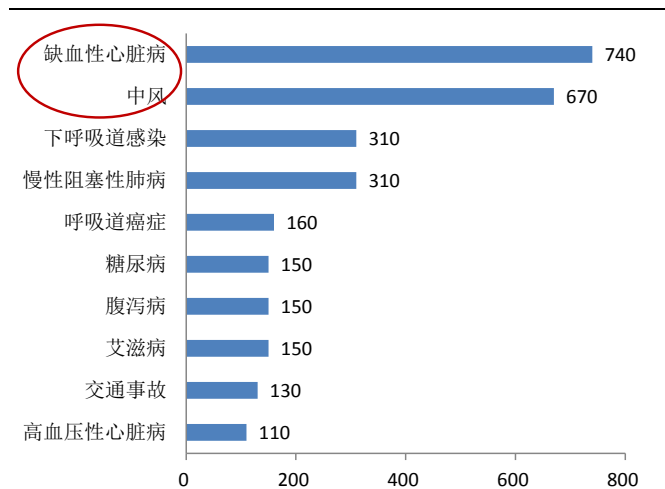
行业吸引力评估

心脑血管中成药：不断扩容，孕育“重磅炸弹”的摇篮

心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，是由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病的统称。

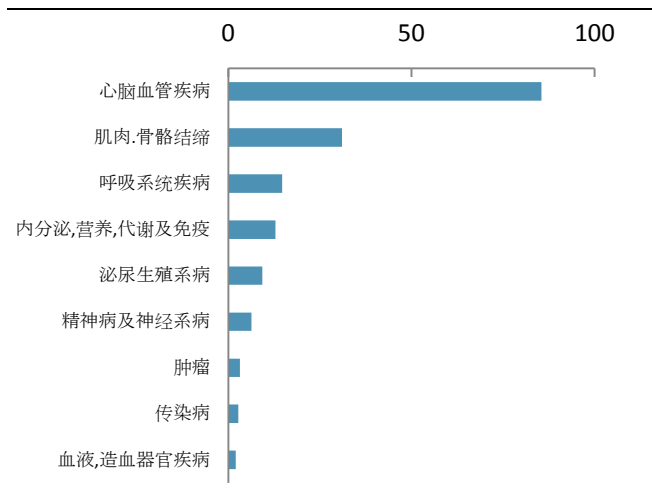
全球致死人数排名前两位均为心脑血管疾病（缺血性心脏病和中风）。WHO 预计，到 2030 年，将有 2330 万人死于心血管病，心脑血管疾病是人类健康头号杀手。

图表 3: 2012 年全球前十位死亡原因（万人）



来源: WHO, 瑞银证券, 注: 红圈内均为心脑血管疾病

图表 4: 我国心脑血管疾病发病率居慢性病之首 (%)

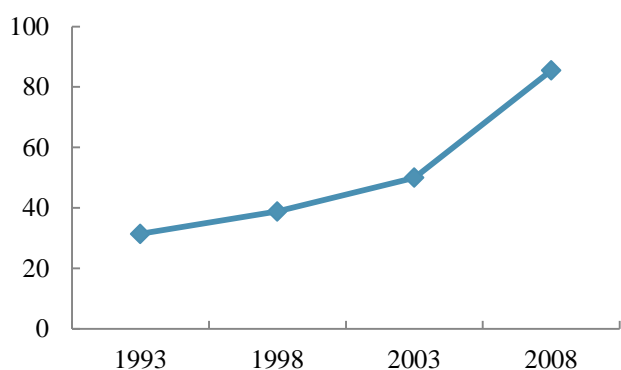


来源: 中国卫生和计划生育统计年鉴, 瑞银证券

伴随人口老龄化、及城市化带来的不健康生活方式，我国心脑血管疾病的发病率也在持续上升。国家卫生调查显示 1993-2008 年，心脑血管疾病发病率上升 173%。

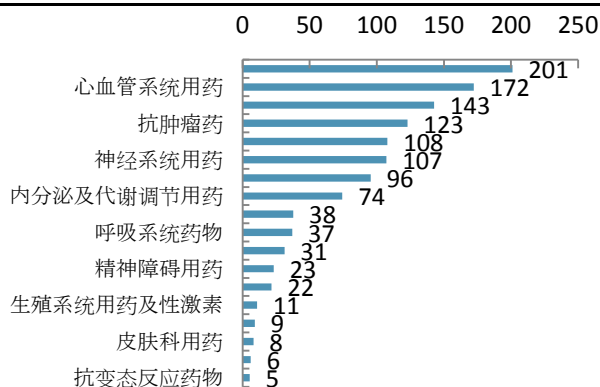
与高发病率相对应，样本医院用药数据（三级医院，化药为主）显示，心脑血管疾病用药金额占第二位。

图表 5: 我国心脑血管疾病发病率显著上升 (%)



来源: 中国卫生和计划生育统计年鉴, 瑞银证券

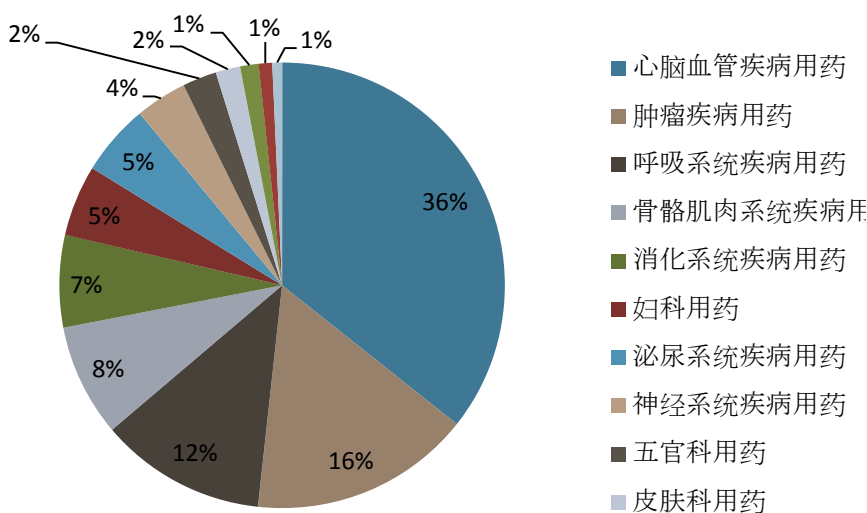
图表 6: 样本医院各大类疾病用药金额 (亿元)



来源: pdb 数据库, 瑞银证券

中成药更适用于慢性病调理、长期用药, 心脑血管类疾病用药占中成药临床终端用药总量的 36%, 是最大的中成药类别, 远超其他疾病类别。

图表 7: 心脑血管类疾病用药是中成药临床终端用药第一大类



来源: 步长制药招股说明书

正是这样的大市场, 孕育了血栓通注射液、丹红注射液、复方丹参滴丸、脑心通胶囊、通心络胶囊等终端金额超过 10 亿的大品种。

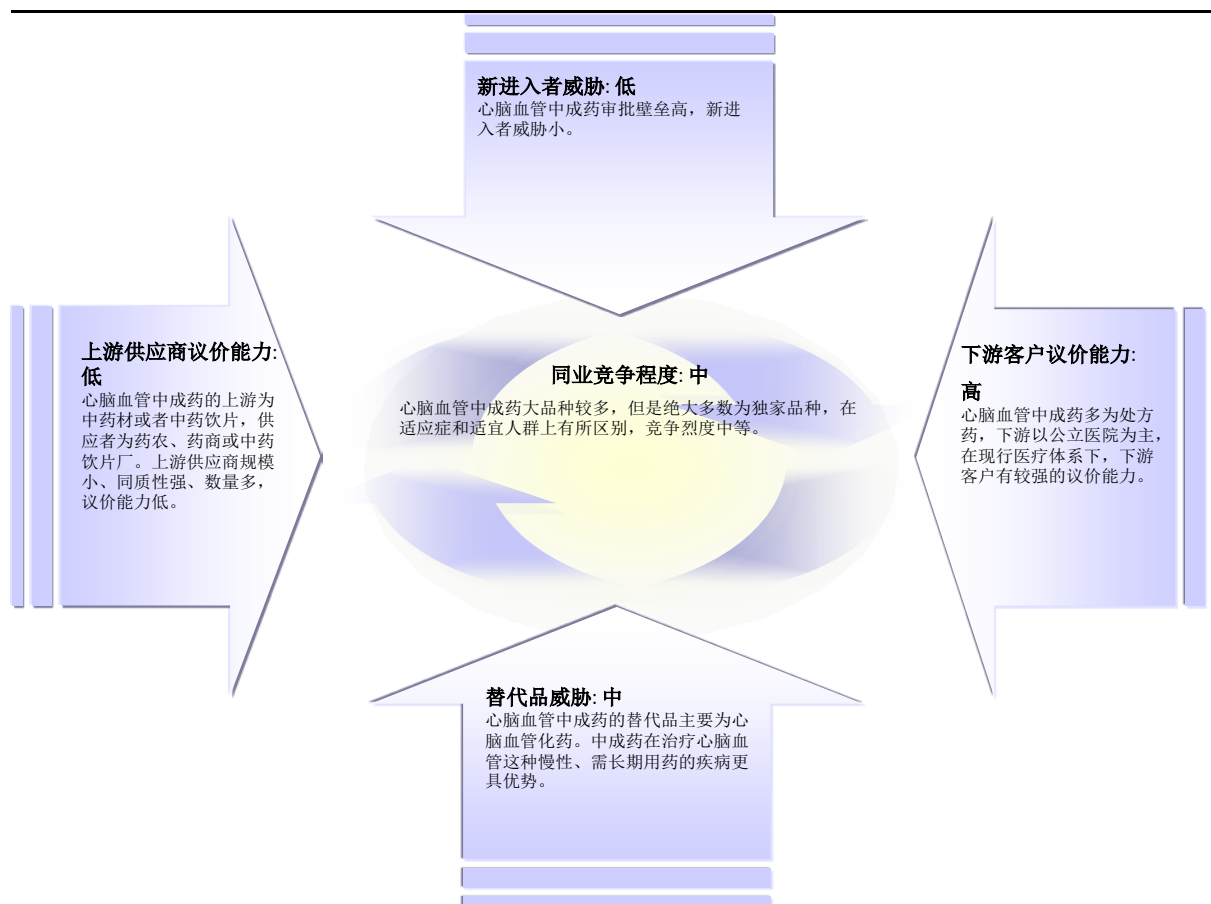
大行业、大品种成就大公司。观察我国现代中药龙头公司不难发现, 步长制药、中恒集团、天士力、以岭药业均是以心脑血管中成药为主导产品。

我们判断, 我国心脑血管用药领域的中成药未来将诞生一批真正意义上的“重磅炸弹” (销售金额超 10 亿美金)。同时, 现代中药龙头企业推动行业生产、销售的标准化、国际化, 中成药有望逐渐获得西方医学体系的认同, 中成药领域也有望诞生收入过百亿, 甚至千亿的心血管巨头。天士力、步长制药、以岭药业等布局领先的企业正在路上。

心脑血管中成药行业竞争环境分析

- 伴随老龄化和城市化的进程，心脑血管中成药的市场容量和成长性均良好，预计将超越医药行业的整体增速。
- 心脑血管中成药领域品种较多，但是多为独家产品，在适应症、适宜人群、销售推广策略上均有所区别，招标过程中无直接价格竞争。
- 在现行的药品审批速度、价格体系和销售模式下，心脑血管中成药市场份额将逐步集中到少数独家大品种中，产品本身竞争力、适应症拓展能力和公司的学术推广能力将决定未来市场格局。

图表 8:心脑血管中成药波特五力分析



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

竞争优势

公司主要产品均为专利保护的独家品种

天士力主要产品均为独家产品或者独家剂型，且均申请了专利保护。《中药注册管理补充规定》规定中药仿制药应与被仿品种在处方组成、药材基原、生产工艺过程及工艺参数等方面保持一致性，或者通过临床试验来证明与被仿制品种质量的一致性。而中药复方制剂成分较多，产品的生产工艺复杂，难以证明和原研厂商保持完全一致，因此仿制非常困难。与化药相比，中药品种的“独家”期限更长。

图表 9: 近年获 SFDA 批准的中药仿制药远少于化药 (个)

时间	化药	中成药
2011	431	5
2012	336	2
2013	187	3

来源: CDE, 瑞银证券

独家产品/剂型赋予了产品在现在招标制度下的价格维护能力。又保障了学术营销和市场教育的成果由公司独享, 不必与仿制企业进行恶性竞争。

图表 10: 天士力主要产品均为独家产品/剂型

产品	独家产品/独家剂型
复方丹参滴丸	独家剂型
养血清脑颗粒/丸	独家产品
芪参益气滴丸	独家产品
注射用益气复脉(冻干)	独家剂型
注射用丹参多酚酸	2家
注射用重组人尿激酶原	独家产品
水飞蓟宾胶囊	独家产品(化药)
荆花胃康胶丸	独家产品
柴胡滴丸	独家剂型
穿心莲内酯滴丸	独家剂型
消渴清颗粒	独家产品

