

医药工业渠道调整影响结束，关注员工持股计划及医保谈判目录

——天士力(600535)年报点评

投资要点:

1. 事件

公司发布2016年年报。公司16年实现营业收入139.45亿元，同比增长5.47%。实现归属净利润11.76亿元，同比减少20.43%。实现扣非归属净利润11.55亿元，同比减少18.60%。2016年实现EPS 1.09元。本年度利润分配预案为按每10股派发现金股利5.60元(含税)。

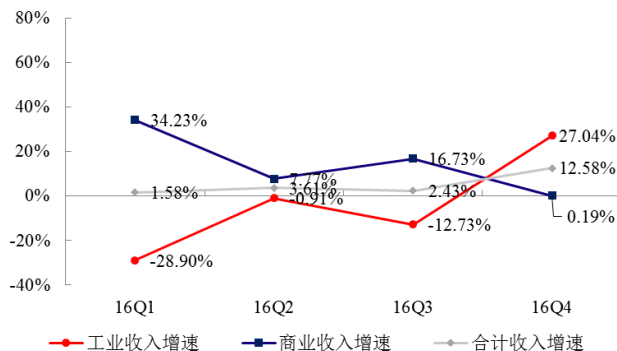
其中，2016Q4公司实现营业收入43.35亿元，同比增长12.77%。实现归属净利润1.73亿元，同比减少33.31%。实现扣非归属净利润1.70亿元，同比减少23.68%。第四季度实现EPS 0.16元。

2. 我们的分析与判断

(一) 医药工业收入增速呈恢复趋势，商业稳健发展

分行业看，公司医药商业板块16年营业收入为76.84亿元，同比增长13.36%；医药工业板块实现营业收入61.78亿元，同比下降2.93%。全年医药工业收入下滑，主要原因是受医保控费等行业政策影响及为了适应两票制等新政策的变化，公司加强应收账款管理，严控工业应收账款规模，控制对小规模商业发货，因此导致发货端销售收入减少。分季度看，公司一至三季度医药工业营业收入同比下降幅度分别为28.90%、0.91%和12.73%，而第四季度收入较去年同期上升27.04%，收入增速恢复趋势明显，至第四季度时已重回增长轨道，17年工业收入增速有望实现彻底反转。

图 1: 公司 16 年分季度收入增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

天士力(600535.SH)

推荐 维持

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

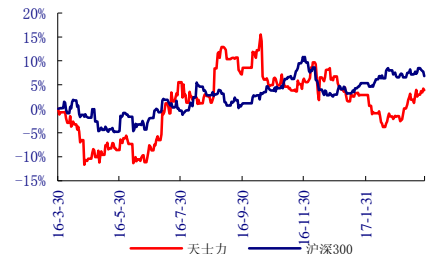
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2017-03-30

A股收盘价(元)	40.37
A股一年内最高价(元)	41.52
A股一年内最低价(元)	37.32
沪深300指数	3436.76
市盈率	34.64
总股本(万股)	108047.59
实际流通A股(万股)	103284.27
限售的流通A股(万股)	4763.32
流通A股市值(亿元)	416.96

