

业绩符合预期， 中药国际化逐步明晰

天士力 (600535)

推荐 维持

核心观点:

1. 事件

天士力公布 2015 年年报，公司收入 143.54 亿 (+5.21%)，其中医药工业收入 63.65 亿 (+5.18%)，医药商业收入 67.78 亿 (+4.74%)；归属于母公司净利润 14.79 亿 (+8.06%)，扣非后归母净利润 14.19 亿 (+5.43%)，基本符合市场预期。年报首次披露工业收入分治疗领域的收入结构，其中，心脑血管用药收入 46.39 亿 (+4.40%)，抗肿瘤用药收入 5.40 亿 (+8.56%)，感冒发烧用药收入 4.14 亿 (+24.42%)，肝病治疗用药收入 3.92 亿 (-7.76%)，其他治疗用药规模 3.80 亿 (+7.69%)。

2. 我们的分析与判断

(一) 产品线聚焦心脑血管，逐步拓展多领域产品

公司产品线以心脑血管治疗为中心，逐步发展抗肿瘤、感冒发烧和肝病治疗等多种治疗领域。2015 年销售额过 5 亿的一线品种共 4 种，分别为复方丹参滴丸、养血清脑、益气复脉和蒂清。复方丹参滴丸单品规模超 26 亿，占工业收入比例约 42%，是公司稳定的现金牛产品。复方丹参滴丸首现销量负增长，主要受公立医院控费限制规模影响，在基层和县级医院是超额完成目标销售的。复方丹参滴丸是《国家低价药目录》品种，已在 11 个省份完成价格调整，价格有所恢复。

二线推广期品种增速较快。受益于学术推广、进入地方医保和各省招标启动的推动，注射用丹参多酚酸增速快，达 103%。穿心莲内酯滴丸也有较快增速，受益于公司在销售领域加大 OTC 推广。

图 1、天士力主要产品规模和增速拆分

品种	主治领域	所属公司	销售近似规模 (亿元)	销量增速
一线				
复方丹参滴丸	心脑血管	母公司	26.5	-0.23%
养血清脑 (OTC)	心脑血管	母公司	7.3	/
益气复脉粉针	心脑血管	天士力之骄	6	19.58%
蒂清	抗肿瘤	天士力蒂益	5.4	10.28%
二线				
注射用丹参多酚酸	心脑血管	天士力之骄	1.5	103.31%
芪参益气滴丸	心脑血管	母公司	2	3.32%
藜香正气滴丸 (OTC)	感冒发烧	母公司	2	0.97%
穿心莲内酯滴丸 (OTC)	感冒发烧	母公司	1.5	17.81%
醒脑静注射液	心脑血管	天地药业 (45%)	2.3	8.36%
水林佳	肝病治疗	母公司	3	3.45%
文飞	失眠	天士力蒂益	1.3	/
普佑克	心脑血管	上海天士力	0.35	63.08%

资料来源：银河证券研究部，公司公告

分析师

☎: 李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

霍辰伊

☎: (8610) 83574699

✉: huochenyi@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2016.3.28

A 股收盘价(元)	39.66
A 股一年内最高价(元)	56.91
A 股一年内最低价(元)	31.88
上证指数	2957.82
市净率	5.58
总股本 (亿股)	10.80
实际流通 A 股 (亿股)	10.33
流通 A 股市值 (亿元)	409.69

相关研究

天士力 (600535) 中报点评: 业绩趋于平稳, 丹参滴丸国际化值得期待 2015-8-17

（二）医保控费全面开展，公司创新组织结构以积极应对

2015年，我国医改进入深水区，公立医院改革迎来实质性变化。受医保资金支大于收的影响，医保控费全面展开。国家进一步扩大城市公立医院医改试点，限制公立医院规模，控制药占比（至2017年试点城市公立医院总体占比降至30%），辅助用药受到明显约束。各地也推出控费新措施，各省招标进一步降价，对部分药品形成了量价双杀。

公司在这一新形势下，积极创新组织结构，应对压力。价格方面，公司建立全国统一的价格体系，确定价格管理目标，维护中标价，把维护各省中标价和医保支付标准作为价格维护的核心目标。市场营销方面，公司转变营销模式，在医院板块和非医院板块进行资源再配，进一步加强零售行业布局，树立OTC品牌。生产方面，公司努力提高产能、降本增效，分层次、分阶段进入工业4.0

（三）“十三五”开局进行更名，为下一个五年打下基石

2016年是公司“十三五”战略开局之年。公司做足准备，既要做好增量，又要做优存量。公司将以“突破边界，链接聚力，融合发展，人企合一”为战略主题，以“新产品、新工业、新关系、新侧重、新模式、新平台、新合作、新领域”8个突破点为支柱，坚持国际化，以“一个核心带两翼”做产业布局，创新思维、方法、技术路径和商业模式。公司拟将公司名称由“天士力制药集团股份有限公司”变更为“天士力医药集团股份有限公司”，为下一个五年打下基础。

（四）复方丹参滴丸海外临床逐步收尾，国际化平台推动更多中药品种海外上市

复方丹参滴丸美国FDA III期临床试验项目在美国、加拿大、俄罗斯、乌克兰、格鲁吉亚、白俄罗斯、墨西哥、巴西及中国台湾9个国家和地区的127个临床中心顺利进行，未发生与实验药物或临床试验方案相关的不良事件。该试验2012年8月开启，已于本月顺利提前完成全部临床工作，现进入COV（临床中心关闭访查）阶段。后续临床试验结果需等待数据库锁定、数据分析完成、分析结果揭盲等工作，预期今年7月形成临床试验总结报告，今年年底上报FDA，最快2017年下半年获准上市。

复方丹参滴丸是大市场品种，具有长期服用安全性高、无耐药性的优点，有望成为大品种。目前FDA III期临床试验适应症为慢性稳定型心绞痛，预计该试验完成后，公司将申报其他5中适应症，开拓更广的市场。

公司已形成独特的植物药海外临床申报的核心优势，未来不仅可加速自身品种的海外临床，还可为本土的中药企业国际化提供服务。公司自主品种准备加快注册的品种包括：注射用丹参多酚酸、穿心莲内酯滴丸、水飞蓟宾胶囊（水林佳）。公司已与以岭药业、太安堂、贵州百灵签订合作协议，推动其优势中药品种的国际化。

3、盈利预测与投资建议

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.37、1.51 和 1.74 元。公司是中药现代化和国际化的龙头企业，是中药材标准的制定者，产品梯队储备丰富，公司积极应对处方药医保控费等行业性影响，改进组织结构、营销模式和生产能力的同时，积极谋求转型。公司中短期业绩有望受益于新品推广、国家医保目录的调整和各省招标的加速，长期弹性空间来自于中药国际化，复方丹参滴丸有望在美国上市将加速市场预期。我们看好公司的长期发展，给予“推荐”评级。

4、风险提示

复方丹参滴丸国际化进程放缓，产品降价风险，新产品开发风险，中药材等原材料涨价风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn