

天士力(600535.SH)

拟增资 3.1 亿元控股赛远生物，打造公司

抗肿瘤药品集群

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**49.7—56.8**

分析师

江琦

S0740517010002

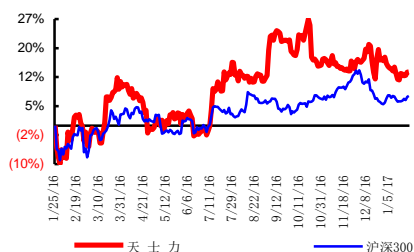
jiangqi@r.qlzq.com.cn

2017 年 01 月 24 日

基本状况

总股本(百万股)	1,080
流通股本(百万股)	1,033
市价(元)	39.93
市值(百万元)	43,143
流通市值(百万元)	41,241

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,567	13,222	13,539	15,951	18,799
营业收入增速	13.24%	5.21%	2.40%	17.81%	17.86%
归属于母公司的净利润	1,360	1,473	1,231	1,540	2,014
净利润增长率	25.02%	8.28%	-16.39%	25.04%	30.81%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.36	1.14	1.42	1.86
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	31.41	30.34	35.03	28.12	21.47
PEG	1.26	3.66	—	1.16	0.72
每股净资产(元)	4.68	6.91	7.63	9.06	10.92
每股现金流量(元)	0.60	0.31	2.99	0.57	1.70
净资产收益率	28.11%	19.72%	14.93%	15.73%	17.07%
市净率	8.83	5.98	5.42	4.57	3.79
总股本(百万元)	1,033	1,080	1,080	1,080	1,080

投资要点

- **事件：**2017 年 1 月 24 日，公司公告拟向全资子公司上海天士力分期增资 3.1 亿元，以上海天士力为主体，以 2,000 万元收购赛远公司的 8.8% 股权；并以 2.9 亿元、根据安美木单抗的临床试验进展分三期增资向赛远公司增资，增资完成后上海天士力将持有赛远公司 60% 的股权。本次交易涉及的核心品种为安美木单抗、CD47 靶点和 TIM-3 靶点。
- **点评：**赛远公司是赛伦公司的全资子公司，本次融资主要是用于安美木单抗的临床试验和 CD47 靶点、TIM-3 靶点的临床前研究。上海天士力主要从事生物药的生产、销售，核心产品包括国家一类生物新药普佑克（重组人尿激酶原）。通过控股赛远公司，有望进一步增强公司在肿瘤治疗领域的生物制剂药品实力，完善公司在生物制剂领域的产品线布局。安美木单抗如能顺利上市销售，将增强公司在晚期实体瘤治疗领域的药品实力。CD47 靶点处于国内开发比较领先的地位，且具有比较明显的优势。公司有望以上述药品为立足点，打造单抗药物平台，借助抗肿瘤联合用药的发展趋势，构筑抗肿瘤药品集群。

图表 1：上海天士力增资赛远公司

事件	金额	上海天士力合计持有赛远公司股权
购买赛伦公司所持赛远公司 8.8% 的股权	2000 万元	8.8%
工商变更后 10 个工作日内	6000 万元	15.5%
安美木单抗一期临床试验全部完成且获得 CDE 批准开展二期临床试验	1 亿元	34.8%
安美木单抗二期临床试验全部完成且获得 CDE 批准开展三期临床试验	1.3 亿元	60.0%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 安美木单抗:** 拥有新表位、新专利序列的创新全人源 EGFR 抗体, 通过药明康德 (CMC)、中国科学院上海药物研究所和北京昭衍新药研究中心 (临床前研究) 等合作, 于 2016 年 10 月 31 日临床试验批件。我国发病率排在前十位的肿瘤, 包括结直肠癌、头颈部肿瘤、肺癌、胃癌、食管癌和胰腺癌等均为实体瘤, 占整个肿瘤发病率的近 80%, 而其中 50% 以上肿瘤均表达 EGFR, 均是抗 EGFR 抗体药物的适应症或潜在适应症。临床前研究证实, 疗效方面, 安美木与已上市同靶点生物药产品具有相当的抗肿瘤药效, 并且在动物试验中显示出潜在的更强的抗肿瘤效果 (等效并具有优效潜力); 安全性方面, 安美木具有低免疫原性、低毒、以及无明显靶点特异性皮肤毒性等独特优势。

