

天士力 (600535)

证券研究报告

2019年11月28日

普佑克等三款产品医保谈判成功准入，持续夯实心脑血管治疗领域的领军地位

2019年谈判药品准入公布：公司普佑克等三款产品谈判成功

国家医保局、人力资源社会保障部正式公布了2019年谈判药品准入结果，其中天士力三款产品：生物药重组人尿激酶原（普佑克）、中药注射剂益气复脉（冻干）粉针、注射用丹参多酚酸成功入选国家医保目录，是本次谈判品种成功获得准入较多的企业之一，预计通过医保准入有利于产品销量的快速提升，推动销售收入增长。

普佑克降价准入将大大巩固在心脑血管溶栓药市场的优势

普佑克谈判的医保支付基准508元（5mg/支），降幅为50%，性价比优势进一步突出。首先，公司将进一步巩固心梗市场地位：普佑克凭借与其他已获批治疗STEMI的溶栓药物相比突出的安全性（对急性心梗溶栓治疗后临床开通率高达85%，脑出血发生率仅0.29%），产品降价后进一步打开农村和城市急性心梗大市场：本次普佑克谈判降价将继续减轻患者的治疗成本，提升产品覆盖尤其是农村地区患者溶栓救治渗透率水平。在大型等级医院由于普佑克的价格下降治疗费用只有竞品阿替普酶的约50%，在其价格优势的基础上，随着溶栓+PCI、院前溶栓、冠脉溶栓等理念在临床上的逐渐推广，在等级医院接受溶栓治疗患者人群将进一步得到提升。其次目前普佑克正在拓展新的适应症急性缺血性脑卒中，目前处于临床III期，预计2020年申报上市，普佑克目前临床三期试验的救治时间窗为0-6小时，若试验成功获批，4.5-6小时将是普佑克的独占救治时间窗。相较于心梗市场，脑梗市场更为广阔，且治疗手段相对缺乏，弗若斯特沙利文数据显示目前急性缺血性脑卒中2018年发病人数约330万，且未来将持续增加，脑梗市场空间是心梗市场的4-5倍，且没有PCI等竞品，发展潜力更大。普佑克将是推动公司未来几年业绩增长的重要引擎。

两款心脑血管中药注射剂获得医保准入，有望促进增量快速增长

公司注射用益气复脉（冻干）、注射用丹参多酚酸此次降价幅度分别为58.9%、78.7%，患者的可及性大幅提升。注射用益气复脉（冻干）是目前我国唯一具有治疗冠心病劳累型心绞痛和冠心病左心功能不全（心衰）两个适应症的中药冻干粉针制剂，且在心衰治疗过程中无低血压禁忌、无耐药性、心律失常等副作用，纳入多个临床治疗路径及专家共识，据《中国心血管病报告2018》报道，随着人口老龄化及城镇化进程的加速，中国心血管病危险因素流行趋势明显，心血管病现患人数2.9亿，其中冠心病1100万，肺原性心脏病500万，心力衰竭450万，人群数量大。2018年年益气复脉收入4.06亿元，预计在心衰、心绞痛领域尚有较大的市场开拓空间。注射用丹参多酚酸用于治疗缺血性脑梗死，可显著减小脑梗死体积，提升患者生存质量，2018年收入2.40亿元，目前我国脑卒中患病人数1300万人，40岁以上成人脑卒中患病率为2.06%，40-74岁成年人首次脑卒中的发病率每年增8.3%，而死亡率约为0.124%，注射用丹参多酚酸在尚有较大的应用空间。公司两款产品有望通过医保准入迅速打开市场，提升覆盖率，促进销量的迅速增长。

看好公司长期发展，维持“买入”评级

预计公司2019-2021年EPS分别为0.90、0.99及1.09元，对应PE为16.74、15.17、13.78倍。我们看好普佑克等医保准入后持续的放量，看好丹滴产品的增长，公司心脑血管领域的优势有望进一步巩固。公司的生物创新平台已推进在港股的分拆上市，持续深入布局大生物制药创新平台的战略发展，公司“四位一体”成果不断落地，看好公司长期发展，维持买入评级。**风险提示：**丹滴销售和适应症拓展低于预期，普佑克营销进展、适应症拓展进度低于预期；“四位一体”布局相关项目进展低于预期