来源: SFDA, 瑞银证券

提升产品质量, 高效“逆向”研发

与大多数企业集中资源研发某个产品不同, 天士力已经发展出成系统、可复制的研发模式, 不依赖于某个研发人员或者某个产品。企业的稳定性、可持续性在研发上体现的淋漓尽致。

公司的研发能力体现在两个方面:

- 一方面体现在对现有产品的研究和工艺改进上: 公司不断对产品进行工艺改造和质量体系提升, 保持产品已知成分、质量标准的先进性, 引领行业标准提高。同时, 公司对现有产品进行研究, 例如分离测定复方丹参提取物的新成分, 提高产品的已知成分含量, 有助于严格控制产品批次间一致性。利于未来对于产品的改进, 以提高有效成分、降低杂质含量。公司不少独家剂型的新品, 就是对老产品“去芜存菁”, 提升质量标准而来。公司正在引领现代化中药从模糊走向清晰, 从神秘走向科学。
- 另一方面体现在高效快速的研发模式: 公司采用的“组分中药”研发方式, 遵循中药方剂的配伍原则, 运用现代技术对方剂、药材中主要成分进行分析, 鉴定出其中有效成分, 进行不同的组合和配伍, 使之成为候选新药。之后经过临床实验验证其安全性和有效性, 同时可以通过细胞、分子、生化等科研方法研究其作用机理, 最终通过药政部门审批成为上市新药。

这种“逆向研发”的基础是我国 2000 年中医药史上留下上万个久经验证的临床方剂, 这些方剂实际上已经经过了大样本验证了其安全性和有效性。只是缺乏临床数据, 且达不到有效成分明确、批次间稳定的要求。

公司的这种研发模式节省了化药生物药研发过程中从未知分子开始的摸索, 大大提高了研发效率。其优势在于:

- 缩短了寻找新分子的研发时间
- 药效物质明确、研究作用机理更为有的放矢，药品更容易被西医接受。
- 后续在生产过程中能够保证批次均一、质量可控。
- 便于对药品进行专利保护。

公司建立了组分中药库，分析研究各中药材中有效成分，可以预计，天士力后续产品的开发将更具规模优势。

图表 11: 组分中药、传统中成药、化药比较

	组分中药	传统中成药	化药
有效组分	清楚	含糊	清楚
质量标准	可控	难以控制	精确可控
临床筛选基础	临床方剂	临床方剂	化合物筛选
临床适应症	针对性强	以中医语言描述，模糊	针对性强
原料	饮片提取	饮片提取	合成
单方/复方	复方	复方	多为单种
西医理解程度	较高	低	高

来源: 瑞银证券研究部

管理团队激励充分、执行力强

带有军队作风、执行力强的管理团队

天士力集团前身是军队药厂，企业创始人、前董事长闫希军先生从军 31 年，早期的创业团队由 47 名退伍军人组成，“执行力强”至今仍是天士力管理团队的突出优点。

激励机制充分，体制灵活

公司作为民营企业，体制灵活。激励机制多样且规模较大，充分覆盖了各重要岗位管理人员，且具有长期、可持续性。

早在 2002 年公司就开始设立高管人员职业风险津贴，每年度按上年合并净利润的 2.60% 提取，待高管任期结束及期间业绩考核达标后核发。

2009 年，公司开始实行核心人员激励，2009-2013 年，公司推出与市值挂钩的 5 年中长期激励基金，特点有：1) 不仅与业绩挂钩，而且与公司市值挂钩；2) 当年现金兑现余额 20%，周末末现金兑现剩余 80%，离职员工余额部分不再兑现。充分体现了约束、激励、以及让员工分享企业价值的目的。公司 5 年共计提 1.32 亿激励基金。同期，公司净利润从 3.23 亿增加到 11.66 亿，股价翻了 8 倍。

图表 12: 天士力历年提取激励基金数额

时间	提取金额（万元）
2009	1301
2010	2589
2011	2753
2012	2324
2013	4270
第一个业绩周期激励基金合计	13237

来源: 公司年报

上一轮激励到期后，公司又推出面向大股东和高管、核心人员的定增方案。高管和核心人员分不同部门通过天津鸿勋（1.353 亿）、天津通明（1.363 亿）、天津顺祺（1.743 亿）、天津善臻（1.553 亿）四个持股平台参与定向增发。增发价格为定价日前 20 交易日均价 9 折，锁定 36 个月。

我们判断，公司此次定向增发涉及人员较多，预计销售、研发部门均将参与。大规模、广覆盖的对核心部门进行激励，有利于提振员工积极性。

公司此次激励以平台持股的方式进行，非常灵活，可以针对不同部门进行个性化考核。同时，平台持股可以根据员工表现，调整可认购数量，激励性更为充分。

销售架构扁平高效

公司营销架构由金字塔型 3 个层级组成：营销集团共有营销人员 4000 多人。总部下设 6 个区域子公司（湖南、陕西、广东、北京、山东、辽宁），并设立 28 个以省为单位的销售大区，大区下设 400 多个办事处。同时产品经理贯穿整个宝塔结构。在销售量较大的区域，如复方丹参滴丸等大品种，由专人负责，甚至有的办事处仅负责丹参滴丸。

图表 13: 天士力自建的营销队伍体系架构



来源: 公司公告, 瑞银证券

管理层策略

公司总的战略思路是通过打造完整的现代中药产业链，推动中药产品生产标准向国际化药生产标准靠拢，进行大规模循证研究，并以 FDA 等有公信力的机构为背书。最终达到让中医、西医体系均能够认同和使用高质量中药产品，推动产品、企业走向国际化。

打造种植-提取-制剂-营销的完整现代中药产业链

我们认为，中药行业未来的竞争不仅仅是研发和销售，高质量、可溯源的原材料和能够保证批次间稳定的生产过程也越来越重要。

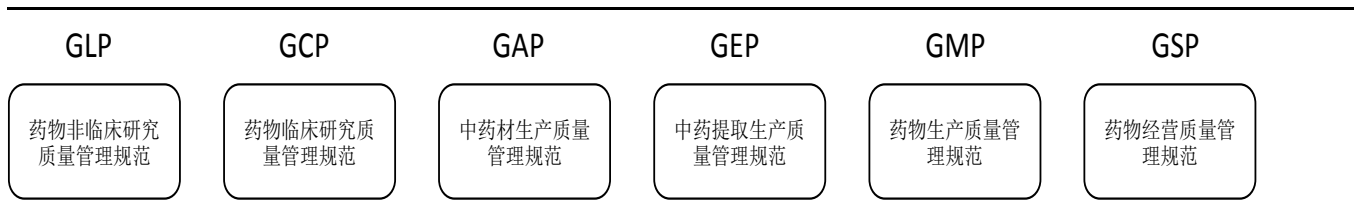
图表 14: 中药行业面临问题及天士力措施

环节	行业问题	天士力措施	目的
种植	1、中药材质量不稳定，重金属、农残等有害物质超标 2、药材存在轮作障碍	1、在药材主产区自建 GAP 规范化种植基地 2、建立道地药材种植规范及质量标准体系	从源头稳定药材质量，为公司提供高标准、可溯源的原材料
流通	1、流通环节掺杂使假严重 2、囤货、炒作致使药材价格剧烈波动 3、流通过程存储不规范导致药材霉坏、变质	联手有条件及享有地方优惠政策的合作伙伴（已与安国中药都合作），建立稳固、可控的中药材流通渠道、流通等级分类标准体系和中药质量追溯体系等	实现了流通渠道的可控
生产	1、加工过程质量标准偏低 2、管控手段不完善。导致最终产品有害成分超标。批次间稳定性与均一性难以保障	首创中药提取生产质量管理规范（GEP）概念，规范了中药材有效成分的萃取和毒性成分、重金属含量及农药残留量的纯化处理问题，实现对 820 项质量工艺指标在线、实时控制	保障药品生产过程的安全、稳定、均一。

来源: 公司公告, 瑞银证券整理

公司建立了陕西商洛丹参、云南三七、湖南新晃规划化种植基地，商洛丹参已经通过了 GAP 认证和欧盟有机认证。

图表 15: 天士力构建高质量、完整产业链



来源: 公司公告, 瑞银证券

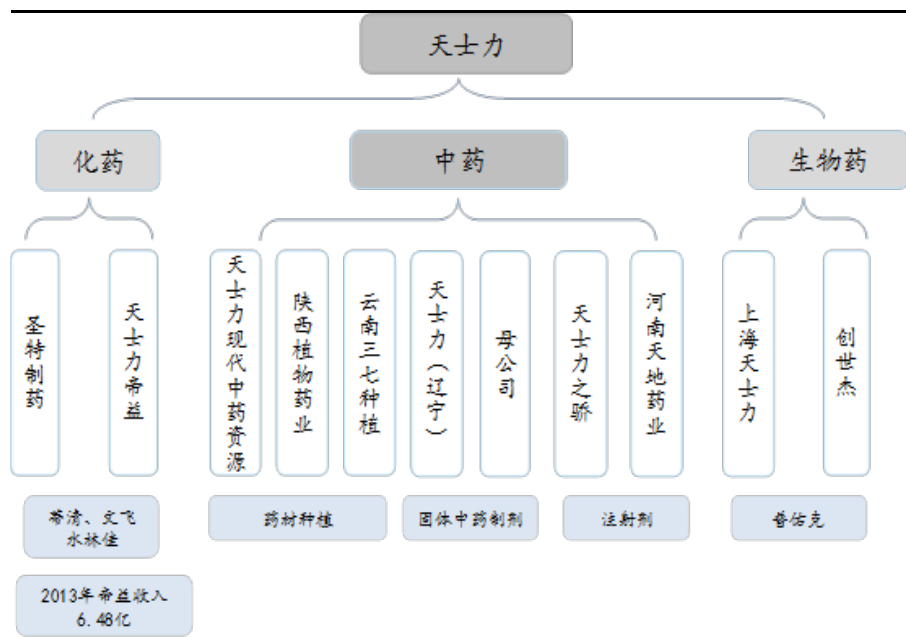
公司药材种植有强大技术团队支持，制定《丹参生产标准操作规程(SOP)》。通过太空育种培育的新品种“天丹一号”其可入药根部极为发达，有效成分高，已经在商洛基地广泛种植。

公司首创中药提取生产质量管理规范（GEP）概念，建立数字提取中心，实现对 820 项质量工艺指标在线、实时控制。

现代中药为核心，化药和生物药为两翼的业务结构

公司致力于打造现代中药第一品牌，同时通过并购+自主研发两种相结合手段发展化药和生物药。2013 年公司收购化药资产天士力帝益、投产上海天士力普佑克（自主研发 1 类新药）生产线。以现代中药为核心，高端化药和生物药为两翼的业务结构已见雏形。

图表 16: 天士力“一核心带两翼”组织架构



来源: 公司公告, 瑞银证券

“产业+资本”打造全系列、多品类产品线

公司产品获取能力很强, 主要有 3 个途径: 1、外购成熟产品, 进行改造。如通过收购天地药业获得醒脑静注射液, 这种方式对于获取审批过程长的产品非常适合。2、合作研发, 或者收购青苗期产品, 后续自主开发。3、完全自主研发。三种途径灵活运用保证了公司新品上市速度。

图表 17: 公司主要在销、在研产品及其获取方式

领域	产品	适应症	获取时间	获取方式
心脑血管	复方丹参滴丸	冠心病、心绞痛	1994	自主研发
	养血清脑颗粒/丸	活血通络, 眩晕眼花	1996	自主研发
	芪参益气滴丸	活血止痛, 冠心病、心绞痛	2003	自主研发
	注射用益气复脉	冠心病, 心绞痛	2006	III 期临床阶段购买, 由子公司天士力之骄研发生产
	注射用丹参多酚酸	脑梗死	2011	II 期临床阶段购买, 由天士力之骄研发生产
消化系统	重组人尿激酶原	急性 ST 段抬高性心肌梗死的溶栓治疗	2011	早期临床阶段从军科院购买, 后期由上海天士力自主研发
	苯扎贝特缓释片	高血脂	2016E	天士力帝益在研
	荆花胃康	胃脘胀闷疼痛	2002	受让福建中特制药
	水林佳	急慢性肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复	2004	收购先声汉合获得
	柴胡滴丸	感冒	2002	自主研发
抗感冒系列	穿心莲内酯滴丸	上呼吸道感染, 细菌性痢疾	2004	自主研发
	藿香正气滴丸	头痛, 腹胀, 呕吐泄泻, 胃肠型感冒	2010	自主研发
内分泌	痰咳净滴丸	咽炎, 支气管炎	2012	自主研发
	消渴清颗粒	II 型糖尿病	2008	自主研发
精神类用药	复方丹参滴丸	糖尿病并发症 (扩大适应症)		自主研发
	右佐匹克隆片	失眠	2007	自主研发
	左舒必利片	止吐、抗精神病	2017E	天士力帝益在研
抗肿瘤	替莫唑胺胶囊	脑胶质瘤	2004	自主研发
	卡培他滨片	晚期原发性或转移性乳腺癌, 直肠癌、结肠癌和胃癌的治疗	2015E	天士力帝益在研
妇科	坤灵丸	月经不调、痛经、不孕	2011	收购辽宁仙鹤获取