目前于中国境内 (不包括港澳台地区) 已上市的 EGFR 单抗药物主要有默克的西妥昔单抗注射液和百泰生物药业的尼妥珠单抗注射液。根据米内网城市公立医院数据, 2015 年, 西妥昔单抗注射液终端收入 5.5 亿元 (+10.29%)、尼妥珠单抗注射液终端收入 5.7 亿元 (+12.36%)。

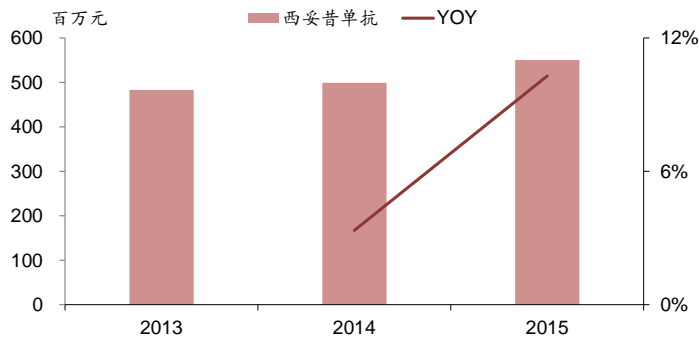
- CD47 靶点:** CD47 主要表达于癌细胞表面, 是癌细胞免于宿主免疫系统攻击的保护性受体。研究表明 T 细胞与树突状细胞 (DC) 可以通过 CD47 阻断效应发挥抗肿瘤的效应。另外, CD47 作为癌症治疗的靶点, 使用抗体阻断 CD47-SIRP α 通路可促使肿瘤细胞被吞噬, 而正常细胞基本不受影响, 预期副作用低。目前国外共有 5 个 CD47 靶点相关药品处于 I 期临床试验阶段, 国内暂无 CD47 靶点研究产品获得临床批件。赛伦公司研究进展在国内同类产品处于领先地位。CD47 靶点抗体 Amiprelumab 为全人源抗体, 免疫原性低; 在亲和力、结合活性、体内外药效方面与国际处于临床阶段的同靶点抗体具有相似性; 与国际进入临床的同靶点抗体比较, Amiprelumab 无红细胞凝血问题, 具有更好的安全性潜质。赛伦公司研究进展在国内同类产品处于领先地位。
- TIM-3 靶点:** TIM-3 靶点在国内外研究尚处于起步阶段, 并无上市抗体药品, 仅有两株获批抗体正在进行临床早期研究, 针对的适应症是恶性实体瘤。目前, 针对该靶点的动物体内研究情况充分证明, TIM-3 作为肿瘤免疫治疗靶点的有效性。本次投资所涉及的抗 TIM-3 治疗性抗体研制于 2015 年 6 月立项, 以重组人 TIM-3-his 为抗原进行噬菌体库的大规模筛选, 得到 3 株结合活性相对较好的抗体, 目前围绕 TIM-3 靶点开展的工作主要包括分子获得和活性评价方法的建立。

图表 2: 赛远公司在研项目一览

在研产品	靶点	研发进展	潜在适应症	产品优势	市场竞争情况
安美木单抗	EGFR	获得临床试验批件	直肠癌、头颈部肿瘤、肺癌、胃癌、食管癌和胰腺癌等肿瘤	疗效等效并具有优效潜力; 低免疫原性、低毒、以及无明显靶点特异性皮肤毒性等独特优势	西妥昔单抗和尼妥珠单抗在国内上市
Amiprelumab	CD47	即将进入临床前研究阶段	肿瘤免疫治疗	药效方面与国际处于临床阶段的同靶点抗体具有相似性; 具有更好的安全性潜质	国外共有 5 个 CD47 靶点相关药品处于 I 期临床试验阶段
抗 TIM-3 治疗性抗体	TIM-3	分子获得和活性评价方法的建立	恶性实体瘤		两株获批抗体正在进行临床早期研究

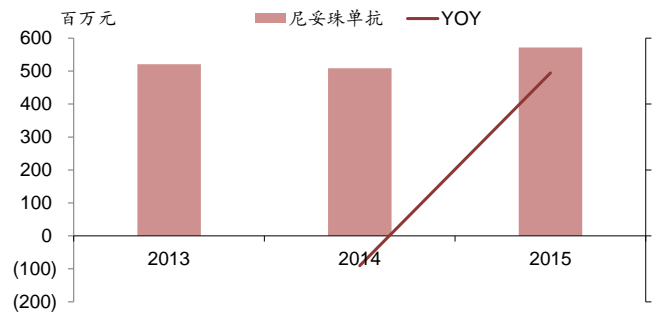
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 城市公立医院西妥昔单抗销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 4: 城市公立医院尼妥珠单抗销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 5: CD47 靶点部分在研产品一览