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

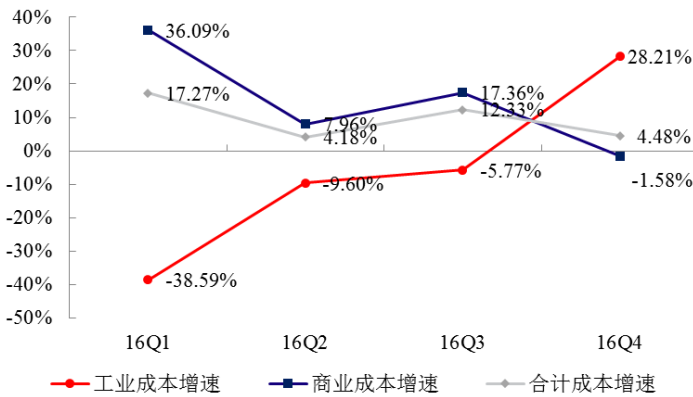
相关研究

天士力(600535): 丹滴FDA认证的最大不确定性已消除, 继续战略性推荐 2016-12-29

天士力(600535) 三季报点评: 业绩低于预期, 看好逻辑不变 2016-10-25

天士力(600535): 中药现代化龙头, 即将实现我国新药FDA零的突破 2016-09-09

图 2: 公司 16 年分季度成本增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司 16 年毛利率为 36.41%，较去年同期下降 2.14 个百分点，毛利率下滑主要由高毛利的医药工业体现报表下滑所致。其中分行业看，医药工业板块毛利率 72.83%，较去年同期上升 0.82 个百分点；医药商业毛利率 7.12%，微减 0.02 个百分点。报告期内公司加强应收账款管理，销售回款情况好于去年同期，因此经营性现金流净额较上年同期增加 8.14 亿元，同比增长 239.33%，体现经营质量稳步提升。

分产品看，由于渠道调整的原因，公司主要产品养血清脑颗粒、注射用益气复脉、水林佳、穿心莲内酯滴丸全年销量均较去年同期有小幅减少；注射用丹参多酚酸的销量较去年同期增加 108.09%，主要系新产品上市，随着区域招标的推进，市场拓展所致；阿德福韦酯片的销量较去年同期减少 66.81%，主要系受招标降价影响。

表格 1 主要品种销量增速

主要品种	16 年销售量	15 年销售量	较上年增减 (%)
复方丹参滴丸 (盒)	136,492,847	133,192,075	2.48
养血清脑颗粒 (盒)	23,384,052	23,526,337	-0.6
养血清脑丸 (盒)	3,308,339	3,844,204	-13.94
注射用益气复脉 (支)	14,127,934	16,164,130	-12.6
蒂清 (瓶)	342,470	315,777	8.45
水林佳 (盒)	9,206,953	10,485,647	-12.19
藿香正气滴丸 (盒)	15,647,738	16,584,983	-5.65
穿心莲内酯滴丸 (盒)	10,936,305	13,858,199	-21.08
芪参益气滴丸 (盒)	8,665,032	8,306,520	4.32
注射用丹参总酚酸 (支)	984,631	473,176	108.09
氟他胺 (瓶)	113,083	122,626	-7.78
阿德福韦酯片 (盒)	71,200	214,538	-66.81

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

财务指标方面，16 年度公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 16.94%（同比 +1.89 pp）、6.23%（同比 -1.02pp）及 1.64%（同比 -0.33pp），其中销售费用率上升主要为工业

加大新品营销投入，商业终端占比增长导致市场投入增加所致。

（二）现代中药国际化战略迈出历史性一步，丹滴 FDA 认证的最大不确定性消除

丹滴圆满完成美国 FDA 三期临床试验，丹滴安全性、有效性得到进一步证实。报告期内公司完成复方丹参滴丸美国 FDA III 期随机、双盲、全球多中心大样本临床试验并形成《临床试验顶层分析总结报告(Topline Analysis Report)》，报告显示复方丹参滴丸在治疗慢性稳定性心绞痛领域具有显著的量效关系，增加最大运动耐受时间（TED，Total Exercise Duration）的作用明显优于安慰剂对照组和三七冰片拆方组，再一次证明其安全性、有效性和质量可控性，代表着公司在中药现代化、国际化的道路上迈出突破性的一步。如能顺利获批，则丹滴会是美国 FDA 认证的源自中国的第一个自主创新新药，也是全球首个现代复方中成药。我们认为丹滴在安全性、有效性、经济性等方面皆胜于北美现有竞品，我们对丹滴在美 FDA 获批有信心。

三期试验结果有利于本土市场学术推广。丹滴在中国医院处方量仍有较大提升空间（国内目前开丹滴处方的医生仅有约 20%-30%），三期试验的圆满完成意味着以最严格的临床标准作出的数据证明丹滴安全有效，因而在国内有积极正面的学术推广影响。公司未来将把丹滴相关的国内外大量临床研究特别是结合为申请美国新药上市进行的 FDA 临床科研结果，形成多个层次的学术报告，并开展全国范围系列高端科学教育，确保中药世界级的研究在中国学术地位和学术成果落地，对未来本土市场空间产生积极正面影响。