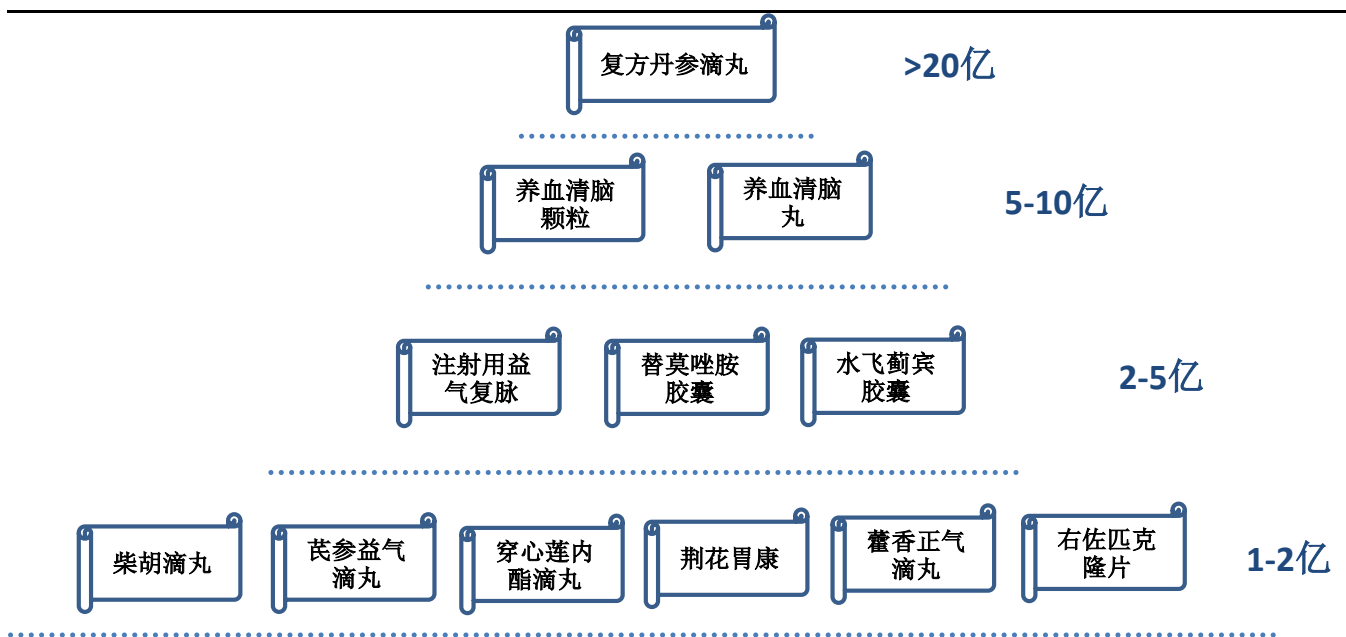
来源: 公司主要在销、在研产品及其获取方式

复方丹参滴丸“老树新芽”，中药注射剂拉动后续增长

优秀的产品线打造竞争力

我们梳理了天士力的所有产品，按照销售金额排列了其过亿的产品，发现公司产品梯队良好，呈现“金字塔”型，处于培养期的产品多，后续成长趋动力充足。

图表 18: 天士力产品梯队良好



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

复方丹参滴丸仍有潜力

复方丹参滴丸主要成分是丹参、三七、冰片, 适应症为冠心病心绞痛。回顾复方丹参滴丸的发展, 我们认为可以分为以下几个阶段:

- 1994-2002 年快速发展期:** 1994 年获批后, 天士力从零市场基础做起, 到 2002 年销售金额已达 7.7 亿, 1995-2002 年复方丹参滴丸符合增速达 75.5%。复方丹参滴丸早期的快速增长主要由医院市场带动产生。
- 2003-2009 年蛰伏期:** 复方丹参滴丸已经成为口服心血管用药最大的产品, 在基数较高、医院市场快速拓展时期过去之后, 复方丹参滴丸不可避免的进入了低增速时期。2003-2009 年, 年复合增速仅 6.3%。但在这个时期, 公司已经前瞻性布局基层市场, 终端覆盖到县、乡级市场, 为后续爆发增长提供基础。
- 2010 年至今第二个快速发展期:** 复方丹参滴丸第二个快速增长时期主要驱动力是基药市场。复方丹参滴丸进入了《2009 版国家基本药物目录》。公司在之前基层队伍基础上, 又抽调医院成熟销售人员充实基层, 最终成立超过 1000 人的基层销售队伍。基层市场的拓展驱动复方丹参滴丸在 4 年内翻番增长, 2010-2013 年复合增长达 18.2%, 公司也成为基层销售网络布局最成功的企业之一, 为后续其他品种的放量提供基础。
- 更长远看, 复方丹参滴丸如能通过 FDA 认证, 将有望进入第三个快速发展时期:** 一方面, 在国内市场, 由西医开出的复方丹参滴丸仅占 20% 左右, FDA 获批之后, 更多西医的接受、使用以及后续带动的 OTC 终端消费者将有望在 2-3 年内快速增长。另一方面, 国际市场心绞痛治疗和预防市场巨大, 仅预防的一线用药他汀类大品种频出, 全球合计销售金额超过 250 亿美元, 销量最高的阿托伐他汀钙 (立普妥) 最高销售额达 137 亿美元。如能通过 FDA 认证, 将打开规范市场的增量空间。

图表 19: 复方丹参滴丸上市后增长曲线



来源: 公司公告, 瑞银证券研究部估算

看好复方丹参滴丸的 FDA 审批

复方丹参滴丸的 FDA 审评流程已经于 2012 年 7 月进入临床 III 期。从历史平均时间看, III 期需要 2-4 年, clinicaltrials 网站最新预计完成时间为 2015 年 12 月, 加上后续递交 NDA 材料、审批所需时间, 预计最终将在 2017-2018 年确定是否获批。

图表 20: 复方丹参滴丸 III 期临床实验方案设计

项目	复方丹参滴丸预防和治疗稳定心绞痛三期临床实验
启动日期	2012 年 7 月
最新更新日期	2014 年 5 月
预计完成时间	2015 年 12 月
实验总病例数	960 例
实验设计	随机、双盲、多中心、安慰剂平行对照 高剂量组: 3x75mg 一日两次
分组	低剂量组: 2x75mg 加安慰剂胶囊, 一日两次 探索组: 3x75mg 丹参与三七提取物, 一日两次 对照组: 安慰剂胶囊, 一日两次
主要观察指标	服药 4 周, 运动耐受时间改善
次要观察指标	服药 2 周和 6 周, 运动耐受时间改善 心绞痛每周发作频率

来源: clinicaltrials、瑞银证券研究部注: 每胶囊有 10 粒复方丹参滴丸

我们认为复方丹参滴丸通过 FDA 审批上市是大概率事件, 主要依据有:

- FDA 历年 III 期临床的成功概率约在 50%, 远远超过了 I 期和 II 期的成功率。
- 与全新药品不同, 复方丹参滴丸已经上市 20 年, 年销售额超过 20 亿, 其安全性和有效性实际已经经过大样本验证。
- 复方丹参滴丸 II 期临床实验结果表明有效性非常显著。在 II 期临床实验中, 主要观察指标-运动耐受实验中最大耐受时间改变值, 安慰剂是 20 多秒, 但是复方丹参滴丸是 60 多秒, 差异非常显著。在 III 期样本量扩大的情况下, 统计显著性将更容易出现。而 4 项次要观察指标也证实了丹滴的疗效。同时, I 期和 II 期的临床实验均表明复方丹参滴丸和安慰剂之间没有副作

用的显著差异，在复方丹参滴丸临床使用中，不良反应发生率约为 0.41%，且多为肠胃不适、头胀等轻微反应。

- 在统计学中验证差异显著性时，差异性越大，需要的样本量越少。也就是说复方丹参滴丸相对于安慰剂有效性高，企业才可能采用较小的样本数。天士力设计的 III 期临床实验方案中每个平行组仅 140 人（总计 960 例），以较小的实验样本验证显著性，从侧面反映了企业的信心。
- 复方丹参滴丸 FDA 认证项目的负责人孙鹤博士，曾在 FDA 任职 13 年，担任过最高级别评审官，并主持编写过《植物药研发及审批指南》，深谙 FDA 审批要求。复方丹参滴丸是首个进入 FDA III 期的复方中药，其申请的过程并无前例可循，孙博士精通中药和 FDA 审批要求的，能够在 FDA 可接受范围内，为复方丹参滴丸争取符合中药特点的实验方案和质量监控方法。

图表 21: FDA 审批流程

流程	平均时间	平均费用
<p>1、将人体实验内容在实验动物上进行临床前实验，以向FDA证明药品人体实验的安全性</p>	5.5年	1.85亿美元
<p>2、FDA和IRB审批临床实验方案。内容包括：实验入组者筛选标准、临床实验步骤和计划、药品和实验剂量、实验时长、实验目标。确保实验参与者明确全部风险、研究者采取适当措施保障实验者安全。</p>		
<p>3、I期实验在健康者中进行，研究药物副作用及发生率、代谢曲线。入组者多为20-80人</p>	2年	3050万美元
<p>4、如无不可接受的副作用，临床实验进入II期，II期临床侧重有效性。实验侧重于获取药品在患者中的有效性，与安慰剂或者其他已上市药品平行对照。入组者多为几十到300人。</p>	2年	4160万美元
<p>5、II期临床结束之后，FDA评审人员会与申请者开会讨论III期临床实验规模。III期临床实验是在II期临床实验有效的基础上进行，目的是在大样本基础上验证产品的安全性和有效性。入组者从几百到3000不等。</p>	2-4年	1.19亿美元
<p>6、FDA与申请者第二个重要的交流时点是III期实验结束后、新药申请提交前。</p>		
<p>7、新药申请，公司向FDA提出新药上市申请。NDA申请包括所有动物和人体实验数据和分析，以及药物在体内代谢及作用机理、生产过程等。</p>	1-2年	196万美元
<p>8-9、NDA递交之后，FDA有60日时间决定是否接收材料，如果材料不完整可能被退回。FDA通常在收到材料后10月内做出是否上市决定，有限审批的药品可缩短到6个月。</p>		

来源: FDA 网站, 瑞银证券

糖尿病并发症：打开丹滴增长的新空间

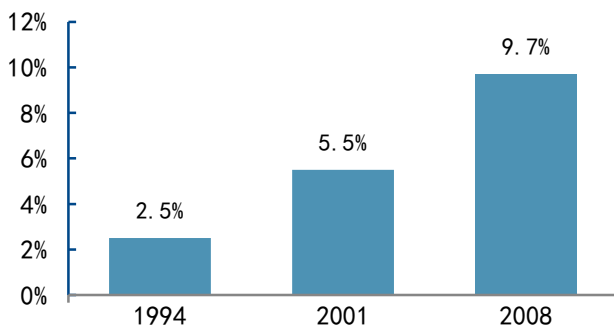
复方丹参滴丸正在做扩大适应症工作，其中改善糖尿病视网膜病变已经进入 III 期临床，未来 2 年左右有望获批。不少临床观察和论文已经肯定了复方丹参滴丸对于改善糖网、糖尿病微血管病变、糖尿病周围神经病变的作用。

糖尿病是个大市场，我国糖尿病患者已经近 1 亿人，糖尿病前期患者 1.5-2 亿人。在老龄化和城市化进程的叠加影响下，我国糖尿病的发病率持续提高，预计到 2030 年我国糖尿病患者将达到 1.3 亿人。

因高血糖易导致微血管病变，糖尿病并发症居高不下。流行病学统计数据表明，3 年以上的糖尿病患者，出现并发症概率超过 46%；5 年以上的糖尿病患者，超过 61% 以上，而 10 年以上的糖尿病患者，并发症的概率高达 98%。

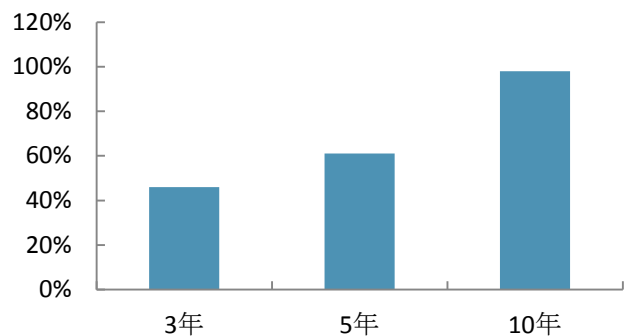
复方丹参滴丸已经有成熟的销售队伍和良好的市场基础，如适应症能够成功拓展至糖尿病并发症领域，将打开增长的新空间，有望新增 5-10 亿销售额。