相关公司	研发阶段	试验药品	适应症
Forty Seven, Inc.	I 期临床	Hu5F9-G4	急性髓细胞样白血病
Forty Seven, Inc.	I 期临床	Hu5F9-G4	实体肿瘤
Forty Seven, Inc.	I 期临床/II 期临床	Hu5F9-G4 和西妥昔单抗联合用药	实体肿瘤和晚期结直肠癌
Forty Seven, Inc.	I 期临床/II 期临床	Hu5F9-G4 和利妥昔单抗联合用药	B 细胞性非霍奇金淋巴瘤
Celgene	I 期临床	CC-90002	髓细胞样白血病、骨髓异常增生综合征
Celgene	I 期临床	CC-90002 和利妥昔单抗联合用药	晚期实体瘤、血液肿瘤
Trillium Therapeutics Inc.	I 期临床	TTI-621	血液肿瘤
Trillium Therapeutics Inc.	I 期临床	TTI-621	恶性肿瘤、蕈样肉芽肿病
Alexo Therapeutics, Inc.	I 期临床	ALX148	晚期实体瘤、淋巴瘤

来源: ClinicalTrials, 中泰证券研究所

盈利预测和投资建议: 我们认为, 此次收购是公司在新药布局上的一大举措, 说明公司在创新药布局决心强, 是对未来产品线的有力补充。我们预计 2016-2018 年公司收入分别为 135 亿元、160 亿元、188 亿元, 同比分别增长 2.4%、17.81%、17.86%; 归属于母公司净利润分别为 12.31 亿元、15.4 亿元、20.14 亿元, 同比分别增长 -16.39%、25.04%、30.81%; 对应 EPS 分别为 1.14 元、1.42 元、1.86 元; 对应 PE 分别为 35 倍、28 倍、21 倍。经过 2016 年的调整, 2017 年开始, 公司业绩将重回上升轨道, 复方丹参滴丸 FDA III 期临床数据的公布将是拐点的开始, 未来随着 FDA 申报的推进, 国内、国外销售的推广, 预期公司从业绩和估值角度均有望开始提升。参考可比公司, 我们给予天士力 2017 年 PE35-40 倍, 对应股价 49.7-56.8 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 复方丹参滴丸复方丹参滴丸后续 FDA 审批风险; 药品降价的风险。

