

天士力(600535)/中药
普佑克：国产原创新药，溶栓领域王者
评级：增持(维持)

市场价格：43.17

目标区间：50.4-57.6

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

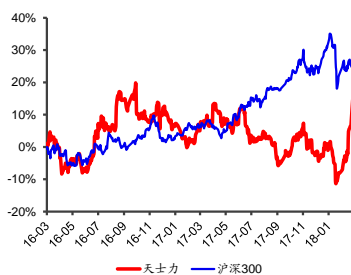
分析师：张天翼

执业证书编号：S0740517090004

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,080
流通股本(百万股)	1,033
市价(元)	43.17
市值(亿元)	466
流通市值(亿元)	446

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 天士力(600535)公司点评: FDA 认可丹滴临床试验价值, 坚定推进中药国际化-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170831

2 天士力(600535)公司点评: 业绩保持稳定增长, 创新药研发齐头并进-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170815

3 天士力(600535)公司点评: 普佑克降价 11.5% 纳入医保, 有望成为新的重磅品种-买入-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170719

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,222	13,945	15,783	17,928	20,030
增长率 yoy%	5.21%	5.47%	13.18%	13.59%	11.72%
净利润	1,478	1,176	1,345	1,556	1,813
增长率 yoy%	8.28%	-20.43%	14.32%	15.70%	16.51%
每股收益(元)	1.36	1.09	1.24	1.44	1.68
每股现金流量	0.31	1.07	1.31	1.02	1.50
净资产收益率	19.72%	14.77%	15.45%	15.17%	15.02%
P/E	31.67	39.65	34.68	29.97	25.73
PEG	3.82	—	2.42	1.91	1.56
P/B	6.24	5.86	5.36	4.55	3.86

备注:

投资要点

■ 公司原创生物创新药普佑克(重组人尿激酶原)是国内溶栓领域最优品种。目前普佑克已经进入临床指南并被纳入医保, 预计将保持高速增长。我们预计, 普佑克 2017 年实现收入约 1.1 亿元、2018 年有望突破 4 亿元、2019 年有望突破 8 亿元。随着脑卒中、肺栓塞等适应症陆续获批, 普佑克市场潜力超 80 亿元, 是心脑血管领域真正的重磅创新药!

1. 普佑克进入临床指南和医保, 为快速放量奠定基础。2016 年上半年, 普佑克进入《急性冠脉综合征急诊快速诊疗指南》、《冠心病合理用药指南》; 2017 年, 普佑克通过人社部价格谈判, 仅降价 11.5% 纳入医保;

2. 普佑克是公司原创生物创新药, 是国内心梗溶栓领域最优品种。治疗急性 ST 段抬高性心肌梗死, 普佑克在再通率方面(85%)、安全性方面(脑出血发生率仅 0.19%) 和性价比方面优于瑞替普酶、阿替普酶和尿激酶等竞争对手;

3. 普佑克国内市场潜力超 80 亿元。1) 心梗: 我们假设普佑克城市市场渗透率 10%、农村市场渗透率 30%, 则普佑克心梗潜在市场空间约 17 亿元; 2) 脑卒中: 普佑克有望填补 4.5~6 小时这一空白市场, 凭借领先的时间窗口, 占据绝大多数市场份额。我们按照发病率 200/十万人、救治率 30%、普佑克市占率 60% 计算, 则普佑克脑卒中市场空间约 55 亿元; 3) 肺栓塞: 普佑克肺栓塞适应症处于 II 期临床。我们按照发病率 23/十万人、溶栓比例 60%、普佑克市占率 50% 计算(即渗透率 30%), 则普佑克肺栓塞市场空间约 11 亿元。

■ 公司有丰富的生物创新药、化学创新药研发梯队, 涵盖心脑血管、肿瘤、糖尿病、中枢神经等多个领域。公司通过自主研发、合作研发、项目引进等多种模式, 创新药管线逐渐成型。目前, 治疗腓骨肌萎缩症的 PTX3003 已经进入欧美 III 期临床; 普佑克脑梗、肺梗等新适应症处于 II 期临床; 投资派格生物的长效 GLP-1 处于 II 期临床; 上海赛远抗肿瘤品种安美木单抗处于 I 期临床; 创世杰乙肝疫苗获批临床; 健亚生物甘精胰岛素正进入产业化的实施阶段。我们预计未来 1-2 年, 公司更多创新药将陆续进入临床开发阶段。

■ 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 13.45 亿元、15.56 亿元、18.13 亿元, 同比分别增长 14.32%、15.7%、16.51%。我们给予公司 2018 年整体估值 35-40 倍, 对应目标区间 50.4-57.6 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 药品研发失败的风险; 药品降价的风险; 预计假设前提及结果不达预期的风险。