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.01元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,512.67
流通A股股本(百万股)	1,512.67
A股总市值(百万元)	22,705.12
流通A股市值(百万元)	22,705.12
每股净资产(元)	7.35
资产负债率(%)	51.39
一年内最高/最低(元)	25.23/14.51

作者

潘海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天士力-半年报点评:业绩相对平稳,生物药分拆上市推进顺利》2019-08-23
- 《天士力-年报点评报告:2018年平稳收官,2019年蓄势待发》2019-04-24
- 《天士力-公司点评:替莫唑胺胶囊首家通过一致性评价,有望提升市场份额》2019-03-21

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,094.15	17,989.54	19,824.47	21,529.37	23,337.84
增长率(%)	15.41	11.78	10.20	8.60	8.40
EBITDA(百万元)	2,841.98	3,318.01	2,259.19	2,420.08	2,594.96
净利润(百万元)	1,376.54	1,545.17	1,359.91	1,500.43	1,651.90
增长率(%)	17.01	12.25	(11.99)	10.33	10.10
EPS(元/股)	0.91	1.02	0.90	0.99	1.09
市盈率(P/E)	16.54	14.73	16.74	15.17	13.78
市净率(P/B)	2.63	2.16	1.98	1.82	1.67
市销率(P/S)	1.41	1.27	1.15	1.06	0.98
EV/EBITDA	15.84	10.61	12.23	11.20	10.17