图表 22: 我国糖尿病发病率持续上升



来源: 卫生部统计年鉴, 瑞银证券研究部整理

图表 23: 糖尿病并发症发病率高



来源: ADA, 瑞银证券研究部整理

高质量注射剂拉动后续增长

中药注射剂市场空间大，大品种频出

中药注射剂诞生于 40 年代，其优点在于起效迅速，主要用于危、急重症。中药注射剂主要分为心脑血管、肿瘤辅助和清热解毒三大类。近年清热解毒类中药注射剂受益于限抗，成为过去几年增长最快的子领域；心脑血管子领域患者基数大，是规模最大的子领域。

心脑血管领域中药注射剂主要以银杏、丹参、三七类为主，以扩张血管、活血化瘀为主要功效，用于脑梗、心梗的治疗和预防复发。根据我们的估算，心脑血管中成药领域，注射剂市场份额约为 56%，市场规模超过 400 亿。

心脑血管中药注射剂重磅品种聚集，最大品种血栓通注射液年销量超 2 亿支，终端规模超 60 亿，丹红注射液在未进入全国版基药目录情况下，2013 年销量超 1 亿支，市场规模超过 50 亿。

新上市的品种则快速成长：丹参川芎嗪 2007 年投入市场，现销量已经超过 40 亿，增速超过 20%；丹参多酚酸盐（上海绿谷）2006 年上市，2013 年销量已经超过 25 亿，增速仍高达 36%。

中药注射剂“严审批多淘汰”，天士力受益行业标准提升

我国现在共有 130 多个中药注射剂品种，涉及 300 多家企业，其中 110 多个品种是 1993 年以前批准的，主要为地方标准品种，其安全性、质量稳定均一性都难以保障。

2006 年-2008 年，行业相继爆发“鱼腥草事件”、“茵栀黄事件”、“刺五加事件”，中药注射剂安全性问题经媒体曝光，引起行业监管者高度重视。

2008 年至今，中药注射剂审批标准提高、监管部门对企业飞行检查增加、中药注射剂再评价工作开始。

2012 年 11 个中药注射剂品种因临床使用少、安全性及有效性数据不充分、现有标准难以保证产品质量均一性被 SFDA 淘汰。我们认为，存在安全隐患的中药注射剂老品种将逐渐缩量、停产，中药注射剂“优胜劣汰”逐渐上演。

2008 年以后，SFDA 仅批准了 3 个中药注射剂-天士力的注射用丹参多酚酸、成都百裕银杏内酯注射液、康缘药业的银杏二萜内酯葡胺注射液，且这三个品种均被要求做上千例的 IV 期临床。漫长的审批时间和严苛的审批要求打消了绝大部分企业进军中药注射剂的信心。2013 年以来全国仅新增 1 个中药注射剂的临床批件申请，3 个生产批件申请。我们预计未来中药注射剂的审批将越来越严格，越来越少的企业有资格参与大蛋糕的瓜分。

图表 24: 中药注射剂大品种销售额及增速估算

	2013 年销售金额	增速
血栓通（冻干粉针）	60 亿	40%
丹红注射液	50 亿	5%
丹参川芎嗪注射液	43 亿	26%
丹参多酚酸盐	25 亿	36%
疏血通注射液	18 亿	2%

来源: pdb

公司现有心脑血管领域 3 个中药注射剂和 1 个生物药注射剂：注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸、收购天地药业获得的醒脑静注射液以及生物制品 I 类新药“注射用重组人尿激酶原”。

从产品品质看，注射用益气复脉和注射用丹参多酚酸都是冻干粉针，均为 SFDA 审批趋严后获批的品种，成分清晰、安全可靠，同时日用药金额也较高。醒脑静注射液是公司收购天地药业获得的品种，价格较为低廉，主攻方向应为基层市场。不同层次、不同适应症的心脑血管注射液互补，形成有竞争力的产品群。

注射用益气复脉：渐入增长爆发期

注射用益气复脉是在著名古方“生脉散”的基础上研制而成，利用先进的药物提取技术，从红参、麦冬、五味子中，提取人参总皂苷、麦冬皂苷、五味子醇等多种有效药物成分，并采用指纹图谱检测技术控制有效成分，制成的冻干粉制剂。

注射用益气复脉主要用于冠心病及心绞痛引起的心衰及心肺功能不全，临床也用于肿瘤辅助治疗，是生脉注射液、参麦注射液的升级换代产品。参麦注射液和生脉注射液均进入 2009 版国家基药目录。参麦注射液国内生产企业有

雅安三九、神威药业、正大青春宝等 8 家企业生产。因竞品较多，参麦/生脉注射液日用药金额偏低，但在基层市场使用广泛，整体规模预计超过 10 亿。

与参麦和生脉注射液相比，注射用益气复脉优势在于：

- 质量稳定、安全性高。注射用益气复脉采取了从固体直接升华为气态的冻干粉针技术，显著降低杂质含量。生产过程中公司采取指纹图谱监控，保证了产品的安全性和均一性。解决了医院对于中药注射剂安全性的担忧。
- 注射用益气复脉为独家产品，价格维护能力强。根据招标价格推算，日用药金额约 380 元，是参麦注射液的 10 倍。

图表 25: 注射用益气复脉与生脉注射液对比

	生脉注射液	注射用益气复脉
制备工艺	水针剂	冻干粉针技术
常规检查项目	16 项	24 项
指纹图谱检测	无	有
有效成分含量		
人参总皂苷	12.6-21.3mg/g	29.12mg/g
Re	0.45-0.88mg/g	1.778mg/g
五味子醇甲	0.014-0.06mg/g	0.16g
安全性和疗效	不良反应多见、疗效不稳定	临床研究结果显示总体疗效优于生脉注射液，祛除造成不良反应因素，确保安全性

来源: 注射用益气复脉产品页, 瑞银证券研究部

更高的标准，更高的价格，更高的毛利率赋予注射用益气复脉更强的产品力。我们认为注射用益气复脉将首先在三级医院实现对参麦注射液的升级替换，随医保的拓展，升级替换将逐渐延伸至较低层级医院。我们测算，即使只替换 20% 参麦/生脉注射液使用量，注射用益气复脉将达到 20 亿销售金额。

但从近几年销售数据看，相对于其他快速放量的中药注射剂，注射用益气复脉放量偏慢。我们认为主要原因是，该产品是公司首个中药注射剂产品，2006 年获批之后，为摸索合适公司和产品的推广模式，2009 年才推广了 4 个省，也未能进入 2009 版全国医保目录。

按目前进度判断，医保目录此轮调整可能在 2015 年进行，注射用益气复脉已经进入过半省份的医保增补目录，且还在努力中，我们认为注射用益气复脉在此轮调整中进入国家医保目录的概率非常大，看好其未来在医保带动下的爆发增长。

图表 26: 益气复脉进入多省医保增补目录

省份	限制
山东	
江苏	
河南	限气阴两虚证冠心病、心绞痛，慢性心功能不全
河北	
陕西	
福建	
山西	
吉林	
新疆	
甘肃	限于肿瘤放疗化疗时合并用药
海南	
青海	

来源: 各省增补目录, 瑞银证券研究部

公司在 2012 年成立了天津海士力医药销售公司, 公司控股 51%, 13 个省的 13 个经销商持股 49%, 探索在利用经销商销售经验、资源的同时, 加强了公司对于注射剂终端的控制。

注射用丹参多酚酸: 最看好的品种

公司的注射用丹参多酚酸于 2011 年 4 月获批, 是中药注射剂审批重启之后的首个获批产品。主要用于中风病中经络(轻中度脑梗死)恢复期。

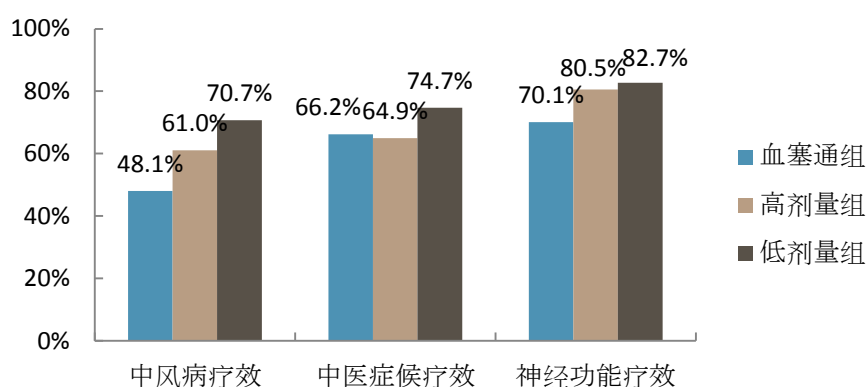
丹参是一种传统的活血化瘀中药, 在临床上常被用来治疗冠心病、心绞痛、缺血性中风等疾病。丹参类的注射剂是国内销量最大的品种之一, 2005 年上海绿谷制药的注射用丹参多酚酸盐(适应症为心梗)上市之后, 因有效成分明确、质量稳定, 迅速在心梗领域替代低端产品, 销售额快速增长, 并入选 09 版国家医保目录, 现销售额已突破 25 亿。

公司的注射用丹参多酚酸获批的适应症与绿谷产品不同, 聚焦于脑梗适应症。脑梗具有高发病率、高致残率的特点, 我国全国每年新发脑梗约 200 万人; 其中 70-80% 患者致残, 导致不能独立生活, 现存活的患者数约 600-700 万。按照注射用丹参多酚酸日用药金额 380 元测算, 10% 新发病患者使用 1 疗程测算, 注射用丹参多酚酸市场空间可达 100 亿。

IV 期临床实验进一步验证疗效和安全性, 为进入医保铺路

注射用丹参多酚酸 III 期临床实验, 有 528 例入组病例, 采用与血塞通阳性药物做随机、双盲、多中心临床实验。结果显示对于血塞通疗效的明显优势。

图表 27: 注射用丹参多酚酸与血塞通有效性对比



来源: 注射用丹参多酚酸产品册

注射用丹参多酚酸的 IV 期临床实验已经完成, 病例数超过 3000 例验证其安全性及有效性。

我们相信, IV 期临床实验结果的公布, 一方面将让更多的西医认可注射用丹参多酚酸, 有助于产品未来在医院的推广。另一方面, 将有助于产品未来进入更多省份的增补目录, 进而有望在下一轮医保目录调整中进入全国医保。

如果注射用丹参多酚酸能够如期进入全国医保目录, 我们认为该产品有望在进入医保后 3-5 年内达到 20-30 亿的销售额。

注射用重组人尿激酶原: 市场有空间, 关注工艺改进进程

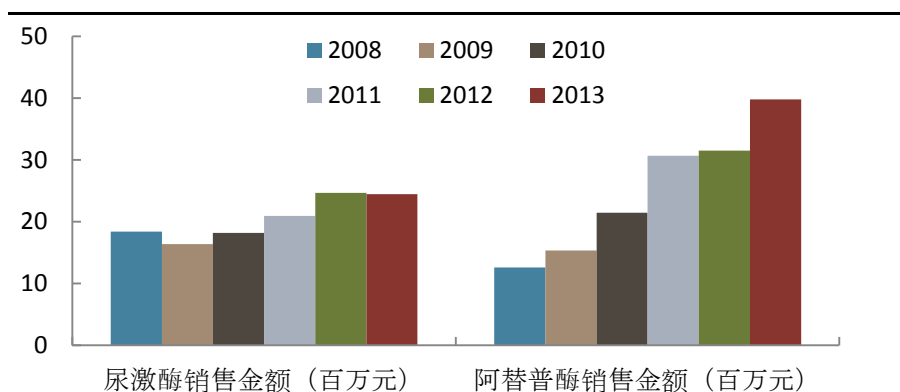
重组人尿激酶原(普佑克)是全资子公司上海天士力药业研发、生产的 I 类生物新药。用于急性心梗的溶栓治疗。溶栓治疗是指在栓塞发生之后的窗口时间内(通常为 6-12 小时)。通过溶解血管中的新鲜血栓使血管再通, 恢复组织和器官的血流。溶栓治疗能够显著减轻患者症状、改善患者预后。

市场上主要的溶栓药物有三代, 临床上主要使用的是第一、二代产品。普佑克是第二代溶栓药物, 其本身并无溶栓活性, 吸附在血栓表面后能够被激活, 发挥溶栓作用。与第一代溶栓药物相比, 特异性增强, 大幅降低了出血的副作用。

普佑克溶栓效果和安全性与第二代溶栓药物阿替普酶类似, 阿替普酶是德国勃林格殷格翰制药公司生产的进口药品, 价格较高, 单次治疗费用约 1.1 万元, 而普佑克单次使用费用约在 7000-8000 元, 与阿替普酶相比有显著价格优势。我们认为未来普佑克的空间主要在:

