

現價：RMB 41.09

醫藥生物行業

天士力 (600535.CH)

交銀國際香港路演紀要

落后 同步 领先

公司估值表

截至 12 月 31 日止年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
營業收入 (RMB m)	9,301	11,108	13,330	15,817	18,769
同比增長 (%)	42%	19%	20%	19%	19%
淨利潤 (RMB m)	769	1,100	1,436	1,828	2,294
每股盈利 (RMB)	0.72	0.99	1.40	1.76	2.19
每股盈利增長 (%)	-30%	38%	41%	26%	24%
市盈率 (x)	55.8	40.6	29.4	23.3	18.8
市賬率 (x)	10.4	10.8	8.4	6.6	5.1

資料來源：公司，盈利預測來自 Wind 平均預測。

滬港通在即，A 股醫藥行業龍頭將備受海外機構投資者的關注。我們邀請了中藥現代化龍頭企業天士力的投資者關係負責人王麒先生來香港與海外機構投資者進行了交流。

- **天士力是一個中藥現代化的龍頭企業。**公司成立於 1994 年，總部在天津，在管理、生產、研發、銷售各方面都是國內競爭力最強的中國現代化企業，滬港通開通在即，我們將其列為我們的 A 股醫藥行業首選。
- **完善的金字塔產品體系。**第一梯隊是複方丹參滴丸，占製藥業務銷售額一半；第二梯隊包括養血清腦顆粒（2013 年銷售額約 RMB5.7 億）、芪參益氣滴丸（2013 年銷售額約 RMB3 億元），治療非酒精脂肪肝的水佳林（2013 年銷售額約 RMB2.3 億），中藥注射劑益氣復脈（2013 年銷售額 RMB3 億）等；第三梯隊是包括治療腦膠質瘤的替莫唑胺，中藥注射劑注射用丹參多酚酸和生物製藥普佑克等。公司注重研發，不斷推出新產品，豐富產品組合，增強動力足。
- **完善的行銷網路有約 5,000 人構成**，其中一半是醫院市場的醫藥代表，進行學術行銷；還有一半覆蓋基層市場和 OTC 市場。公司實現了三級醫院的全面覆蓋。二級醫院覆蓋率可達 60%。管理構架：全國九個大區，29 個省市區域，再往下就是上千個辦事處，最後一層是各個辦事處下面的醫藥行銷代表。
- **複方丹參滴丸美國三期臨床試驗進展順利。**天士力複方丹參滴丸在 2006 年啟動了美國臨床試驗，專案負責人孫鶴博士曾在美國 FDA 工作 13 年，經驗豐富。二期臨床共招募了 126 個臨床病例，耗時三年。結果對於臨床學和統計學的雙重顯著的意義，對於輔助指標具有臨床顯著明顯的意義，沒有一例有嚴重的不良反應事件，明顯優於化學藥。基於二期臨床試驗，美國 FDA 給予了天士力複方丹參滴丸在開始臨床三期之前的特許臨床方案制定許可。天士力在 2012 年啟動了三期整體方案的臨床設計和研究，目前在全球 9 個國家 127 個臨床中心都在穩步地進行當中。
- **醫藥商業板塊：**銷售額約占公司總收入的一半，毛利率約為 3-5%，大幅低於製藥板塊 73-75% 的毛利率。商業板塊的業務模式與國藥控股（1099.HK）類似，此板塊不是天士力未來發展的戰略重點，但也暫時不會考慮出售。
- **控股公司的其它業務：**1) 長白山礦泉水、2) 雲南普洱茶、3) 貴州國台酒業及 4) 與湖南湘雅醫院共建的湖南湘雅康復醫院等。

