



2018-07-11

公司点评报告

买入/首次

天士力(600535)

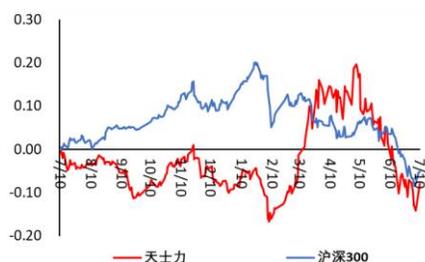
目标价: 34.74

昨收盘: 25.55

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

天士力(600535): 生物药平台价值初显, 引领天士力价值重估

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1512.67/1512.67
总市值/流通(百万元)	38600/38600
12个月最高/最低(元)	33.21/22.15

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

事件:

公司控股子公司天士力生物(原上海天士力)进行增资扩股,引入汇桥资本LB、浦科开曼、交银国际和嘉亨投资4家投资机构和1家国际制药企业(Transgene SA),合计出资13250万元持有天士力生物6.99%股权。**增资完成后公司对天士力生物持股比例调整为92.37%,天士力生物投后估值为18.95亿美元(约125.6亿人民币)**。3家天士力生物的员工激励平台公司合计天士力生物持有0.64%股权。

点评:

天士力生物增资后的估值超出市场预期,目前公司仍持有92.37%股权,对应权益价值为17.5亿美元(116亿元)。由于港交所要求拟上市的生物科技企业上市前最少六个月前得到最少一名资深投资者提供相当数额的投资,且招股时仍未撤回投资。因此我们判断本轮增资完成后,天士力生物将启动H股上市,**公司生物药管线将迎来价值重估**。公司近年来研发投入快速提升,2017年达到了6.16亿元,同比增长近40%,在A股医药行业上市公司中排名第6位,进入国内医药研发第一梯队。2017年公司研发投入占医药工业收入比例为9.04%,仅次于海正药业、恒瑞医药和复星医药。如果考虑2017年公司投资型研发5.77亿元,公司研发投入总额将达到11.93亿元,占医药工业收入比例为17.51%,位列医药行业第一。**公司研发投入和潜力未被市场充分认知**。

天士力生物管线布局全面而且是开放式平台——“心脑血管+消化代谢+肿瘤免疫”约20个重磅产品,创新性高。其中普佑克已经以急性心肌梗死适应症于2011年上市,2017年通过谈判纳入全国医保。普佑克临床疗效出色(开通率高、出血风险低),同时公司销售遍及全国,覆盖大中型城市医院、县区农村基层医疗机构,**我们预计普佑克在18年将进入放量期**,有望实现3亿元以上收入,长期来看心梗适应症有望带来超10亿元销售收入。目前普佑克脑卒中、肺栓塞适应症已经分别进入III期和II期临床试验,合计有望带来30-40亿元收入,**普佑克销售峰值保守预计可达到40-50亿元**。在研产品之中,安美木单抗、乙肝腺病毒注射液已经进入临床I期;重组溶瘤疫苗病毒注射液申报临床;SY102、B1344等多个产品处于临床前阶段。此外还获取了常州健亚生物甘精胰岛素和赖脯胰岛素的销售优先权。与原研产品相比,

健亚生物的胰岛素收率更高, 纯度更好, 超过国内外行业平均水平, 未来健亚生物将进行通过欧盟 EMA/中国 CFDA 的同步“双申报”。

现代中药、化药等传统主业有望继续稳健增长。公司中药产品以口服制剂为主, 中药注射液 (主要包括益气复脉、丹参多酚酸盐和醒脑静等) 收入占比不大, 公司中药业务整体受医保控费/辅助用药监控等政策影响较小。其中大品种复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症处于临床 III 期, 获批后将提供新的增长点。预计复方丹参滴丸、养血清脑丸/颗粒等大品种将保持 5-10% 的增速, 其他小品种将保持 20% 左右增速, 公司现代中药板块增速保持在 10-15%。化药板块中, 主力品种替莫唑胺 2017 年销量增速超过 20%, 他达拉非、吉非替尼等品种已经报生产, 未来化药板块将保持 15-20% 的增速。

估值与投资建议

我们预计公司 18/19/20 年分别实现归母净利润 16.11 亿元、18.52 亿元和 21.30 亿元, 同比增长 17%/15%/15%, 18/19/20 年 PE 为 24X/21X/18X。目前公司市值为 386 亿, 扣除天士力生物 116 亿元后, 实际估值为 270 亿元, 公司 18 年传统业务 (中药+化药+商业) 归母净利润超 16 亿元, 对应 18 年 PE 仅为 17 倍, 显著低估。我们认为传统业务合理估值为 25 倍, 对应估值约为 410 亿元。加上天士力生物估值后, 18 年公司合理市值为 526 亿元, 向上空间 36%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 普佑克未能如期放量; 新适应症获批进程缓慢; 医保控费超预期导致传统业务增速下降。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16095	19082	21728	24497
(+/-%)	16%	18%	14%	13%
净利润(百万元)	1377	1611	1852	2130
(+/-%)	17%	17%	15%	15%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.06	1.22	1.41
市盈率(PE)	28.08	23.99	20.87	18.15

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图: 公司生物药研发管线

产品	靶点	适应症	临床前	申报临床	I期	II期	III期	申报生产
普佑克		急性缺血性脑卒中						
普佑克		急性肺栓塞						
安美木单抗	EGFR	结直肠癌						
SY102	CD47	肿瘤						
B1344	FGFR2 突变体	II型糖尿病/NASH						
B1654	FGFR2 融合蛋白	II型糖尿病/NASH						
B1655	PCK9	高胆固醇血症						
B1451	整合素 $\alpha v \beta 3$	RA/AMD/骨关节炎						
B1452	CD20	非霍奇金淋巴瘤						
B1453	DR4/DR5	肿瘤						
乙肝腺病毒注射液		治疗性乙肝疫苗						
重组溶瘤痘病毒注射液		胃癌/结直肠癌						
甘精胰岛素		II型糖尿病						
赖脯胰岛素		II型糖尿病						

资料来源: 公司公告, 米内网, 太平洋证券研究院 (粉色背景为自主研发; 蓝色背景为与 Transgene 合作开发; 紫色背景为引进健亚生物项目)

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。