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,498.90	3,137.11	3,314.82	3,193.15	3,658.00	营业收入	16,094.15	17,989.54	19,824.47	21,529.37	23,337.84
应收票据及应收账款	10,067.62	11,273.96	11,854.59	12,066.94	12,567.45	营业成本	10,253.52	11,477.51	13,637.25	14,779.91	16,002.76
预付账款	371.08	509.87	397.54	632.42	503.67	营业税金及附加	189.14	179.90	218.07	235.05	248.30
存货	2,231.39	2,396.73	3,255.99	2,811.54	3,808.96	营业费用	2,534.86	2,790.39	2,682.25	2,971.05	3,243.96
其他	880.15	501.03	655.29	712.50	682.15	管理费用	506.55	574.22	590.77	652.34	730.47
流动资产合计	15,049.14	17,818.70	19,478.22	19,416.55	21,220.22	研发费用	506.10	588.88	559.05	609.28	665.13
长期股权投资	845.11	765.84	740.84	726.84	716.84	财务费用	318.01	494.18	332.82	307.12	279.98
固定资产	3,450.26	3,398.17	3,389.21	3,318.57	3,238.78	资产减值损失	77.51	131.85	71.49	100.00	101.12
在建工程	510.62	520.41	348.25	256.95	184.17	公允价值变动收益	0.00	(1.28)	(30.77)	5.13	6.84
无形资产	1,046.40	1,564.77	1,646.50	1,695.22	1,747.78	投资净收益	(32.89)	126.67	5.00	6.00	7.00
其他	630.29	1,103.96	1,060.51	1,047.01	1,027.96	其他	(3.17)	(317.59)	51.55	(22.26)	(27.68)
非流动资产合计	6,482.69	7,353.14	7,185.31	7,044.59	6,915.53	营业利润	1,744.50	1,944.79	1,707.00	1,885.75	2,079.96
资产总计	21,531.83	25,171.84	26,663.53	26,461.15	28,135.75	营业外收入	1.23	17.78	19.25	15.00	17.34
短期借款	6,948.86	3,804.63	2,804.63	3,304.63	2,304.63	营业外支出	9.25	6.67	8.16	10.00	8.28
应付票据及应付账款	2,827.64	2,970.36	3,848.26	3,852.71	4,288.45	利润总额	1,736.49	1,955.89	1,718.09	1,890.75	2,089.03
其他	1,563.39	1,740.59	2,390.51	1,877.27	2,315.92	所得税	334.23	363.96	319.56	351.68	390.65
流动负债合计	11,339.89	8,515.59	9,043.41	9,034.61	8,909.01	净利润	1,402.26	1,591.93	1,398.52	1,539.07	1,698.38
长期借款	891.50	1,771.84	1,671.84	1,571.84	1,471.84	少数股东损益	25.72	46.76	38.61	38.64	46.48
应付债券	0.00	3,384.02	3,388.00	2,257.34	3,009.78	归属于母公司净利润	1,376.54	1,545.17	1,359.91	1,500.43	1,651.90
其他	325.95	292.14	326.51	314.87	311.17	每股收益(元)	0.91	1.02	0.90	0.99	1.09
非流动负债合计	1,217.45	5,447.99	5,386.34	4,144.04	4,792.79						
负债合计	12,557.34	13,963.58	14,429.75	13,178.65	13,701.80						
少数股东权益	319.96	674.56	713.17	751.81	798.29	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,080.48	1,512.67	1,512.67	1,512.67	1,512.67	成长能力					
资本公积	1,476.40	1,929.80	1,929.80	1,929.80	1,929.80	营业收入	15.41%	11.78%	10.20%	8.60%	8.40%
留存收益	7,589.84	9,156.21	10,007.94	11,018.02	12,123.00	营业利润	18.99%	11.48%	-12.23%	10.47%	10.30%
其他	(1,492.19)	(2,064.98)	(1,929.80)	(1,929.80)	(1,929.80)	归属于母公司净利润	17.01%	12.25%	-11.99%	10.33%	10.10%
股东权益合计	8,974.49	11,208.26	12,233.78	13,282.50	14,433.95	获利能力					
负债和股东权益总	21,531.83	25,171.84	26,663.53	26,461.15	28,135.75	毛利率	36.29%	36.20%	31.21%	31.35%	31.43%
						净利率	8.55%	8.59%	6.86%	6.97%	7.08%
						ROE	15.91%	14.67%	11.80%	11.97%	12.11%
						ROIC	17.26%	13.04%	9.95%	10.89%	11.37%
						偿债能力					
						资产负债率	58.32%	55.47%	54.12%	49.80%	48.70%
						净负债率	75.16%	57.21%	40.98%	33.32%	25.23%
						流动比率	1.33	2.09	2.15	2.15	2.38
						速动比率	1.13	1.81	1.79	1.84	1.95
						营运能力					
						应收账款周转率	1.88	1.69	1.71	1.80	1.89
						存货周转率	7.59	7.77	7.01	7.10	7.05
						总资产周转率	0.83	0.77	0.76	0.81	0.85
						每股指标(元)					
						每股收益	0.91	1.02	0.90	0.99	1.09
						每股经营现金流	-0.54	0.99	1.47	0.99	1.15
						每股净资产	5.72	6.96	7.62	8.28	9.01
						估值比率					
						市盈率	16.54	14.73	16.74	15.17	13.78
						市净率	2.63	2.16	1.98	1.82	1.67
						EV/EBITDA	15.84	10.61	12.23	11.20	10.17
						EV/EBIT	18.01	11.89	13.55	12.36	11.19

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,402.26	1,591.93	1,359.91	1,500.43	1,651.90
折旧摊销	377.65	391.62	219.38	227.22	235.02
财务费用	298.90	464.91	332.82	307.12	279.98
投资损失	32.89	(126.67)	(5.00)	(6.00)	(7.00)
营运资金变动	(4,925.58)	(826.88)	304.05	(579.49)	(473.11)
其它	1,991.32	(1.12)	7.84	43.77	53.31
经营活动现金流	(822.56)	1,493.79	2,218.99	1,493.05	1,740.11
资本支出	831.23	825.76	85.63	125.64	138.69
长期投资	293.98	(79.27)	(25.00)	(14.00)	(10.00)
其他	(2,464.56)	(1,388.32)	(175.63)	(219.64)	(256.69)
投资活动现金流	(1,339.35)	(641.83)	(115.00)	(108.00)	(128.00)
债权融资	8,244.27	9,549.04	8,328.57	7,619.33	7,298.98
股权融资	(398.80)	272.01	(197.64)	(307.12)	(279.98)
其他	(5,461.23)	(8,993.11)	(10,057.22)	(8,818.92)	(8,166.25)
筹资活动现金流	2,384.25	827.94	(1,926.28)	(1,506.71)	(1,147.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	222.33	1,679.90	177.71	(121.66)	464.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com