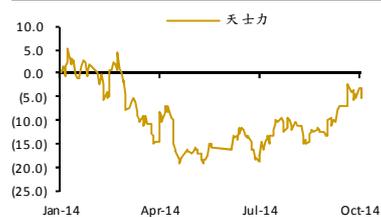
- ▶ **天士力是一個中藥現代化的龍頭企業。**公司成立於 1994 年，在管理、生產、研發、銷售各方面都是國內競爭力最強的中國現代化企業，滬港通開通在即，我們將其列為我們的 A 股醫藥行業首選。
- ▶ **完善的金字塔產品體系。**複方丹參滴丸、養血清腦顆粒、芪參益氣滴丸、水佳林、益氣復脈注射劑、丹參多酚酸注射劑、普佑克等產品組合豐富，競爭力強。
- ▶ **複方丹參滴丸美國三期臨床試驗順利**，有利於國內學術推廣。海外市場潛力大。
- ▶ **完善的行銷網路有 5,000 人構成**，一半是醫院市場的醫藥代表，進行學術行銷；另一半覆蓋基層市場和 OTC 市場。

股份資料

52 周高位 (RMB)	48.18
52 周低位 (RMB)	35.35
市值 (RMB m)	42,439.5
發行股數 (百萬)	1,032.8
日成交量 (RMB m)	277.4
1 個月內變化 (%)	3.6
年初至今變化 (%)	-8.1

資料來源：Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

孫鳳強

 johnson.sun@bocomgroup.com
 Tel: (852) 2977 9203

劉一賀

 milo.liu@bocomgroup.com
 Tel: (852) 2977 9387

天士力(600535.CH) 香港路演紀要

出席管理層：天士力投資者關係負責人 王麒

時間：2014 年 10 月 21 日（星期二）

天士力是一個中藥現代化的龍頭企業，總部在天津。公司產品組合非常豐富，其中獨家產品複方丹參滴丸家喻戶曉，2013 年銷售額達 RMB23.5 億元，是市場份額最大的心腦血管用藥，已經在美國完成二期臨床，並在全球進行三期臨床，同時帶動國內臨床學術推廣。二線心腦血管產品養血清腦丸和芪參益氣丸與複方丹參滴丸；臨床高端心腦血管中藥粉針劑益氣複脈和丹酚多酚酸、生物一類新藥重組人尿激酶原等共同形成價格梯隊，滿足各種需求，推動增長。公司在管理、生產、研發、銷售各方面都是國內競爭力最強的中國現代化企業

1. 產品體系

複方丹參滴丸是旗艦產品，是臨床一線心腦血管用藥。滴丸劑型可舌下含服。獨家品種，基藥。主要成分是三七、丹參、冰皮。功效與速效救心丸（中新藥業獨家品種）、複方丹參片（多家生產商，如白雲山和黃醫藥）、麝香保心丸（上藥和黃獨家品種）類似。比複方丹參片的優勢：滴丸劑型中的有效成分冰皮含量低，對腸胃刺激小。日均用藥價格 RMB4.9 元。2013 年銷售額達 RMB23.5 億元，占其工業銷售額的一半。複方丹參滴丸正在全球（包括美國）進行心絞痛的三期臨床試驗。

芪參益氣滴丸是一個複方丹參滴丸的高端升級產品。日均用藥價格 RMB8 元左右。成分中加入黃芪，除複方丹參滴丸的基本功效外，還有補氣的功效，更適用於體虛的中老年人。2011 年銷售額約 RMB6,000 萬，到 2013 年銷售額約 RMB3 億元，增長非常迅速。獨家品種，醫保乙類。

天士力有一個比較完善的金字塔產品體系，在這個體系當中產品分為三個梯隊。天士力目前擁有 11 個過億的品種，寶塔型的產品線結構會隨著公司未來產業鏈逐步打造，都將會逐步向塔尖靠攏的格局。最大產品是複方丹參滴丸，占製藥業務銷售額一半；第二梯隊包括養血清腦顆粒（2013 年銷售額約 RMB5.7 億）、芪參益氣滴丸（2013 年銷售額約 RMB3 億元），治療非酒精脂肪肝的水飛薊賓（“水佳林”，2013 年約 RMB2.3 億），中藥注射劑益氣複脈（2013 年銷售額 RMB3 億）等；第三梯隊是包括治療腦膠質瘤的替莫唑胺，中藥注射劑注射用丹參多酚酸和生物製藥普佑克等。公司注重研發，不斷推出新產品，豐富產品組合，增強動力足。