图表 6: 天士力盈利预测 (百万元)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	11,098	12,567	13,222	13,539	15,951	18,799	货币资金	955	1,116	1,080	920	754	2,251
增长率	18.80%	13.2%	5.2%	2.4%	17.8%	17.9%	应收款项	3,233	4,915	6,489	5,286	6,696	7,616
营业成本	-7,043	-7,857	-8,102	-8,972	-10,502	-12,143	存货	1,265	1,477	1,764	1,680	2,033	2,312
% 销售收入	63.5%	62.5%	61.3%	66.3%	65.8%	64.6%	其他流动资产	397	281	564	553	605	632
毛利	4,055	4,710	5,120	4,568	5,448	6,657	流动资产	5,850	7,788	9,897	8,439	10,088	12,811
% 销售收入	36.5%	37.5%	38.7%	33.7%	34.2%	35.4%	% 总资产	57.3%	60.3%	64.2%	60.1%	64.1%	69.3%
营业税金及附加	-95	-102	-121	-114	-137	-161	长期投资	412	409	530	530	530	530
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	固定资产	2,924	3,516	3,688	3,803	3,785	3,803
营业费用	-1,553	-1,822	-1,991	-2,001	-2,379	-2,791	% 总资产	28.6%	27.2%	23.9%	27.1%	24.1%	20.6%
% 销售收入	14.0%	14.5%	15.1%	14.8%	14.9%	14.8%	无形资产	859	1,002	1,181	1,156	1,214	1,228
管理费用	-815	-810	-959	-921	-1,110	-1,291	非流动资产	4,363	5,133	5,516	5,606	5,646	5,678
% 销售收入	7.3%	6.4%	7.3%	6.8%	7.0%	6.9%	% 总资产	42.7%	39.7%	35.6%	39.9%	35.9%	30.7%
息税前利润 (EBIT)	1,592	1,976	2,049	1,532	1,822	2,414	资产总计	10,212	12,921	15,413	14,045	15,735	18,489
% 销售收入	14.3%	15.7%	15.5%	11.3%	11.4%	12.8%	短期借款	1,860	3,489	2,985	15	15	15
财务费用	-148	-291	-261	-29	36	50	应付款项	2,506	2,946	2,745	3,036	3,512	4,088
% 销售收入	1.3%	2.3%	2.0%	0.2%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	624	331	856	1,323	928	992
资产减值损失	-59	16	-52	0	0	0	流动负债	4,990	6,767	6,586	4,374	4,455	5,095
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	72	15	0	0	0	0
投资收益	4	-1	6	2	4	3	其他长期负债	1,007	1,071	1,120	1,120	1,120	1,120
% 税前利润	0.3%	—	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	负债	6,069	7,853	7,706	5,494	5,574	6,214
营业利润	1,389	1,701	1,741	1,505	1,862	2,467	普通股股东权益	3,832	4,838	7,469	8,247	9,787	11,801
营业利润率	12.5%	13.5%	13.2%	11.1%	11.7%	13.1%	少数股东权益	311	231	237	304	374	474
营业外收支	17	24	48	36	42	39	负债股东权益合计	10,212	12,921	15,413	14,045	15,735	18,489
税前利润	1,405	1,725	1,790	1,541	1,904	2,506	比率分析						
利润率	12.7%	13.7%	13.5%	11.4%	11.9%	13.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-252	-283	-272	-243	-295	-392	每股指标						
所得税率	17.9%	16.4%	15.2%	15.8%	15.5%	15.6%	每股收益 (元)	1.053	1.317	1.363	1.140	1.425	1.864
净利润	1,154	1,442	1,518	1,298	1,609	2,114	每股净资产 (元)	3.710	4.684	6.913	7.633	9.058	10.922
少数股东损益	66	82	45	67	70	100	每股经营现金净流 (元)	0.334	0.597	0.315	2.987	0.566	1.699
归属于母公司的净利润	1,088	1,360	1,473	1,231	1,540	2,014	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.420	0.420	0.000	0.000
净利率	9.8%	10.8%	11.1%	9.1%	9.7%	10.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.39%	28.11%	19.72%	14.93%	15.73%	17.07%
净利润	1,164	1,450	1,524	1,298	1,609	2,114	总资产收益率	10.65%	10.53%	9.56%	8.77%	9.78%	10.89%
少数股东损益	0	0	0	67	70	100	投入资本收益率	24.11%	21.06%	17.59%	16.30%	15.89%	19.76%
非现金支出	266	247	373	301	330	349	增长率						
非经营收益	89	236	214	26	-46	-42	营业总收入增长率	18.80%	13.24%	5.21%	2.40%	17.81%	17.86%
营运资金变动	-1,174	-1,317	-1,771	1,603	-1,281	-585	EBIT 增长率	28.49%	24.15%	3.65%	-25.21%	18.90%	32.50%
经营活动现金净流	345	617	340	3,294	682	1,936	净利润增长率	28.14%	25.02%	8.28%	-16.39%	25.04%	30.81%
资本开支	753	755	695	355	329	342	总资产增长率	25.46%	26.53%	19.28%	-8.88%	12.03%	17.50%
投资	-193	79	-272	0	0	0	资产管理能力						
其他	24	109	56	2	4	3	应收账款周转天数	55.3	81.5	113.2	97.3	105.3	101.3
投资活动现金净流	-922	-566	-911	-352	-325	-338	存货周转天数	60.4	63.7	73.0	68.3	70.7	69.5
股权募资	2	2	1,580	0	0	0	应付账款周转天数	41.4	51.3	62.4	56.9	59.6	58.2
债权募资	1,306	1,272	-28	-2,971	0	0	固定资产周转天数	66.6	72.3	77.5	77.0	64.7	53.2
其他	-843	-1,203	-1,267	-65	-454	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	465	71	285	-3,035	-454	0	净负债/股东权益	40.77%	62.86%	35.08%	-1.25%	0.58%	-11.71%
现金净流量	-112	121	-286	-93	-97	1,597	EBIT 利息保障倍数	10.8	6.8	7.9	52.6	-50.3	-48.3
							资产负债率	59.43%	60.77%	50.00%	39.11%	35.43%	33.61%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。