打造创新中药国际化平台，全面推进国际化战略。此次丹滴如能成功获得 FDA 认证，将是全球首个现代复方中成药，意味着公司具备了中药国际化的可复制的通路，对后续品种起到辐射作用。未来公司有望全面推进国际化战略，包括公司自有多个中药、化药、生物药品种和其他多家合作企业的多个品种已递交申请或正在准备递交申请。公司向中医药世界联盟企业提供国际化 CRO 服务，后又有联盟外企业加入，以子公司天士力北美药业为依托提供国际药政法规、开发性研究、市场推广、项目引进等服务，有望形成中医药国际化的集团军。

（三）两品种进入谈判目录，市场空间增大可期

注射用重组人尿激酶原（普佑克）、注射用益气复脉（冻干）两品种进入医保谈判目录，市场空间增大可期。本次医保目录调整新增谈判目录，经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。人社部将对经专家评审确定的拟谈判药品按相关规则进行谈判，符合条件的药品纳入医保支付范围。注射用重组人尿激酶原（普佑克）、注射用益气复脉（冻干）两品种具有较高临床价值，已分别经过 IV 期临床研究验证并进入多个指南/共识，此次进入国家医保谈判目录体现了国家对这两个品种的认可，未来价格虽仍有不确定性，但销量将因纳入医保支付范围而大为受益。

表格 2 注射用重组人尿激酶原&注射用益气复脉基本情况介绍

	注射用重组人尿激酶原(普佑克)	注射用益气复脉(冻干)
类别	生物药	中药
是否独家	是	是
适应症	急性心肌梗死溶栓治疗、缺血性脑卒中(临床研究)、急性肺栓塞(临床研究)	慢性心衰、心绞痛
适应症人群/年	急性心肌梗死 80 万人; 缺血性脑卒中 100 万-150 万人; 急性肺栓塞 80 万人	心力衰竭: 450 万人
竞争优势	开通率高、安全性好(较其他特异性溶栓药物)	临床研究证明其有效率高、不良反应发生率低
进入指南/共识数量	5 个	1 个
近两年中标价范围	1181~1566 (元)	40.1~69.95 (元)
16 年销量	3.88 万支	1413 万支
16 年销售收入	3791.27 万元	47522.60 万元
15 年销量	3.63 万支	1,616.41 万支
15 年销售收入	3532.00 万元	60040.37 万元
纳入其他目录情况	上海市医保目录、河北省新农合目录、甘肃急救抢救药目录增补目录等	多个地方医保医保、新农合目录

资料来源: 公司公告、药智网, 中国银河证券研究部

除上述两品种之外, 此次公司及控股子公司共有 231 个产品进入《2017 版医保目录》, 新进入的 4 个产品分别是消渴清颗粒(独家品种)、赖诺普利氢氯噻嗪片、右佐匹克隆片、杞菊地黄口服液, 未有产品被调出。

(四) 针对核心高管开展员工持股计划, 彰显未来发展信心

核心高管以个人津贴买入, 体现管理层对未来发展信心。公司伴随年报同时发布《第一期员工持股计划(草案)》, 计划由包含公司董事长在内的公司 16 名核心高管人员以其高管人员执业风险津贴所得直接认购员工持股计划份额, 计划筹集资金总额为 2,000 万元, 通过二级市场购买(包括大宗交易以及竞价交易等方式)等方式取得并持有本公司股票, 锁定期 12 个月、存续期 24 个月, 对公司长期业绩和股价均起到有力支撑。

表格 3 天士力员工持股与三年期定增基本情况

	第一期员工持股计划	三年期定增
资金总额	不超过 2000 万元	约 16 亿元
发行对象	包括董事长在内的公司主要高管共 16 人	公司的实际控制人、天士力集团及其全资子公司、公司高管、控股股东高管及中层管理人员
发行时间	暂未开始	2015.3
锁定期	12 个月(存续期 24 个月)	36 个月
资金来源	公司高管执业风险津贴所得直接认购	现金认购
股票来源	二级市场买入(包括大宗交易 & 竞价交易等方式)	非公开发行

购买成本(元/每股) 暂未开始 33.59

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部

3. 投资建议:

我们认为公司即将成为我国首个在美国 FDA 取得新药认证的企业。我们认为丹滴在美国 FDA 的获批不仅仅对于天士力意义重大,对于我国医药产业也是非常重大的事件。我们一方面对公司产品终端增长和未来两年的业绩有信心;另一方面对丹参滴丸的 FDA 认证有信心。丹滴的获批将进一步推动后续系列产品的 FDA 认证步伐。我们认为丹滴获批之时天士力将享受医药板块第一线的估值。公司成为中药现代化和国际化的绝对龙头企业。根据公司最新经营情况,我们对业绩预测进行了调整,预计公司 17-19 年归属净利润为 14.49 亿元/17.95 亿元/21.75 亿元,对应 EPS 为 1.34 元/1.66 元/2.01 元。我们认为公司是未来两年的战略性配置品种,维持“推荐”评级。

4. 风险提示:

复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险。

报表预测

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12566.90	13221.67	13945.50	16089.92	18400.95	20792.84
减: 营业成本	7856.88	8101.60	8853.62	10037.01	11253.34	12460.38
营业税金及附加	101.60	121.35	151.36	150.80	172.46	194.87
营业费用	1821.90	1990.93	2362.30	2976.63	3496.18	4054.60
管理费用	810.09	959.15	868.76	1045.84	1177.66	1330.74
财务费用	291.12	260.57	228.07	137.59	138.37	124.96
资产减值损失	-16.43	52.30	5.12	13.66	13.66	13.66
加: 投资收益	-0.80	5.60	-10.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	8.22	5.85	0.00	4.69	4.69	4.69
营业利润	1709.09	1747.23	1466.14	1733.06	2153.97	2618.31
加: 其他非经营损益	23.98	48.19	30.19	34.12	34.12	34.12
利润总额	1733.07	1795.42	1496.34	1767.18	2188.09	2652.43
减: 所得税	282.69	271.75	277.10	265.08	328.21	397.86
净利润	1450.38	1523.67	1219.23	1502.10	1859.87	2254.56
减: 少数股东损益	82.11	45.12	42.81	52.74	65.30	79.16
归属母公司股东净利润	1368.27	1478.55	1176.42	1449.36	1794.57	2175.40
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	624.58	528.31	611.16	160.90	184.01	207.93
应收和预付款项	5054.71	6691.44	7450.47	8745.08	9962.18	11265.06
存货	1476.64	1763.73	2011.88	1893.12	2485.10	2362.73
其他流动资产	137.46	361.58	383.29	383.29	383.29	383.29
长期股权投资	400.63	522.51	551.14	551.14	551.14	551.14
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3516.30	3687.77	3908.05	4284.08	4634.13	4958.20
无形资产和开发支出	819.50	972.97	1077.84	1483.58	1870.88	2239.74
其他非流动资产	306.91	237.30	322.11	227.79	133.47	133.47
资产总计	12336.73	14765.63	16315.93	17728.98	20204.20	22101.56
短期借款	3432.19	2970.66	2388.26	1974.94	2196.43	1448.19
应付和预收款项	2945.97	2744.99	3178.32	3502.60	3896.45	4287.48
长期借款	812.23	798.45	399.50	399.50	399.50	399.50
其他负债	77.88	533.75	2118.86	2118.86	2118.86	2118.86
负债合计	7268.27	7047.85	8084.95	7995.90	8611.25	8254.04
股本	1032.84	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48
资本公积	244.41	1771.45	1544.29	1544.29	1544.29	1544.29
留存收益	3560.63	4617.56	5339.07	6788.43	8583.01	10758.41
归属母公司股东权益	4837.88	7469.48	7963.84	9413.21	11207.78	13383.18
少数股东权益	230.58	237.45	242.85	295.59	360.89	440.05
股东权益合计	5068.46	7706.93	8206.69	9708.80	11568.67	13823.23

负债和股东权益合计	12336.73	14754.78	16291.64	17704.70	20179.92	22077.27
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	621.13	348.86	1158.86	904.09	742.35	1698.38
投资性现金净流量	-566.43	-910.82	-653.70	-810.85	-810.85	-810.85
筹资性现金净流量	71.09	286.32	-231.84	-543.49	91.62	-863.61
现金流量净额	125.57	-276.81	272.58	-450.26	23.11	23.92

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

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，生物医药行业分析师。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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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

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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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