三個注射劑品種，包括益氣複脈、注射用丹參多酚酸和生物製藥普佑克增速最值得期待。注射用益氣複脈凍乾粉和注射用丹參多酚酸日均用藥價格分別為 RMB500 元、RMB350 元左右，作為心腦血管病人的住院一線用藥，定價優勢強。這兩個產品分別在 2007 年和 2011 年上市，是 CFDA 收緊對中藥注射劑的審批後批出的極少數中藥注射劑品種，也說明了產品的安全性和有效性。天士力在臨床研究中的實力，包括在美國進行的複方丹參滴丸三期臨床試驗，也有利於樹立其在中國臨床西醫中的信心。一類生物新藥普佑克（重組人尿激酶原）於 2012 年上市，次均用藥價格約 RMB1,400 元，是新一代的溶栓急救用藥，更具效果好、副作用小等優勢，與天士力的其它心腦血管用藥構成急救、住院治療康復及出院後保健的一系列產品梯隊。

2. 行銷體系

天士力的行銷網路有約 5,000 人構成，其中一半是醫院市場的醫藥代表，進行學術行銷；還有一半覆蓋基層市場和 OTC 市場。公司實現了三級醫院的全面覆蓋。二級醫院覆蓋率可達 60%。

天士力醫藥行銷公司（今年開始成為上市公司的 100% 控股子公司）下面覆蓋了全國九個大區，九個大區下面又有 29 個省市區域，再往下就是上千個辦事處，最後一層是各個辦事處下面的醫藥行銷代表。

3. 複方丹參滴丸美國臨床試驗介紹

天士力 1994 年成立，到 2006 年，公司所圍繞的中藥現代化標準的產業鏈打造，都是在為 FDA 美國未來實驗的通過之前做的一個鋪墊。包括從源頭的可塑性、GAP，中藥標準化種植的一個基地打造到 GEP 提取，現在整個這條 GEP 的提取技術是擁有幾百個線上監控的指標，能夠實現從種植到提取之後，現在的藥品有效成分是均一穩定的保證。再到其 GMP 的生產過程，這個過程也是有整個一條全自動化的標準線上生產體系，主要的目的是為了打造整個這條產業鏈的均一和穩定，以及有效成分的清晰和有效成分產量穩定的高標的要求。

基於以上積澱，天士力於 2006 年啟動了美國的 FDA 的 IND（臨床試驗申請），通過 IND 之後，天士力與跟美國的 FDA 進行溝通，實現臨床方案的設計，在臨床方案設計的過程當中包括對於標準的對接，包括對於整個藥品所要達成的一個效果都獲得了美國 FDA 的認可。

專案負責人經驗豐富。孫鶴博士 2006 年加入天士力，成為其複方丹參滴丸美國臨床試驗負責人。孫博士在美國 FDA 任職長達 13 年，經驗豐富。

二期臨床試驗結果正面。二期臨床共招募了 126 個臨床病例，耗時三年。結果對於臨床學和統計學有雙重顯著的意義，對於輔助指標具有臨床顯著明顯的意義，沒有一例有嚴重的不良反應事件，所以在不良反應的體現上來講，它的效果是明顯地優於化學藥的。

基於二期臨床試驗，美國 FDA 給予了天士力複方丹參滴丸在開始臨床三期之前的特許臨床方案制定許可。意義在於如果三期能夠按照制定方案順利地完成之後，美國的 FDA 部門將不會再提出其它的要求去限制該種藥品的審批和上市。當然這不包括它之後能不能審批通過，這僅是對於臨床方案條件的一個補充。此類特殊許可，一般中小企業是很難拿到，都是大型企業才可以獲得。這也側面說明了美國 FDA 對複方丹參滴丸的態度。