- 心梗患者中仍有较高的比例未使用溶栓治疗, 是溶栓药品的潜在市场。
- 从样本医院数据看, 尽管第一代溶栓药物增速放缓, 但仍有相当比例患者因经济等原因选择出血风险较高的尿激酶。这是未来相对廉价的普佑克进入医保后的潜在市场。
- 因价格优势对进口阿替普酶的替代。

图表 28: 尿激酶与阿替普酶样本医院销售金额



来源: PDB 数据库, 瑞银证券研究部

我们看好普佑克未来的市场空间,但同时,我们也认为,该产品对公司形成显著利润贡献尚需时间,主要原因是:

- 普佑克是公司首个生物制品,是由哺乳动物细胞灌流培养获得。哺乳动物细胞的大规模产业化需要大量资金投入,其稳定生产工艺的摸索也更为困难。(国外的生产技术领先于国内,发酵罐可达 1000 升以上。)公司采用的是先进的灌流培养技术,其 300L 发酵罐生产工艺仍在摸索。产品生产周期长达 170 天,我们认为,普佑克能够形成较大的利润贡献需要满足: 1、产品销售放量,规模效应降低生产成本。2、生产工艺进一步改进,提高蛋白得率,降低生产成本。
- 普佑克需要进入医保才能对阿替普酶形成较强的替代作用。

二线口服品种众多

公司二线口服产品覆盖心脑血管系统(养血清脑颗粒/丸、芪参益气滴丸)、消化系统(水林佳、荆花胃康)、抗感冒系列(柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸)等,以独家产品和独家剂型为主,产品均进入了国家医保目录,具备放量的基础条件。

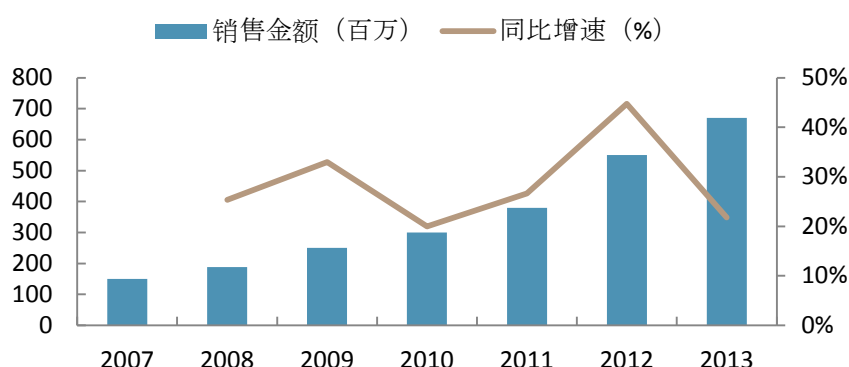
我们预计公司 2014 年销售过亿元的二线口服产品有养血清脑颗粒/丸、水林佳、芪参益气滴丸、荆花胃康、藿香正气滴丸、穿心莲内酯滴丸、蒂清、文飞,预计未来每年将增加 2 个过亿品种,后续增长动力充足。

养血清脑: 新进基药, 随招标逐步放量

养血清脑颗粒以经典补血名方“四物汤”为主(当归、川芎、白芍、熟地),养血活血,全方药性平和,主治血虚肝亢所致的头痛、头晕、失眠多梦。公司临床推广以治疗“慢性脑供血不足”导致的头晕、头昏重、头痛为切入点。

养血清脑是公司第二大产品,2013 年 4 月,进入新版国家基药目录。其适应症广,符合基层市场需求,且类似竞品少。我们预计,随各省招标的启动,养血清脑增长将加速。

图表 29: 养血清脑估算销售金额



来源: 公司公告, 瑞银证券

芪参益气滴丸: 复方丹参滴丸的补充

芪参益气滴丸与复方丹参滴丸剂型相同, 适应症类似。区别在于: 1、芪参益气滴丸仍含有丹参、三七成分, 但君药为黄芪, 增加补气功效, 主治气虚血瘀型冠心病, 与复方丹参滴丸活血化瘀的气滞血瘀型冠心病形成补充。2、芪参益气滴丸的日服药金额约 8-9 元, 与脑心痛胶囊、通心络等类似, 约是复方丹参滴丸的 2 倍, 可在终端拦截不同经济能力的患者。

公司用 6 年时间, 进行 4000 个病例的“芪参益气滴丸对心肌梗死二级预防的循证医学研究”, 开创了国内站在国际循证医学高度进行中医临床研究的先河。

图表 30: 芪参益气滴丸与竞品的对比

产品	适应症	日用药金额 (元)	基药/医保
芪参益气滴丸	气虚血瘀型胸痹	8.7	医保
复方丹参滴丸	气滞血瘀型的胸痹	4.8	基药/医保
脑心痛胶囊	冠心病心绞痛	7.5	基药/医保
通心络胶囊	气虚血瘀型胸痹	9.4	基药/医保

来源: 药品说明书, 各省招标网站, 瑞银证券研究部

芪参益气滴丸 2013 年销售金额约 2 亿, 基于其类似产品的市场空间和天士力强大的销售能力, 我们看好其未来空间, 预计未来 3 年销售金额有望达到 5-10 亿。

水林佳: 生物利用度高的水飞蓟宾类产品

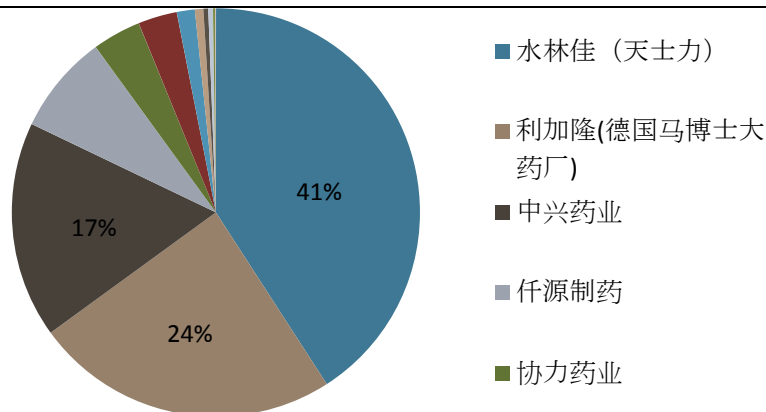
水林佳含高纯度水飞蓟宾, 适用于急性慢性肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复。

水飞蓟是经典保肝药物, 也是脂肪肝用药指南推荐药品。目前, 市场上有 3 类水飞蓟宾类药物, 一类是水飞蓟素胶囊, 以德国马博士大药厂生产的利加隆为主, 除保肝作用最强的水飞蓟宾之外, 还含有异水飞蓟宾、水飞蓟宁和水飞蓟亭等成分, 是第一代水飞蓟宾类产品。第二类是水飞蓟宾葡甲胺片剂, 因水飞蓟宾难溶于水, 增加了辅料葡甲胺, 增加水溶性, 但同时影响了水飞蓟宾的药效, 该片剂有 6 家企业生产。第三种是天士力的水林佳, 是水飞蓟宾与磷脂的复合物。水林佳含有高纯度 (98%) 的水飞蓟宾, 同时含有磷脂增加了水飞蓟宾的脂溶性, 促使水飞蓟宾向细胞膜内转运, 提高了其生物利用度。

2013 年，水飞蓟类药物样本医院销售金额超过 1 亿，水林佳市场份额超过 40%，我们认为水林佳市场空间仍较大：

- 将持续对其他早期水飞蓟类药物进行替代。
- 我国是肝病大国，肝炎患者超过 3000 万，肝病用药市场规模超过百亿，水林佳离天花板还很遥远。

图表 31: 样本医院终端水飞蓟类药物销售占比



来源: pdb 数据库, 瑞银证券

穿心莲内酯滴丸：中药抗感染，显著受益于抗生素使用减少

穿心莲主要有效成分为穿心莲内酯，具有消炎解毒作用，对细菌性与病毒性上呼吸道感染及痢疾有特殊疗效，被誉为天然抗生素药物。

穿心莲在临床上已经广泛用于多种感染性疾病，有注射剂、片剂、丸剂等多种剂型。其中，穿心莲片、穿心莲丸的生产厂商超过 20 家，但主要成分是穿心莲浸膏，包含穿心莲甲素、乙素、丙素和丁素，其有效成分穿心莲乙素（穿心莲内酯）的含量不足 1.5%。公司的穿心莲内酯滴丸穿心莲内酯(含量为 25%，纯度超过 98%，是市场上同类品种中含量最高、纯度最高的产品。

为治理抗生素滥用现象，卫生部于 2012 年出台《抗菌药物临床应用管理办法》，对抗生素实行分级管理，规定药店需凭处方才可购买阿莫西林等常用抗生素。我们认为，随抗生素管理日趋规范，以及大众对滥用抗生素危害认识的上升。穿心莲内酯滴丸这类天然、无耐药性抗感染药物需求将逐渐上升。

蒂清：首家上市，展现公司学术营销能力

脑胶质瘤是最常见的原发性颅内肿瘤，发病率约 5/10 万，且近年来逐渐上升。在《胶质细胞瘤诊断和治疗指南》中，替莫唑胺被作为一线药物推荐联合化疗/放疗使用。

替莫唑胺胶囊治疗费用较高，我们测算，如患者完成放/化疗期和后续 6 个周期的治疗，则总费用约在 15 万左右（按蒂清价格测算）。我国胶质瘤患者约 6-7 万，假设 30% 患者使用，其市场空间约在 30 亿。2013 年蒂清销售金额约 3 亿，未来增长空间很大。

2006 年，天士力帝益在国内首家上市了替莫唑胺胶囊（3.1 类新药），独力进行学术推广。2009 年，原研厂商先灵葆雅药品才获批进入国内市场，价格为蒂清的 1.3 倍。从样本医院用药金额看，与天士力各占半壁市场。

2013 年第二家厂商的替莫唑胺胶囊获批。我们认为，该产品的获批对蒂清的冲击并不大，主要原因是：

- 新获批产品规格为 20mg，而蒂清主要销售规格为 50mg 和 100mg，两者之间无直接竞争。将主要对原研药形成进口替代。
- 从中标数据看，因新获批产品单价比蒂清还高，说明该厂商并未采取低价恶性竞争的方式，预计对蒂清并无冲击。
- 帝益与 40 家三甲医院合作建立脑胶质瘤综合治疗中心，提高国内脑胶质瘤治疗水平，同时增强蒂清用药粘性。

为巩固在脑胶质细胞瘤领域的优势，公司在进行替莫唑胺不同剂型的其他产品研发，其中替莫唑胺酯栓（1.1 类新药）已获临床批件。剂型升级维持产品优势，预计替莫唑胺未来 2-3 年仍将维持较快增长。

图表 32: 帝益替莫唑胺比原研药有价格优势，与新获批厂商无直接竞争

产品	规格	招标价	价格（元/mg）
泰道（原研）	20mg	241	12.1
泰道（原研）	100mg	848	8.5
蒂清（帝益）	50mg	315	6.3
蒂清（帝益）	100mg	567	5.7
交宁（新获批厂商）	20mg	150	7.5

来源: 招标网站, 瑞银证券研究部

“研发”与“销售”良性循环，引领中药行业进入更大市场

天士力能够培育出复方丹参滴丸这一最大的口服品种，且能够拥有“金字塔”型的产品梯队并非偶然，深层的原因是：

- 1、中成药的审批日益严格，行业环境的澄清压缩了低质量品种的空间，为高质量的大品种提供了内在需求支撑。
- 2、公司顺应行业规律，以严格循证实验和 FDA 公信力为背书的临床实验争取西医专家的认同，打破中成药的天花板，引领标准化的中药进入更大市场。
- 3、“研发”与“销售”形成良性“资金-产品”循环。

中药行业：野蛮生长成为历史，高质量严审批是未来趋势

过去 10 年，在医保投入加大、医疗市场激励医生开高价药的医疗大环境下，部分中成药，尤其是部分中药注射剂经历了“野蛮的快速发展”的阶段。具体表现为：

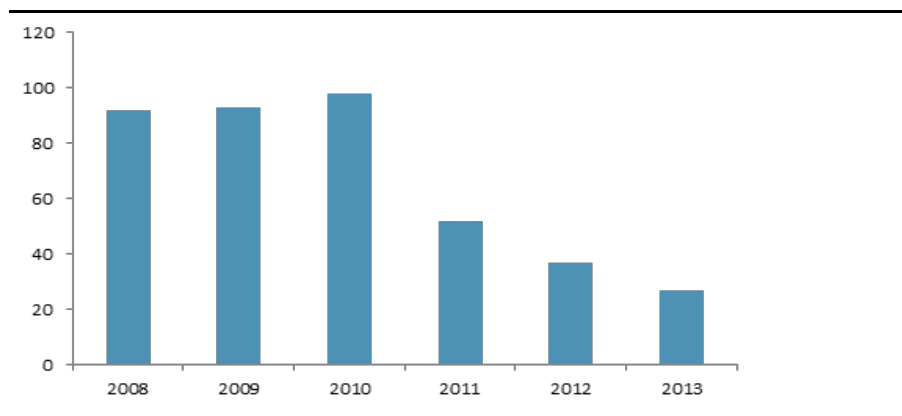
- 2007 年前，药监局批准大量缺乏临床实验数据的品种，导致我国现在市场上有近万个中成药品种。这些品种功能主治宽泛，其安全性、有效性缺乏科学的循证依据。
- 底价代理，带金销售。在医药行业激励机制扭曲的大背景下，大部分厂商没有动力进行临床循证研究，也就没有能力进行学术营销。多以较低的价格将药品销售给代理商，代理商多以“带金销售”的模式营销。

