

天士力(600535)

质量控制从源头抓起

天士力陕西商洛药源基地调研

✍ 马霏霏
☎ 86-22-28451945
✉ maff@bhq.com

核心观点:

- 拥有GAP丹参种植基地保障公司产品优质品质
- 饮片生产将成为陕西天士力新的增长点
- 水林佳将成为公司第二个进行FDA认证的产品
- 丹滴FDA II期通过与否10月见分晓

投资要点:

● 拥有 GAP 丹参种植基地保障公司产品优质品质

陕西天士力植物药业有限公司成立于1998年4月，并在03年首批成为国家批准的GAP种植基地。目前基地的种植面积共计11000亩，其中丹参种植面积8500亩，土荆芥种植面积2500亩。目前集团对丹参的需求在1000吨/年左右，基地的丹参产量在1800吨—2500吨，目前完全能够满足集团的用量，并且为未来复方丹参滴丸通过FDA放量后的原材料供应提供了保障。

● 饮片生产将成为陕西天士力新的增长点

公司在2007年1月取得了GMP的生产认证，并在7月投入生产，目前能够生产800多个品种，并通过天士力营销集团的网络销售，目前销售区域只限于商洛和陕西省的一些地区，未来随着国家对中医药扶持力度的加大，有望向全国拓展，通过几年的努力，销售增长势头迅猛。

● 水林佳将成为公司第二个进行FDA认证的产品

水林佳进行FDA认证的前期论证工作已经结束，马上就要展开FDA II期认证的申报工作。我们认为水林佳作为一种单体植物药通过FDA认证的把握更大，如能通过，预计公司水林佳未来的销售增长空间广阔。

● 丹滴销售增长势头良好，FDA II期通过与否10月见分晓

1-3季度销售增长势头良好，实现2.47亿的销售收入，二季度单季度销售增长15%，我们预计全年将实现13亿的销售收入。FDA II期进展顺利，目前还差20多例病例就可以完成，预计今年10月份就可以知道结果。

● 投资建议

天士力这样的医药龙头企业的发展前景还是十分明确的，其产业链上下游一体化的竞争优势也正在逐步显现，加之后续还有大量独家的重磅品种上市，预计公司09-11年的每股收益分别为0.66、0.87、1.21，维持前期对公司“买入”的投资评级。

(百万元,元)	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	3434	4063	5003	6217
EBITDA(百万元)	505	578	733	957
净利润	256	323	425	590
摊薄 EPS(元)	0.52	0.66	0.87	1.21
PE(X)	31.1	24.6	18.7	13.5
EV/EBITDA(X)	16.8	14.1	10.9	8.1
PB(X)	3.80	3.56	3.15	2.70
ROIC	11.00%	12.03%	14.52%	17.73%
总资产周转率	1.05	1.07	1.15	1.29

请务必阅读正文之后的免责条款部分

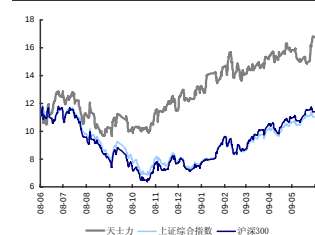
评级: 买入

目标价格: ¥ 20.8

当前价格: ¥ 16.3

2009.06.15

52周股价走势图



公司简介

公司是以制药业为中心的高科技企业，公司致力于打造符合系列标准的一体化现代中药产业链，率先建立了现代中药和植物药提取生产质量管理规范（GEP），建立了通过国家药品生产质量管理规范（GMP）认证的现代中药生产基地。