天士力在 2012 年啟動了三期整體方案的臨床設計和研究，目前在全球 9 個國家 127 個臨床中心都在穩步地進行當中。有一些國家進展得還是比較順利的，在美國和加拿大等等這些國家，這些國家包括臨床入組數，還有整體進展都是比較快的，也有一些國家比如像日本等等，在進入它們藥審部門過程當中需要有一些跟藥政部門反復地溝通，還有包括臨床病例入組出現的一些難度。比如說日本的病例比較貴，所以有一些地區的進度是慢一些。但是公司按照整體的步伐，未來從今年到明年的這段時間，天士力認為能順利地往前推進難度不大。此外，到目前為止，三期臨床尚未出現嚴重不良反應的病例。

臨床試驗的費用：三期臨床共約 900 個病例，以每個病例 2 萬美元投入，共約需投入 RMB1 億元，部分費用可以做資本化處理，對公司財務影響有限。

未來美國市場定價策略：複方丹參滴丸如果在美國上市，大概定價範圍約在 RMB50 元左右，是國內日均用藥價格的 10 倍以上。有望成為重磅炸彈產品，年銷售額可達 10 億美元以上。天士力沒有給出具體的時間表。

目前美國市場的佈局：目前美國公司有幾十個員工，開始做一些推廣的前期工作，嘗試銷售保健品。複方丹參滴丸在美國沒有以保健品的形式銷售，但在東南亞某些國家有此類銷售模式，但占比很小。

4. 公司的商業板塊

公司的醫藥商業板塊，銷售額約占公司總銷售額的一半，毛利率約為 3-5%，大幅低於製藥板塊 73-75% 的毛利率。商業板塊的業務模式與國藥控股 (1099.HK) 類似，主要做藥品的醫院配送及調撥業務，目前覆蓋 6-8 個省。早期是為了配合公司的工業板塊，作為與經銷商談判的籌碼，但現在來看，這個作用已經不大。此板塊直接面向醫院，醫院回款差，板塊現金流較差，影響了公司整體的現金流。

此板塊不是天士力未來發展的戰略重點，但也暫時不會考慮出售。

5. 控股公司的其它業務

天士力集團持有天士力 (600535.CH) 的 47.27% 股權。天士力集團的業務包括一瓶酒、一杯水、一杯茶，還有一個大的健康醫療解決方案。

“一瓶水”主要是坐落於長白山，長白山跟恒大冰泉和娃哈哈等等這些大的做水的企業都是同源的水域做了小分子的礦泉水。“一杯茶”主要是在雲南普洱，雲南普洱天士力有一個產業園，在這個產業園裡面通過做藥的技術實現了茶根的提取，目前來看，普洱茶未來定位在怕油、怕糖、怕脂的保健品定位上。“一瓶酒”是天士力的國台酒業，坐落在是貴州，與茅臺酒廠一牆之隔，也是用同水源來實現國台酒的生產。

天士力集團的大健康解決方案板塊，主要是醫療器械以及醫院的業務。天士力集團與湖南湘雅醫院（華中地區最有影響力的醫院）共建立湖南湘雅康復醫院，主要是接收於湖南湘雅醫院裡面一部分病人的康復性治療。整個康復醫院應該運行了一年左右，基本上已經實現了收支平衡。

交銀國際

 香港中環德輔道中68號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於12個月內上升超過20%

長線買入: 預期股價於12個月以上時間上升超過20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於12個月內下跌超過20%

行業評級

領先: 預期行業指數於12個月內超過大市漲幅10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於12個月內落後大市漲幅10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行業

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費行業

黃文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉濛 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費行業

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物行業

孫鳳強 (852) 2977 9203 johnson.sun

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險行業

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

互聯網行業

馬原 (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

穀馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣行業

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產行業

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

何志忠 CFA, FRM (852) 2977 9220 toni.ho

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源行業

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤行業

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技行業

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

馮懿男 (852) 2977 9381 Yinan.feng

汽車行業

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與重慶銀行股份有限公司、徽商銀行股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、中國信達資產管理股份有限公司、秦皇島港股份有限公司、金天醫藥集團股份有限公司、龍光地產控股有限公司、南京中生聯合股份有限公司、Magnum Entertainment Group Holdings Limited、交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司及四川發展(控股)有限責任公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。