普佑克：国内溶栓领域王者，市场潜力超 80 亿元

普佑克是国内心梗溶栓领域最优品种

- 公司原创生物创新药普佑克（重组人尿激酶原）是国内溶栓领域最优品种，市场潜力超 80 亿元。普佑克（重组人尿激酶原）为“十一五”重大新药创制科技重大专项、国家一类生物新药，是“十一五”期间我国批准的唯一一例治疗用一类生物新药，临床用于急性 ST 段抬高性心肌梗死的溶栓治疗。2016 年上半年，普佑克进入《急性冠脉综合征急诊快速诊疗指南》、《冠心病合理用药指南》；2017 年，普佑克通过人社部价格谈判，仅降价 11.5% 纳入医保。
- 普佑克是公司原创生物创新药，是国内溶栓领域最优品种。普佑克（重组人尿激酶原）为“十一五”重大新药创制科技重大专项、国家一类生物新药，是“十一五”期间我国批准的唯一一例治疗用一类生物新药。普佑克作为新一代溶栓药，特异性结合在血栓部位发挥作用，对全身纤溶系统影响极小，因此在治疗 ST 段抬高型急性心肌梗死（STEMI）时，显示出更高的开通率和更低的出血不良反应。2016 年上半年，普佑克进入《急性冠脉综合征急诊快速诊疗指南》、《冠心病合理用药指南》。在疗效、安全性和性价比方面，普佑克全面优于其他竞争对手：
 1. 在再通率方面：普佑克为 85%，优于瑞替普酶（>80%）、阿替普酶（79%）和尿激酶（53%）；其中，TIMI3 级血流，普佑克为 60%，和瑞替普酶相当（60%），优于阿替普酶（54%）和尿激酶（28%）；
 2. 在安全性方面：脑出血发生率，普佑克为 0.19%，优于瑞替普酶（0.97%）、阿替普酶（0.9~3%）和尿激酶（3%）；
 3. 在性价比方面：普佑克和阿替普酶为医保乙类品种，而瑞替普酶没有进入医保。普佑克是国产原研、重大新药创制品种，治疗费用约 10200 元，略低于阿替普酶（约 10595 元）。

图表 1：国内溶栓药物一览

溶栓药物	尿激酶原	瑞替普酶	阿替普酶	尿激酶
剂量	50mg	20MU	100 mg	150万单位
生产厂家	上海天士力药业有限公司	爱德药业	德国勃林格殷格翰	国产厂商6家
全国医保	乙类	无	乙类	甲类
国产原研	是	否	否	否
重大新药创制	是	否	否	否
纤维蛋白特异性	是	是	是	否
纤维蛋白原消耗	极少	中度	轻度	明显
再通率(%)	85%	>80%	79%	53%
TIMI3级血流	60%	60%	54%	28%
脑出血发生率	0.19%	0.97%	0.9~3%	3%
治疗费用	10200	5400	10595	450~500

来源：产品说明书，专家共识，急性 ST 段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用药指南，急性 ST 段抬高型心肌梗死诊断和治疗，中泰证券研究所

普佑克市场潜力有望超 80 亿元

- 普佑克市场潜力超 80 亿元，有望成为公司在心脑血管治疗领域继复方丹参滴丸之后的又一重磅品种。
 1. 普佑克现有心梗适应症适用人群广、基层潜力大，市场空间约 17 亿元。1) 根据国家统计局数据，2014 年末中国大陆总人口 136782 万

人，城镇常住人口 74916 万人，占总人口比重为 54.77%，乡村常住人口 61866 万人，占总人口比重为 45.23%。根据《中国心血管报告 2015》，2014 年中国城市居民 AMI（急性心肌梗死）死亡率为 55.32/10 万，农村居民 AMI（急性心肌梗死）死亡率为 68.6/10 万。由此可以推算，2014 年新发目标治疗人群 83 万，其中城市 41 万，乡村 42 万；2）2002~2014 年 AMI（急性心肌梗死）死亡率总体呈上升态势，从 2005 年开始，AMI 死亡率呈现快速上升趋势。与此同时，农村 AMI 死亡率从 2012 年开始明显升高，2013、2014 年大幅超过城市水平。我们预计，农村死亡率高于城市的主要原因是由于基层地区心梗抢救治疗不及时。随着普佑克纳入医保以及公司进一步开拓基层市场，这一趋势有望得到改善。普佑克在基层有很大的潜力。我们假设普佑克城市市场渗透率 10%、农村市场渗透率 30%，则普佑克心梗潜在市场空间约 17 亿元；

2. 普佑克有望填补脑卒中 4.5~6 小时溶栓药市场空白，有望以 II 期临床数据直接申请上市，市场潜力约 55 亿元。目前，普佑克急性缺血性脑卒中适应症正在开展 II 期临床，其中对于症状发生 ≤4.5 小时的患者，普佑克对照药为阿替普酶；对于症状发生 4.5~6 小时的患者，普佑克也进行临床疗效的验证，有望填补这一空白市场。静脉溶栓是脑卒中患者的首选疗法。我们认为，在疗效相当的情况下，时间窗口更长的品种有望占据绝大多数市场份额。脑卒中 2018~2035 年发病率约 200~300/十万人，救治率（0~4.5 小时和 4.5~6 小时）分别约为 10%和 50%（数据来源：《卫计委统计年鉴》，《中华神经科杂志》，《中国急性缺血性脑卒中诊治指南》，中国卫计委脑卒中防治工程委员会，CIRCULATIONAHA）。我们按发病率 200/十万人、救治率 30%、普佑克市占率 60%计算（渗透率 18%），普佑克脑卒中市场空间约 55 亿元；

3. 普佑克肺栓塞适应症处于 II 期临床，市场潜力约 11 亿元。普佑克急性肺栓塞适应症正在开展 II 期临床，对照药为阿替普酶。肺栓塞是三大致死性心血管疾病之一。溶栓治疗可迅速溶解血栓、恢复肺组织灌注，逆转右心衰竭，增加肺毛细血管管容量及降低病死率和复发率。肺栓塞 2018~2035 年发病率约 15~30/十万人，治病率 100%，其中溶栓比例约 20~60%（数据来源：《卫计委统计年鉴》，《中国急性肺栓塞诊断与治疗指南（2015）》）。我们按发病率 23/十万人、溶栓比例 60%、普佑克市占率 50%计算（渗透率 30%），普佑克肺栓塞市场空间约 11 亿元。

图表 2：普佑克临床试验一览

通用名	商品名	适应症	对照药	首次公示时间	入组人数	临床阶段
重组人尿激酶原	普佑克	急性缺血性脑卒中（症状发生 4.5~6 小时）	阿替普酶	2016 年 12 月 19 日	200	II 期
		急性缺血性脑卒中（症状发生 ≤4.5 小时）				
重组人尿激酶原	普佑克	急性肺栓塞	阿替普酶	2017 年 3 月 20 日	108	II 期

来源：China Drug Trials，中泰证券研究所

图表 3：普佑克市场潜力超 80 亿元

适应症	患者数量（万人）	用药金额（万元）	渗透率/市占率	市场空间（亿元）
ST 段抬高型急性心肌梗死	41（城市）	1.02	10%	4
	42（农村）		30%	13
急性缺血性脑卒中	300	1.02	18%	55
急性肺栓塞	35	1.02	30%	11
合计	418	1.02	19%	83

来源：中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 13.45 亿元、15.56 亿元、18.13 亿元，同比分别增长 14.32%、15.7%、16.51%。

估值和投资建议

- 我们给予公司 2018 年整体估值 35-40 倍，对应目标区间 50.4-57.6 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 药品研发失败的风险；药品降价的风险；预计假设前提及结果不达预期的风险。