但现在，大环境逐渐发生变化：

- 医保资金趋于紧张，总额预付、按病种付费逐步实施。
- 新版 GMP 认证、药品审批过程中对临床试验和现场检查日益严格。

中药注册审批也趋紧，在 2007 版《药品注册管理办法出台》之后，中药获批大幅减少，2013 年仅有 27 个中药获批。

图表 33: 中药注册审批趋严(个)



来源: CDE, 瑞银证券研究部

在外部环境趋严的情况下，药品“野蛮生长”的时代将逐渐过去。展望未来，生产过程严格质控，能够保证产品批次间的均一、稳定性的产品才能够符合逐渐提升的监管要求。

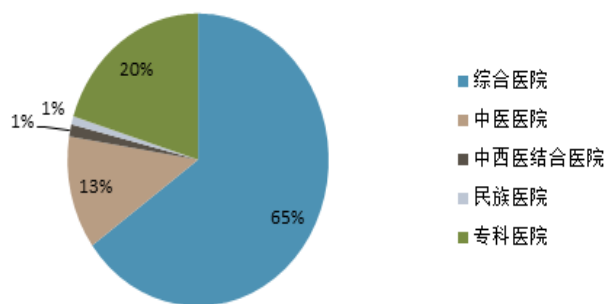
在这种环境下，具有公信力的循证医学实验支持的品种才能获得更为广泛的认同，走入更大的市场。

换个角度看，这个时点也为中药大品种提供了内在需求支撑，行业环境的澄清必然压缩低质量品种的市场份额，让高质量的中药品种获得更大的机会。

争取西医专家认同，是培育中药大品种关键

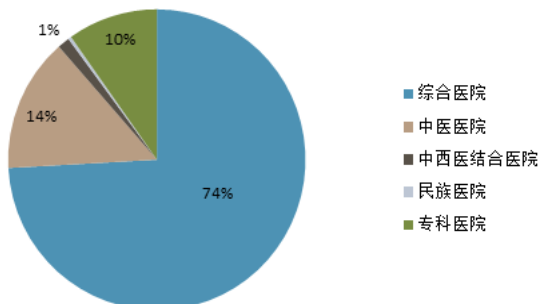
即使在我国，西医也是主流。74%的执业医师、76%的收入集中于以西医疗法为主的综合医院。天士力、步长制药、以岭药业等中药领导企业在新产品推广时，均将综合性三甲医院做为重点。争取西医主流市场的认同，是中药成为大品种的关键。

图表 34: 西医为主的综合医院占医院总数的 65%



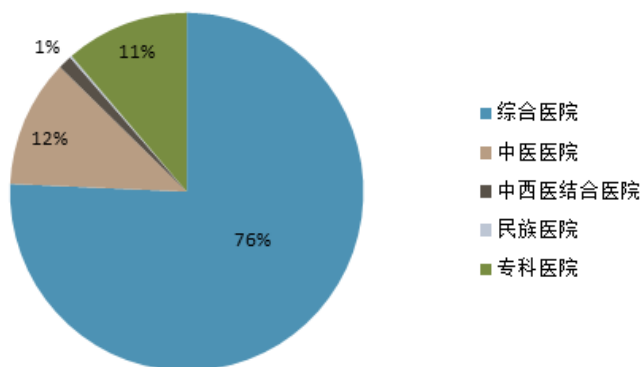
来源: 卫生统计年鉴, 瑞银证券研究部

图表 35: 西医执业医师数占总数的 74%



来源: 卫生统计年鉴, 瑞银证券研究部

图表 36: 综合医院收入占 76% 比例



来源: 卫生统计年鉴, 瑞银证券研究部

有公信力的大样本、多中心、随机双盲临床试验是获得西医支持的关键

我国的化药多为在国外已经上市的品种, 已经通过严格的临床 III/III 期临床实验, 甚至上市后 IV 期观察, 天然能够获得西医的认同。即便如此, 循证医学实验对这些化药品种进一步获得医生信赖仍很有帮助。因此, 大跨国药企仍将循证医学实验做为其开拓市场的法宝。

而中药产品, 尤其是在 2007 年前获批的产品, 多数缺乏严格的临床实验, 获得西医认同更为困难。大样本 (千例以上)、多中心、随机双盲对照临床实验来证实药品的安全性、有效性正是中药产品获取西医认同的最好方法。

更为有效的方法是通过 FDA、欧盟的临床实验, 以药品身份在规范市场上市, 相当于在西医的理论体系中, 获得了与原研化药同样的地位。短期看, 可以获得国内西医的认可, 有助于产品在国内二次放量。中长期看, 获得了进入规范市场的资格, 打开更广阔的市场空间。

国内部分有前瞻性的中药企业在 10 多年前就开始尝试通过规范市场审批。现在, 我们查询到, 国内已经有 4 个中药 (植物药) 产品通过了 FDA II 期临床

实验。其中公司的复方丹参滴丸和和记黄埔的穿心莲单一提取物已经进入了 III 期临床。

图表 37: 在 FDA 已完成 II 期临床的中药产品

名称	阶段	适应症	单位
复方丹参滴丸	临床 III 期	稳定型心绞痛患者	天士力
扶正化瘀胶囊/片	临床 II 期结束, 正在制定 III 期方案	慢性丙型肝炎肝纤维化	上海现代中医药技术发展有限公司
血脂康胶囊	临床 II 期结束, 正在制定 III 期方案	高血症降脂	绿叶制药集团
穿心莲的单一提取物	临床 III 期	中轻度溃疡性结肠炎	和记黄埔

来源: clinicaltrials、瑞银证券研究部

公司的国际化尚处于摸索阶段, 仍依赖于单品、机遇和领导者。尽管市场的注意力集中于复方丹参滴丸是否能够通过 FDA 认证, 但我们仍应该看到, 其野心并不止于一个单品, 复方丹参滴丸 FDA 申请、认证的整个过程, 将为公司培养一批国际认证的人才, 打通国际认证的通路, 积累资源, 逐渐建立中药产品国际化的标准流程。公司正在准备更多产品的 IND 提交, 我们预期, 公司未来将有一系列产品陆续走上规范市场认证之路。

除规范市场药品审批外, 早在 2008 年 5 月, 天士力开始了我国首个在 WHO 注册的中医药大规模、多中心、阳性药物平行对照的中医临床循证研究-“芪参益气滴丸对心肌梗死二级预防的临床试验研究”。

该循证研究在全国设立 16 个临床试验分中心, 共 84 家医院。入选病例 3500 例。结果表明, 芪参益气滴丸和阿司匹林对心肌梗死二级预防效果相当; 芪参益气滴丸和肠溶阿司匹林对改善心肌梗死后患者的生活质量效果相当, 且芪参益气滴丸安全性好于肠溶阿司匹林。

图表 38: 芪参益气滴丸对心肌梗死二级预防的临床试验研究

时间	2008.11-2010.6
病例数	4000
中心	16 个临床试验分中心, 共 84 家医院
阳性对照	肠溶阿司匹林
终点	心脑血管性死亡、

来源: 公司网站, 瑞银证券研究部

“研发”与“销售”形成良好的“资金-产品”循环

我们认为, 天士力 20 年从无到有, 逐渐发展壮大, 正是沿发展路线:

1、产品力强的单品种(复方丹参滴丸)在执行力强的团队推动下, 销售规模不断扩大, 在这个过程中, 销售队伍向全国范围扩展, 公司的管理能力、销售架构和营销队伍逐渐打磨成熟。

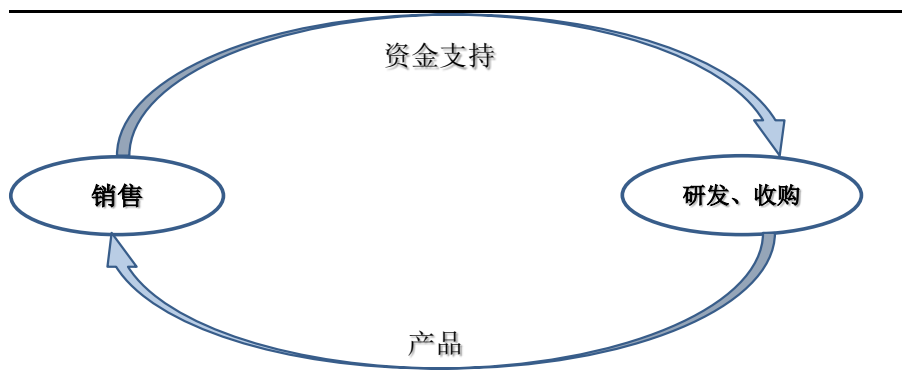
2、在成熟产品能够获得稳定现金流之后, 支持新产品的开发和收购。

3、新产品上市后, 在成熟销售团队的带动下, 销售金额逐渐增加。

4、“研发”与“销售”形成良好的“资金-产品”循环, 打造平台型公司。随着成熟产品增加, 公司能够负担的研发投入越来越大, 而越来越多的上市

新品推动公司销售由单科室到多科室，由三甲医院向基层医院逐步深入。公司如同滚雪球一样发展壮大。

图表 39: “销售”与“研发”良性循环



来源: 瑞银证券研究部

财务状况

损益表

我们预测公司 2014-2016 年销售收入分别为 129.05/148.85/173.70 亿，其中，医药工业部分收入分别为 65.28/81.90/103.40 亿，医药商业收入 63.77/66.95/70.30 亿。2014/15/16 年关键假设如下：

- 复方丹参滴丸收入 27.82/32.00/36.80 亿，增速 16%/15%/15%。
- 二线口服中成药产品合计收入 20.96/27.12/35.7 亿，增速 24%/29%/32%。
- 化药合计收入 7.95/9.78/11.73 亿，增速 25%/23%/20%
- 中药注射剂收入 8.50/12.91/18.97 亿，增速 84%/52%/47%。

我们预计公司 2014-16 归母净利润分别为 14.05/17.91/23.04 亿，2013-2016 年 CAGR 为 28%。我们预计公司净利润率为 10.9% /12.0% /13.3%。

图表 40: 天士力损益表

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	6,570	9,343	11,108	12,905	14,886	17,370	20,307	23,907
毛利	1,968	3,181	4,065	5,248	6,559	8,262	10,321	12,828
息税折旧摊销前利润(UBS)	871	1,418	1,809	2,051	2,515	3,117	3,863	4,714
折旧和摊销	(124)	(178)	(206)	(244)	(261)	(278)	(298)	(319)
息税前利润(UBS)	747	1,240	1,603	1,807	2,254	2,839	3,565	4,394
联营及投资收益	83	5	4	0	0	0	0	0
其他非营业利润	(23)	(90)	(58)	8	(32)	(29)	(25)	(42)
净利息	(65)	(106)	(148)	(66)	(12)	34	66	102
例外项目 (包括商誉)	44	31	17	0	0	0	0	0
税前利润	786	1,080	1,418	1,748	2,210	2,843	3,606	4,454
税项	(146)	(186)	(252)	(315)	(387)	(498)	(631)	(780)
税后利润	640	894	1,166	1,434	1,824	2,346	2,975	3,675
优先股股息及少数股权	(29)	(44)	(66)	(29)	(33)	(42)	(54)	(66)
非常项目	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	611	850	1,100	1,405	1,791	2,304	2,921	3,609
净利润 (UBS)	575	825	1,087	1,405	1,791	2,304	2,921	3,609
税率(%)	18.6	17.2	17.7	18.0	17.5	17.5	17.5	17.5