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	255	404	813	1001	1243	营业收入	2795	3434	4063	5003	6217
应收票据	248	144	557	685	852	营业成本	1875	2296	2716	3300	4027
应收账款	384	519	614	756	940	营业税金及附加	21	23	30	37	46
预付款项	80	89	90	92	94	销售费用	408	496	589	725	901
其他应收款	48	42	49	61	76	管理费用	225	230	268	330	410
存货	241	313	134	163	199	财务费用	41	71	35	36	35
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	13	2	0	0	0
长期股权投资	172	172	172	172	172	投资收益	2	0	0	0	0
固定资产	936	1121	1165	1140	1082	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	326	223	147	83	52	营业利润	214	317	425	575	797
工程物资	1	0	0	0	0	营业外收支净额	12	-2	0	0	0
无形资产	198	195	187	178	169	税前利润	225	315	425	575	797
长期待摊费用	2	9	8	7	6	减：所得税	62	64	89	121	167
资产总计	3094	3448	4141	4545	5091	净利润	163	250	336	454	630
短期借款	285	621	683	692	658	归属于母公司的净利润	178	256	323	425	590
应付票据	172	317	375	456	556	少数股东损益	-15	-6	13	29	40
应付账款	178	178	310	330	387	基本每股收益	0.36	0.52	0.66	0.87	1.21
预收款项	22	17	12	6	-2	稀释每股收益	0.36	0.52	0.66	0.87	1.21
应付职工薪酬	22	28	28	28	28	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	47	2	300	300	300	成长性					
其他应付款	74	73	73	73	73	营收增长率	15.3%	22.9%	18.3%	23.1%	24.3%
其他流动负债	0	0	0	1	1	EBIT 增长率	-15.5%	46.5%	18.1%	32.7%	36.3%
长期借款	195	100	100	100	100	净利润增长率	-14.9%	44.0%	26.1%	31.7%	38.8%
负债合计	1120	1355	1906	2018	2147	盈利性					
股东权益合计	1975	2093	2234	2527	2944	销售毛利率	32.9%	33.2%	33.2%	34.0%	35.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	6.4%	7.5%	7.9%	8.5%	9.5%
净利润	163	250	336	454	630	ROE	9.0%	12.2%	14.4%	16.8%	20.0%
折旧与摊销	139	115	118	122	125	ROIC	7.49%	11.00%	12.03%	14.52%	17.73%
经营活动现金流	222	260	651	402	548	估值倍数					
投资活动现金流	-255	-179	-75	-25	-25	PE	44.8	31.1	24.6	18.7	13.5
融资活动现金流	-241	5	-167	-189	-280	P/S	2.8	2.3	2.0	1.6	1.3
现金净变动	-275	86	409	188	243	P/B	4.03	3.80	3.56	3.15	2.70
期初现金余额	619	255	404	813	1001	股息收益率	1.1%	1.1%	1.8%	2.0%	2.7%
期末现金余额	344	341	813	1001	1243	EV/EBITDA	20.9	16.8	14.1	10.9	8.1

6月11日，我们参加了天士力组织的陕西商洛药源基地的联合调研，对公司的GAP种植基地进行了实地的考察，并且和高管就市场关心的产品的销售、FDA的进展以及生物药的审批等情况进行了深入的交流。

图 1：天士力陕西商洛丹参种植基地



数据来源：渤海证券研究所

图 2：天士力陕西商洛丹参种植基地现场调研



数据来源：渤海证券研究所

1. 陕西天士力的经营概况：种植基地+饮片生产

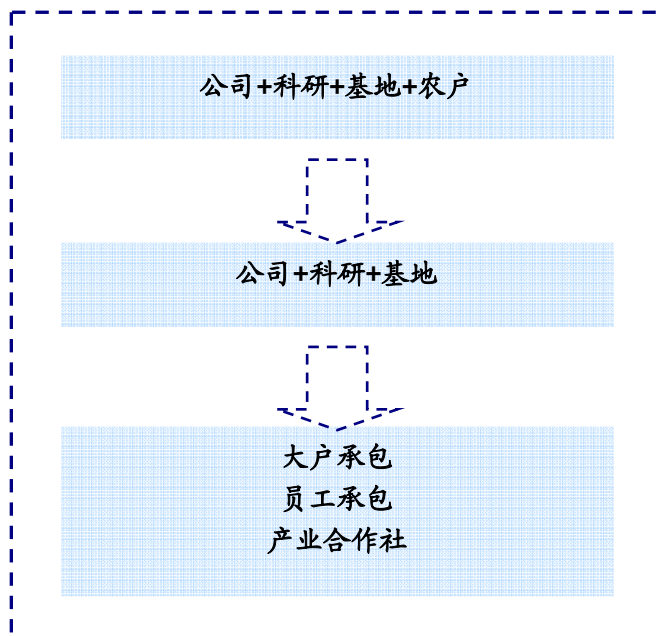
1.1 拥有 GAP 丹参种植基地保障公司产品优质品质

陕西天士力植物药业有限公司成立于1998年4月，并在03年首批成为国家批准的GAP种植基地。目前基地的种植面积共计11000亩，分布在商洛地区的5县1区，其中丹参（占公司的

原材料比重 63%) 种植面积 8500 亩，土荆芥（荆花胃康的主要药材）种植面积 2500 亩。目前集团对丹参的需求在 1000 吨/年左右，基地的丹参产量在 1800 吨—2500 吨，目前完全能够满足集团的用量，并且为未来复方丹参滴丸通过 FDA 放量后的原材料供应提供了保障。