图表 4: 天士力盈利预测 (百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,567	13,222	13,945	15,783	17,928	20,030
增长率	13.24%	5.2%	5.5%	13.2%	13.6%	11.7%
营业成本	-7,857	-8,102	-8,854	-10,219	-11,571	-12,876
% 销售收入	62.5%	61.3%	63.5%	64.7%	64.5%	64.3%
毛利	4,710	5,120	5,092	5,564	6,358	7,154
% 销售收入	37.5%	38.7%	36.5%	35.3%	35.5%	35.7%
营业税金及附加	-102	-121	-151	-158	-179	-200
% 销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-1,822	-1,991	-2,362	-2,549	-2,886	-3,235
% 销售收入	14.5%	15.1%	16.9%	16.2%	16.1%	16.2%
管理费用	-810	-959	-869	-1,128	-1,273	-1,432
% 销售收入	6.4%	7.3%	6.2%	7.2%	7.1%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	1,976	2,049	1,709	1,729	2,019	2,286
% 销售收入	15.7%	15.5%	12.3%	11.0%	11.3%	11.4%
财务费用	-291	-261	-228	-82	-76	-36
% 销售收入	2.3%	2.0%	1.6%	0.5%	0.4%	0.2%
资产减值损失	16	-52	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	-10	-2	-6	-4
% 税前利润	—	0.3%	—	—	—	—
营业利润	1,701	1,741	1,466	1,644	1,937	2,246
营业利润率	13.5%	13.2%	10.5%	10.4%	10.8%	11.2%
营业外收支	24	48	30	39	35	37
税前利润	1,725	1,790	1,496	1,683	1,971	2,283
利润率	13.7%	13.5%	10.7%	10.7%	11.0%	11.4%
所得税	-283	-272	-277	-284	-349	-394
所得税率	16.4%	15.2%	18.5%	16.9%	17.7%	17.3%
净利润	1,442	1,518	1,219	1,399	1,623	1,889
少数股东损益	82	45	43	55	67	76
归属于母公司的净利润	1,360	1,473	1,176	1,345	1,556	1,813
净利率	10.8%	11.1%	8.4%	8.5%	8.7%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,450	1,524	1,219	1,399	1,623	1,889
少数股东损益	0	0	0	55	67	76
非现金支出	247	373	350	365	399	444
非经营收益	236	214	193	79	97	56
营运资金变动	-1,317	-1,771	-609	-430	-1,014	-771
经营活动现金净流	617	340	1,154	1,468	1,171	1,693
资本开支	755	695	521	180	228	204
投资	79	-272	-194	0	0	0
其他	109	56	61	-2	-6	-4
投资活动现金净流	-566	-911	-654	-182	-234	-208
股权募资	2	1,580	12	0	0	0
债权募资	1,272	-28	590	559	-111	-1,573
其他	-1,203	-1,267	-835	-116	-731	-89
筹资活动现金净流	71	285	-233	443	-842	-1,662
现金净流量	121	-286	267	1,729	96	-177

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,116	1,080	1,330	3,004	3,033	2,781
应收款项	4,915	6,489	7,147	7,707	8,895	9,859
存货	1,477	1,764	2,012	2,111	2,429	2,682
其他流动资产	281	564	687	686	753	780
流动资产	7,788	9,897	11,176	13,509	15,110	16,102
% 总资产	60.3%	64.2%	65.3%	69.9%	72.7%	74.7%
长期投资	409	530	685	685	685	685
固定资产	3,516	3,688	3,908	3,774	3,619	3,414
% 总资产	27.2%	23.9%	22.8%	19.5%	17.4%	15.8%
无形资产	1,002	1,181	1,266	1,254	1,272	1,275
非流动资产	5,133	5,516	5,951	5,805	5,668	5,465
% 总资产	39.7%	35.8%	34.7%	30.1%	27.3%	25.3%
资产总计	12,921	15,413	17,126	19,314	20,778	21,567
短期借款	3,489	2,985	2,788	3,347	3,236	1,664
应付款项	2,946	2,745	3,178	3,406	3,870	4,300
其他流动负债	331	856	2,192	2,799	2,287	2,330
流动负债	6,767	6,586	8,159	9,552	9,393	8,294
长期贷款	15	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,071	1,120	761	761	761	761
负债	7,853	7,706	8,920	10,313	10,154	9,054
普通股股东权益	4,838	7,469	7,964	8,704	10,260	12,073
少数股东权益	231	237	243	297	364	440
负债股东权益合计	12,921	15,413	17,126	19,314	20,778	21,567

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.317	1.363	1.089	1.245	1.440	1.678
每股净资产 (元)	4.684	6.913	7.371	8.055	9.496	11.174
每股经营现金净流 (元)	0.597	0.315	1.068	1.308	1.022	1.497
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.560	0.560	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.11%	19.72%	14.77%	15.45%	15.17%	15.02%
总资产收益率	10.74%	9.75%	7.01%	7.09%	7.61%	8.54%
投入资本收益率	21.06%	17.59%	14.85%	15.87%	15.77%	17.03%
增长率						
营业总收入增长率	13.24%	5.21%	5.47%	13.18%	13.59%	11.72%
EBIT增长率	24.15%	3.65%	-16.56%	1.12%	16.81%	13.23%
净利润增长率	25.02%	8.28%	-20.12%	14.32%	15.70%	16.51%
总资产增长率	24.09%	19.29%	11.08%	12.77%	7.58%	3.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.5	113.2	124.6	118.9	121.7	120.3
存货周转天数	63.7	73.0	77.8	75.4	76.6	76.0
应付账款周转天数	51.4	62.4	68.1	65.2	66.7	66.0
固定资产周转天数	72.3	77.5	82.7	81.0	73.0	66.9
偿债能力						
净负债/股东权益	62.86%	35.08%	22.64%	8.25%	5.67%	-5.74%
EBIT利息保障倍数	6.8	7.9	7.5	21.0	26.4	62.8
资产负债率	59.99%	49.00%	51.11%	52.56%	48.02%	41.05%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

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。