来源: 瑞银证券估算

资产负债表

我们预计公司 2014-16 年总资产为 100/109/130 亿元，负债为 48/43/46 亿元，股东权益为 52/66/84 亿元。

图表 41: 天士力资产负债表

资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	1,526	1,039	955	645	744	1,807	2,866	4,240
其他流动资产	2,458	3,596	4,895	5,010	5,756	6,692	7,513	8,734
流动资产总额	3,984	4,635	5,850	5,655	6,500	8,500	10,379	12,974
有形固定资产净值	1,551	1,860	2,191	2,343	2,477	2,607	2,746	2,906
无形固定资产净值	414	530	732	704	678	655	634	616
投资/其他资产	685	1,115	1,440	1,346	1,290	1,267	1,272	1,302
总资产	6,634	8,140	10,212	10,048	10,946	13,029	15,031	17,798
应付账款和其他短期负债	1,791	2,540	3,190	2,899	3,236	3,532	3,662	4,045
短期债务	948	423	1,799	852	12	0	0	0
流动负债总额	2,739	2,962	4,990	3,752	3,247	3,532	3,662	4,045
长期债务	63	501	869	869	869	869	469	72
其它长期负债	57	178	210	210	210	210	210	210
优先股	0	0	0	0	0	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,858	3,641	6,069	4,831	4,326	4,611	4,341	4,327
普通股股东权益	3,604	4,245	3,832	4,877	6,246	8,003	10,221	12,937
少数股东权益	172	253	311	340	373	415	469	535
负债和权益总计	6,634	8,140	10,212	10,048	10,946	13,029	15,031	17,798

来源: 瑞银证券估算

现金流状况

公司近年现金流状况有所下滑，我们判断是因医药商业业态受行业大环境影响，回款周期变长导致的。与业内重点医药商业、工业公司相比较，公司的应收款、存货都非常健康。且公司商业全国性网络布局已经完成，预计未来扩展速度放慢，对公司整体现金流拖累将减少。我们认为现在不必过于担忧，我们将持续关注公司现金流和回款未来变化。

图表 42: 天士力与可比公司现金流状况对比 (2013)

	以岭药业	康缘药业	益佰制药	红日药业	香雪制药	均值	天士力
经营活动现金流净额/营业收入 (%)	2.22	17.4	20.73	6.85	26.04	14.65	3.12
经营活动现金流净额/净收益 (%)	20.81	126.80	118.74	37.08	185.01	97.69	24.77
应收款/营业收入 (%)	13.58	40.39	7.63	3062	27.42	23.93	19.41
应收账款周转天数(天)	26.59	128.29	17.76	83.88	63.22	63.95	54.44
存货周转天数(天)	233	66	128	183	86	139	58

来源: wind

图表 43: 天士力现金流量表

现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	611	850	1,100	1,405	1,791	2,304	2,921	3,609
折旧和摊销	124	178	206	244	261	278	298	319
营运资本变动净值	(322)	(247)	(632)	(418)	(394)	(667)	(705)	(861)
其他营业性现金流	457	699	978	69	58	19	(5)	(12)
经营性现金流	870	1,480	1,652	1,300	1,716	1,935	2,509	3,055
有形资本支出	(168)	(19)	(188)	(256)	(295)	(344)	(402)	(473)
无形资本支出	0	0	0	0	0	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	0	0	0	0	0	0	0	0
投资性现金流	(168)	(19)	(188)	(256)	(295)	(344)	(402)	(473)
已付股息	(310)	(361)	(103)	(361)	(421)	(547)	(704)	(892)
股份发行/回购	0	0	0	0	0	0	0	0
其他融资性现金流	310	361	103	(45)	(60)	31	(345)	(315)
债务及优先股变化	0	0	0	(947)	(841)	(12)	0	0
融资性现金流	0	0	0	(1,354)	(1,322)	(528)	(1,048)	(1,207)
现金流量中现金的增加/(减少)	702	1,461	1,465	(309)	99	1,063	1,058	1,375
外汇/非现金项目	(779)	(1,948)	(1,549)	0	0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(77)	(487)	(85)	(309)	99	1,063	1,058	1,375

来源: 瑞银证券估算

盈利能力

公司的毛利率和净利率在以自建营销队伍为主要模式的处方药企业中, 处于绝对领先地位, 在可比公司中销售费用率最低。体现了公司的管理能力和主要产品强势的市场地位。我们认为公司后续新品众多, 推广期销售费用率较高, 且中药注射剂占比将逐渐上升, 预计销售费用率将呈略增的趋势。

图表 44: 2013 年天士力与可比公司医药工业毛利率和净利率对比

	医药工业毛利率(%)	医药工业净利率(%)	医药工业销售费用率(%)	ROE(%)
以岭药业	66.65	9.81	45.52	6.03
康缘药业	74.67	13.48	42.21	17.02
益佰制药	82.16	15.48	54.87	24.79
红日药业	84.84	16.25	54.02	22.14
香雪制药	41.12	13.57	12.58	10.25
均值	69.89	13.72	41.84	16.05
天士力	82.46	23.72	31.55	28.05

来源: wind, 注: 医药工业毛利率、净利率、销售费用率均是公司整体毛利、净利、销售费用与公司工业收入的比值

资本回报率

我们预计, 伴随盈利能力更强的医药工业业务占比提高, 公司未来 ROE 和净利润率有望呈提升的趋势。

同时，因对资金需求较大的医药商业业务占比下降，预计公司财务杠杆率将稳定下降，预计权益乘数呈下降趋势。

图表 45: 天士力杜邦分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE (%)	10.3	10.8	14.0	16.3	17.7
净利润率(%)	8.8	9.8	10.9	12.0	13.3
资产周转率(%)	124.2	108.8	129.1	136.4	133.3
权益乘数(%)	1.78	2.46	1.90	1.63	1.52

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

估值

目标价推导

我们预测公司 2014-16 年 EPS 分别为 1.36/1.73/2.23 元，我们根据瑞银 VACM 给天士力估值（WACC6.7%）得到目标价 55 元。

图表 46: UBSS-VCAM 对天士力 (SS600535) 的估值

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	1,807	2,254	2,839	3,565	4,394	5,436	5,544	5,467	5,187	4,699
折旧及摊销*	244	261	278	298	319	390	447	502	553	598
资本支出	(256)	(295)	(344)	(402)	(473)	(558)	(638)	(717)	(790)	(854)
运营资本变动	(592)	(347)	(543)	(677)	(779)	(1,090)	(720)	(671)	(588)	(471)
所得税 (营运)	(325)	(394)	(497)	(624)	(769)	(951)	(1,005)	(1,025)	(1,005)	(940)
其他	(54)	(59)	(75)	(88)	(108)	(119)	(121)	(118)	(110)	(96)
自由现金流	825	1,419	1,659	2,071	2,584	3,108	3,507	3,438	3,247	2,936
增长		72.1%	16.9%	24.9%	24.8%	20.3%	12.8%	-2.0%	-5.5%	-9.6%

估值	
明计现金流现值	37,084
期末价值 (第 25 年) 现值	19,075
企业价值	56,158
占永续价值百分比	34%
联营公司及其他	510
-少数股东权益	287
现金盈余**	352
-债务***	2,898
权益价值	53,835
已发行股数 [m]	1,032.8
每股权益价值 (Rmb/股)	52.10
权益成本	6.8%
股息收益率	1.2%
1年期目标价 (Rmb/股)	55.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.1%	5.0%	3.0%
息税前利润率	11.0%	10.5%	9.5%
资本支出/销售收入	2.0%	2.0%	2.0%
投资资本回报率	26.3%	24.9%	20.7%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	27.4x	22.3x	23.3x
企业价值 / 息税前利润	31.1x	24.9x	26.1x
自由现金流收益率	1.5%	2.5%	2.3%
市盈率 (现值)	38.3x	30.1x	31.6x
市盈率 (目标)	40.4x	31.8x	33.4x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.25%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.50
债务/权益比	6.4%
边际税率	25.0%
权益成本	6.8%
债务成本	6.7%
WACC	6.7%

期末假设值	
VCH (年数)	25
对应的自由现金流增长	1.1%
投资资本回报率增幅	7.6%
企业价值 / 息税前利润	9.7x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

可比公司

公司业务分为医药工业和医药商业两部分, 医药工业收入占比约 48%, 但贡献毛利超过 95%。现代中药是公司医药工业收入和利润的主要来源。我们选取 A 股中主要的现代中药企业与公司进行类比。

瑞银 VCAM 给予公司 12 个月目标价 55 元对应 2015 年 PE 为 32 倍，略高于可比公司的现价对应估值，但考虑到公司良好的产品梯队和新品获取能力，我们认为天士力目标价合理，且公司现股价对应 2014-16 年估值显著低于可比公司平均值（40 vs 32，30 vs 25，24 vs 19），给予“买入”评级。

图表 47: 可比公司估值与天士力估值对比

证券简称	代码	EPS			当前股价	PE		
		2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E
以岭药业	002603	0.68	0.91	1.10	34.32	50	38	31
康缘药业	600557	0.76	1.02	1.15	29.12	38	29	25
益佰制药	600594	1.45	1.85	2.44	37.99	26	21	16
红日药业	300026	0.76	1.06	1.43	30.15	40	28	21
香雪制药	300147	0.51	0.69	0.90	23.48	46	34	26
平均						40	30	24
天士力	600535	1.36	1.73	2.23	43.18	32	25	19

来源: 万得资讯, 瑞银证券估算, 股价以 2014 年 10 月 13 日收盘价为基准, 以岭药业、康缘药业、益佰制药、天士力业绩为瑞银证券估算, 其余公司业绩预测为万得资讯提供的市场一致预期。

附录

公司背景

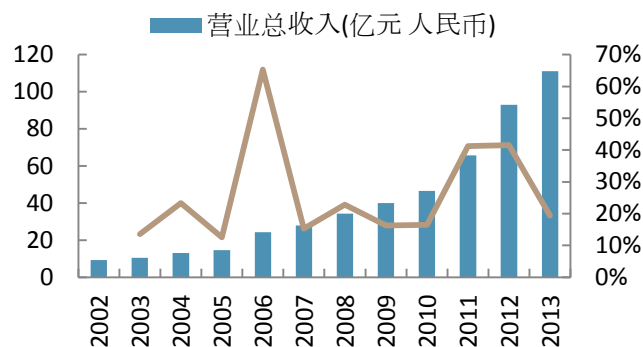
公司主营现代中药，逐步进军化学药和生物药领域。已经形成了以心脑血管系列为主，抗肿瘤、消化系统、抗感冒、妇科等领域为辅的产品体系。

公司业务覆盖中药产业链各个环节，包括种植、提取、生产、销售、自主研发及收购，是国内现代中药的领先企业。

拳头产品复方丹参滴丸已经是国内销售量最大的口服心脑血管中成药。目前在全球范围内进行 FDAIII 期临床市场，有望成为首个获得 FDA 认证，在美国乃至全球上市的现代中药。

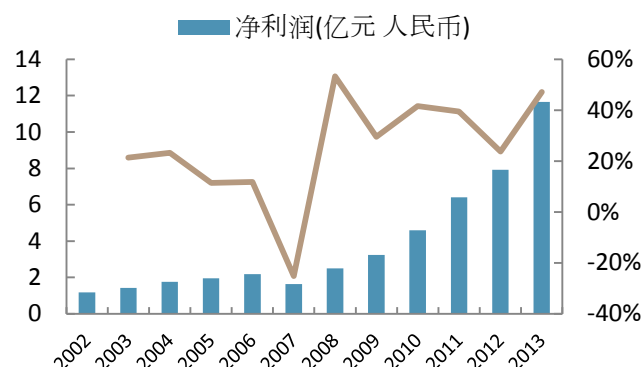
2013 年公司实现营业收入 111.08 亿，净利润 11.66 亿。公司于 2002 年 8 月上市，2003-2013 公司 10 年收入和净利润复合增速达 26.5% 和 23.44%。

图表 48: 天士力营业收入及增速 (2002-2013)



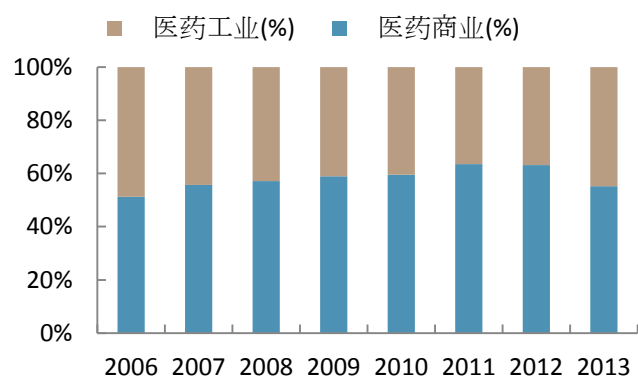
来源: 万德咨询

图表 49: 天士力营业收入及增速 (2002-2013)



