

# 丹滴国际化备受关注，“一核两翼”布局 助力成长

——天士力（600535）调研简报

增持（首次）

日期：2016年11月09日

公司研究

公司调研简报

证券研究报告

	2014年	2015年	2016E	2017E
营业收入(亿元)	125.67	132.22	138.62	163.48
增长比率(%)	13.24	5.21	4.84	17.9
净利润(亿元)	13.68	14.79	14.79	15.55
增长比率(%)	24.36	8.06	0	5.14
每股收益(元)	1.32	1.38	1.38	1.42
市盈率(倍)	31.43	29.65	29.65	29

## 事件：

公司作为国内现代中药产业龙头，拥有复方丹参滴丸、养血清脑等一批重磅品种。目前，复方丹参滴丸已经顺利完成美国 FDA 三期临床，正在顺利进行后续相关工作，未来大概率实现国际化路线。随着公司主动控货调整的结束以及年底医保目录调整，公司业绩有望迎来拐点。

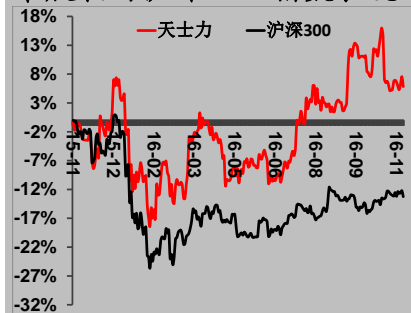
## 投资要点：

- **16年前三季度业绩因主动调整承压，医药工业、商业板块呈现分化**  
今年1-3季度，公司整体实现营收96.1亿元，同比增长2.48%，分别实现归母净利和扣非后归母净利10.03亿、9.85亿，分别同比下降17.69%、17.65%；从业务领域来看，报告期内医药工业板块收入同比下降14.46%，医药商业收入增长19.13%，由于医药工业净利规模整体占比较高，从而导致了公司报告期内整体净利下降。报告期内医药工业经营业绩下滑主要原因是受医保控费、两票制等政策影响，公司主动加强应收账款管理、严控工业应收账款规模。在主动控货调整下，销售回款较去年有大幅改善，经营活动现金流净额同比大幅增长138%。我们认为，未来随着控货调整的完成以及各地招标陆续落地，医药工业板块将迎来恢复增长。
- **复方丹参滴丸美国III期揭盲备受关注，心血管产品线未来颇具看点**  
公司核心产品复方丹参滴丸目前已全部完成FDA III期临床工作，目前正在按计划进行后续相关工作，数据揭盲较受外界关注。作为有望在美国上市的首个复方天然植物药，考虑到丹参滴丸在慢性病领域有着独特疗效，可有效弥补海外市场在慢性病治疗领域有效药物的缺失，未来海外市场成长空间广阔。15年复方丹参滴丸收入27亿左右，在国内心血管口服药市场中，丹滴近几年在医院终端和零售端均保持了份额第一的市场占有率。未来几年，随着丹滴在国内基层终端的不断渗透以及大概率出口美国市场，丹滴有望保持年化

## 基础数据

收盘价(元)	40.90
市净率(倍)	5.39
流通市值(亿元)	425
每股净资产(元)	7.61
每股经营现金流(元)	0.67
营业利润率(%)	11.19
净资产收益率(%)	8.86
资产负债率(%)	48.18
总股本(万股)	108,048
流通股(万股)	103,284

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2016年11月09日

## 相关研究

分析师：王赵欣

执业证书编号：S0270513110001

电话：02160883490

邮箱：wangzx@wlzq.com.cn

研究助理：姚文

电话：15001968570

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

10%以上增速。养血清脑丸/颗粒 15 年整体收入 7 亿左右，随着陆续进入慢病目录增补以及产能的有效保证（车间产能达到 20 亿），产品收入仍有较大幅度提升空间。此外，益气复脉和芪参益气滴丸 15 年分别实现收入 5 亿和 2 亿左右，未来相当一段时间内心血管产品线仍是工业板块最重要的组成部分。

- **“两翼”品种表现抢眼，公司产品集群初具规模**

除心血管领域用药中成药外，公司在化学药领域布局主要集中在肝病、抗肿瘤等领域。15 年水飞蓟宾胶囊（水林佳）和替莫唑胺胶囊（蒂清）等二线品种表现抢眼，分别实现收入 3 亿、2 亿左右。生物药—注射用重组人尿激酶原（普佑克）为国家重大新药创制专项，15 年已进入河北新农合目录，今年进入上海医保增补，目前还在进行其他适应症的研究，未来市场表现值得关注。随着今年底新一轮医保目录调整结束，之前进入较多地方医保的品种如注射用益气复脉、藿香正气等有望进入国家医保，公司将成为今年医保目录调整受益较大公司之一。

- **盈利预测与投资建议：**

我们强烈看好公司核心产品复方丹参滴丸的国际化路线，一旦成功进入美国市场，将为公司其他品种以及国内其他中药产品的国际化起到良好的示范效应。同时，我们也看好养血清脑、替莫唑胺胶囊、水飞蓟宾胶囊等二线品种未来的市场表现，公司作为国内现代中药龙头，在“一核两翼”产品线布局下，公司将持续深耕心血管、抗肿瘤、肝病等慢性病用药领域，同时公司还存在一定外延并购预期。我们预计 16 年—17 年 EPS 分别为 1.38 元、1.42 元。对应当前股价对应的 PE 分别为 30 倍和 29 倍，给予“增持”评级。

- **风险因素：**复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险；医保目录调整公司产品调入数目低于预期的风险。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

姓名：王赵欣

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

## 免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484