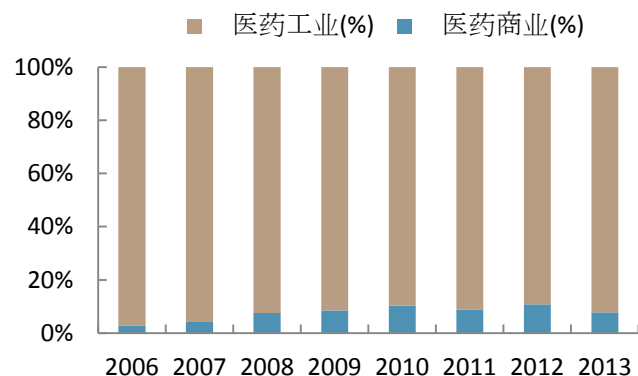
来源: 万德咨询

图表 50: 天士力近年收入结构



来源: 万德咨询

图表 51: 天士力近年毛利结构

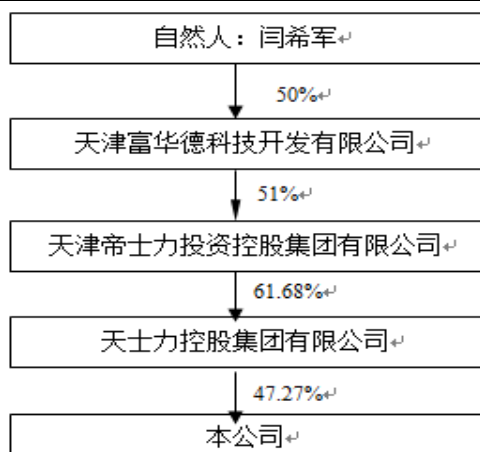


来源: 万德咨询

股权结构

公司控股股东为天士力控股集团有限公司，持股比例为 47.27%。实际控制人为公司创始人、前董事长闫希军先生。

图表 52: 天士力 (600535) 股权结构



来源: 公司公告

天士力 (600535.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	6,570	9,343	11,108	12,905	16.2	14,886	15.3	17,370	20,307	23,907
毛利	1,968	3,181	4,065	5,248	29.1	6,559	25.0	8,262	10,321	12,828
息税折旧摊销前利润(UBS)	871	1,418	1,809	2,051	13.4	2,515	22.6	3,117	3,863	4,714
折旧和摊销	(124)	(178)	(206)	(244)	18.3	(261)	7.0	(278)	(298)	(319)
息税前利润(UBS)	747	1,240	1,603	1,807	12.7	2,254	24.7	2,839	3,565	4,394
联营及投资收益	83	5	4	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(23)	(90)	(58)	8	-	(32)	-	(29)	(25)	(42)
净利息	(65)	(106)	(148)	(66)	55.0	(12)	82.6	34	66	102
例外项目(包括商誉)	44	31	17	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	786	1,080	1,418	1,748	23.3	2,210	26.4	2,843	3,606	4,454
税项	(146)	(186)	(252)	(315)	-25.1	(387)	-22.9	(498)	(631)	(780)
税后利润	640	894	1,166	1,434	22.9	1,824	27.2	2,346	2,975	3,675
优先股股息及少数股权	(29)	(44)	(66)	(29)	56.6	(33)	-14.5	(42)	(54)	(66)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	611	850	1,100	1,405	27.7	1,791	27.5	2,304	2,921	3,609
净利润(UBS)	575	825	1,087	1,405	29.3	1,791	27.5	2,304	2,921	3,609
税率(%)	18.6	17.2	17.7	18.0	1.4	17.5	-2.8	17.5	17.5	17.5
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.56	0.80	1.05	1.36	29.3	1.73	27.5	2.23	2.83	3.49
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.59	0.82	1.07	1.36	27.7	1.73	27.5	2.23	2.83	3.49
每股收益(UBS, 基本)	0.56	0.80	1.05	1.36	29.3	1.73	27.5	2.23	2.83	3.49
每股股息净值(Rmb)	0.35	0.10	0.35	0.41	16.6	0.53	29.8	0.68	0.86	1.07
每股账面价值	3.49	4.11	3.71	4.72	27.3	6.05	28.1	7.75	9.90	12.53
平均股数(稀释后)	1,032.84	1,032.84	1,032.84	1,032.84	0.0	1,032.84	0.0	1,032.84	1,032.84	1,032.84
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	1,526	1,039	955	645	-32.4	744	15.3	1,807	2,866	4,240
其他流动资产	2,458	3,596	4,895	5,010	2.3	5,756	14.9	6,692	7,513	8,734
流动资产总额	3,984	4,635	5,850	5,655	-3.3	6,500	15.0	8,500	10,379	12,974
有形固定资产净值	1,551	1,860	2,191	2,343	6.9	2,477	5.7	2,607	2,746	2,906
无形固定资产净值	414	530	732	704	-3.9	678	-3.7	655	634	616
投资/其他资产	685	1,115	1,440	1,346	-6.5	1,290	-4.1	1,267	1,272	1,302
总资产	6,634	8,140	10,212	10,048	-1.6	10,946	8.9	13,029	15,031	17,798
应付账款和其他短期负债	1,791	2,540	3,190	2,899	-9.1	3,236	11.6	3,532	3,662	4,045
短期债务	948	423	1,799	852	-52.64	12	-98.64	0	0	0
流动负债总额	2,739	2,962	4,990	3,752	-24.8	3,247	-13.4	3,532	3,662	4,045
长期债务	63	501	869	869	0.0	869	0.0	869	469	72
其它长期负债	57	178	210	210	0.0	210	0.0	210	210	210
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,858	3,641	6,069	4,831	-20.4	4,326	-10.4	4,611	4,341	4,327
普通股股东权益	3,604	4,245	3,832	4,877	27.3	6,246	28.1	8,003	10,221	12,937
少数股东权益	172	253	311	340	9.2	373	9.7	415	469	535
负债和权益总计	6,634	8,140	10,212	10,048	-1.6	10,946	8.9	13,029	15,031	17,798
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	611	850	1,100	1,405	27.7	1,791	27.5	2,304	2,921	3,609
折旧和摊销	124	178	206	244	18.3	261	7.0	278	298	319
营运资本变动净值	(322)	(247)	(632)	(418)	33.9	(394)	5.6	(667)	(705)	(861)
其他营业性现金流	457	699	978	69	-92.9	58	-15.9	19	(5)	(12)
经营性现金流	870	1,480	1,652	1,300	-21.3	1,716	31.9	1,935	2,509	3,055
有形资本支出	(168)	(19)	(188)	(256)	-36.2	(295)	-15.3	(344)	(402)	(473)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(168)	(19)	(188)	(256)	-36.2	(295)	-15.3	(344)	(402)	(473)
已付股息	(310)	(361)	(103)	(361)	-250.0	(421)	-16.6	(547)	(704)	(892)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	310	361	103	(45)	-	(60)	-31.72	31	55	82
债务及优先股变化	0	0	0	(947)	-	(841)	11.25	(12)	(400)	(397)
融资性现金流	0	0	0	(1,354)	-	(1,322)	2.4	(528)	(1,048)	(1,207)
现金流量中现金的增加/(减少)	702	1,461	1,465	(309)	-	99	-	1,063	1,058	1,375
外汇/非现金项目	(779)	(1,948)	(1,549)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(77)	(487)	(85)	(309)	-266.1	99	-	1,063	1,058	1,375

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

天士力 (600535.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	34.4	27.1	36.6	31.8	24.9	19.4	15.3	12.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	36.6	28.0	37.1	31.8	24.9	19.4	15.3	12.4
股价/每股现金收益	30.1	23.0	31.2	27.1	21.7	17.3	13.9	11.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.3	6.3	3.6	2.3	3.2	3.6	4.7	5.8
净股息收益率(%)	1.7	0.4	0.9	0.9	1.2	1.6	2.0	2.5
市净率	5.8	5.4	10.5	9.1	7.1	5.6	4.4	3.4
企业价值/营业收入(核心)	3.1	2.4	3.8	3.5	3.0	2.5	2.1	1.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	23.3	16.0	23.1	22.2	17.7	14.0	10.9	8.6
企业价值/息税前利润(核心)	27.1	18.3	26.1	25.2	19.8	15.4	11.8	9.2
企业价值/经营性自由现金流(核心)	26.2	16.6	25.4	23.8	18.8	15.0	11.6	9.1
企业价值/运营投入资本	7.8	6.8	9.1	8.2	7.4	6.6	5.7	4.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	21,039	23,059	40,269	44,619	44,619	44,619	44,619	44,619
净债务 (现金)	(516)	(116)	1,713	1,076	136	(939)	(2,397)	(4,168)
少数股东权益	172	253	311	340	373	415	469	535
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	20,696	23,196	42,294	46,034	45,127	44,095	42,690	40,985
非核心资产	(418)	(526)	(503)	(501)	(499)	(496)	(494)	(492)
核心企业价值	20,277	22,670	41,791	45,533	44,628	43,598	42,197	40,494
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	41.2	42.2	18.9	16.2	15.3	16.7	16.9	17.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	21.8	62.7	27.6	13.4	22.6	23.9	23.9	22.0
息税前利润(UBS)	24.8	65.9	29.2	12.7	24.7	25.9	25.6	23.3
每股收益(UBS 稀释后)	32.6	43.4	31.8	29.3	27.5	28.6	26.8	23.5
每股股息净值	16.7	-71.4	NM	16.6	29.8	28.6	26.8	23.5
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	30.0	34.0	36.6	40.7	44.1	47.6	50.8	53.7
息税折旧摊销前利润率	13.3	15.2	16.3	15.9	16.9	17.9	19.0	19.7
息税前利润率	11.4	13.3	14.4	14.0	15.1	16.3	17.6	18.4
净利 (UBS) 率	8.8	8.8	9.8	10.9	12.0	13.3	14.4	15.1
ROIC (EBIT)	28.8	37.0	34.8	32.4	37.4	42.9	48.2	52.9
税后投资资本回报率	23.4	30.6	28.6	26.6	30.9	35.4	39.8	43.7
净股东权益回报率(UBS)	16.6	21.0	26.9	32.3	32.2	32.3	32.1	31.2
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.6)	(0.1)	0.9	0.5	0.1	(0.3)	(0.6)	(0.9)
净债务/总权益 %	(13.7)	(2.6)	41.4	20.6	2.1	(11.2)	(22.4)	(30.9)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(15.8)	(2.6)	29.3	17.1	2.0	(12.6)	(28.9)	(44.8)
净债务/企业价值	(2.5)	(0.5)	4.1	2.4	0.3	(2.2)	(5.7)	(10.3)
资本支出 / 折旧 %	172.8	13.0	113.6	130.5	136.9	146.1	156.7	169.0
资本支出/营业收入(%)	2.6	0.2	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
息税前利润/净利息	11.5	11.7	10.9	27.2	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.6	8.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	62.9	12.5	33.3	30.0	30.5	30.5	30.5	30.5
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	6,570	9,343	11,108	12,905	14,886	17,370	20,307	23,907
总计	6,570	9,343	11,108	12,905	14,886	17,370	20,307	23,907
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	747	1,240	1,603	1,807	2,254	2,839	3,565	4,394
总计	747	1,240	1,603	1,807	2,254	2,839	3,565	4,394

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+27.3%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+28.5%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+19.2%

风险声明

我们认为公司可能存在的风险包括：

- 1、如果复方丹参滴丸未能获得 FDA 审批通过，影响市场对公司和产品信心，股价有下行风险。
- 2、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸两大中药注射剂是公司未来增长的重要驱动力，如果这两个品种的销售低于预期，对公司业绩影响较大。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外 (CBE)：** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：季序我, 博士; 林娜, 博士。

涉及报告中提及的公司的披露

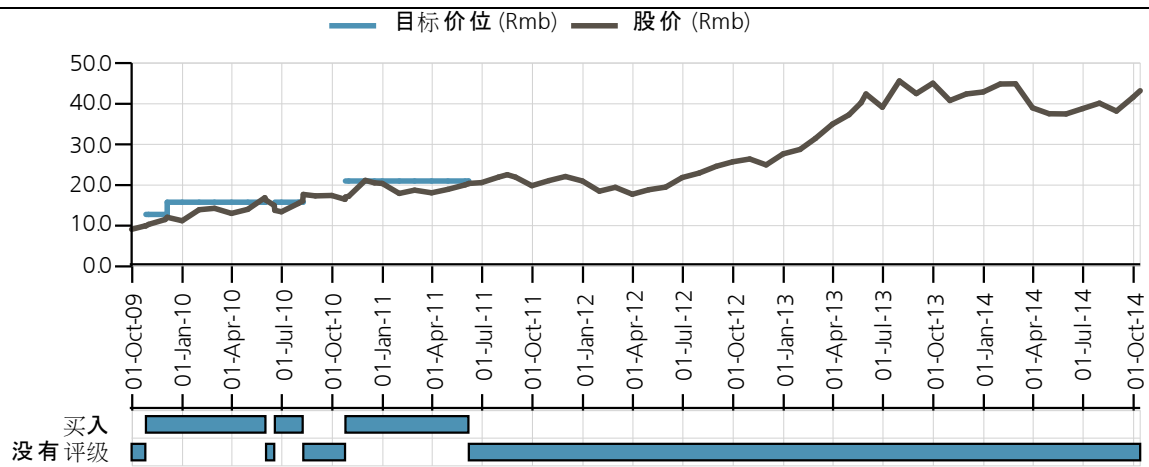
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
天士力	600535.SS	未予评级	不适用	Rmb43.20	2014 年 10 月 13 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

天士力 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 10 月 13 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放在且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