■ 产业化优势突显：经营管理模式清晰

图 3：天士力丹参基地种植模式示意图



数据来源：渤海证券

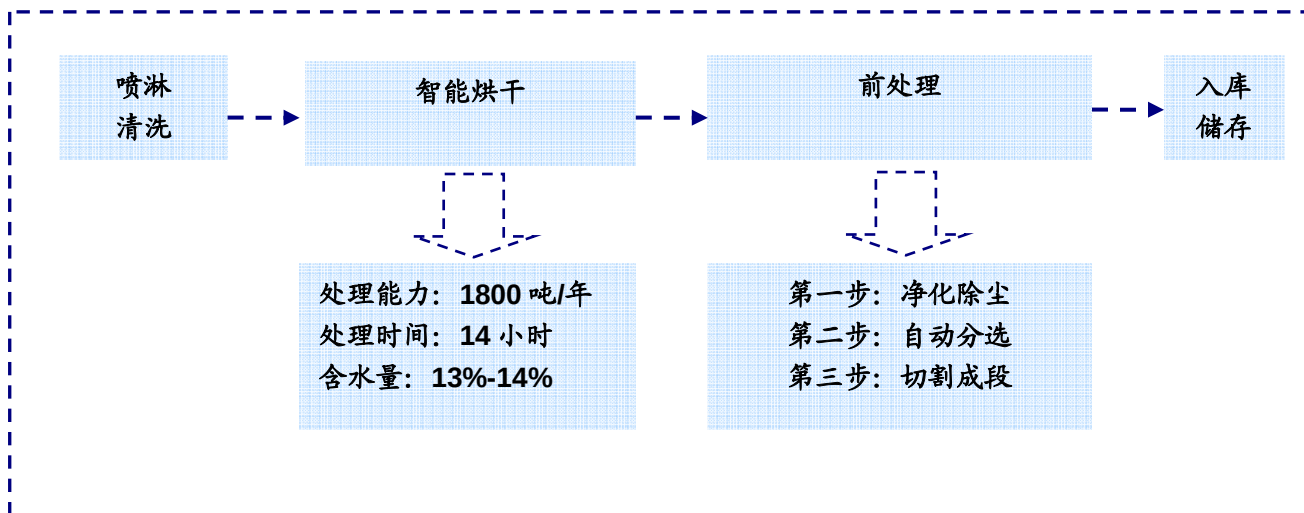
■ 产业化优势突显：标准化种植和加工确保了丹参品质的均一性

在种植方面：公司采取的是六统一的种植模式。基地采取天士力丹参标准化种植方式，起垄种植，每亩种植密度 12000 株，进行六统一的田间管理（统一种子种苗，统一栽培技术，统一施肥除草，统一灌溉排水，统一防治病虫害，统一采挖加工），利用丹参专用采挖机械采挖，亩产丹参可达 300-500 亩。

在加工方面：由于原来每年的 11 月到来年的 3 月是丹参的收获季节，当丹参收获后农民将采摘下来的丹参进行两个月的晾晒，使其自然风干，但是在这个过程中水分及有效成分流失较严重，丹参品质控制起来很困难，因此公司在去年采用以色列的技术建成了丹参脱水工艺，14 个小时就能完成脱水，采摘当天就能完成入库，每天的处理能力在 7.5 吨，到今年年底能达到 1800 吨/年的处理能力，完全能够保证公司丹参的用量，这样就使丹参的品质得到进一步的提升。同时能够保证含水量达到 13%-14%。

在丹参的品质方面：公司的生产的丹参，丹参酮等有效成分含量是一般丹参的两倍，高于国家药典标准，指纹图谱相似度在 0.95 以内，同时公司的药材基地经过了美国 FDA 的验收，丹参的稳定性，有效成分含量和重金属残留等指标均符合国际种植标准，与此同时，药材质量的追溯性已经能够对应到每块基地。

图 4：公司丹参处理流程



数据来源：渤海证券研究所

图 5：智能烘房

净化除尘

自动分选

切割成段

入库储存



数据来源：渤海证券研究所

■ 产业化优势突显：成本控制效果显著

近几年，丹参的价格波动比较明显，公司建立的中药材 GAP 种植基地的优势突显，目前公司主要原材料丹参都能达到自给，很好的控制了成本，规避了价格上涨的风险，成功的实现了产业链上下游的无缝对接，现代中药产业链优势得以显现。从公司的母公司报表中可以看出，医药工业成本控制效果显著，营业成本和毛利率同比维持原有水平几乎没有变化。公司对丹参价格具有很强的掌控力，能够确保价格的稳定，主要由于以下几方面原因：第一，公司是当地最大的丹参采购商每年和农户合作的种植面积达 8500 亩，因此在和农户的议价过程中掌握了话语权。第二，公司的种植技术水平先进，可以给农民提供育种、种植、收割和采购等全方位的服务，使得种植丹参的经济效益远高于种粮，与此同时，公司和农户每年都签署合同保护价格，采取以合同价和市场价孰高按其结算的方式，有效的保证了农民的种植积极性，确保的丹参的产量，从而确保了对丹参价格的控制能力。第三，公司现已研发出丹参的脱水工艺，可以在更好的控制丹参品质的同时，提升对丹参价格的控制能力。第四，根据公司的研究，处理过的丹参可以储存 3-5 年品质不会变质，因此为了更好的平滑丹参价格和确保给集团的供应，公司每年都储存丹参成品 200 吨左右（相当于原药材 300-500 吨）。

1.2 饮片生产将成为陕西天士力新的增长点

陕西天士力自成立以来，一直定位于公司的药材生产基地，因此长年处于盈亏平衡状态。公司为了更好的利用商洛地区 3000 多种地道药材优势，达到实现盈利的目的。公司在 2007 年 1 月取得了 GMP 的生产认证，并在 7 月投入生产，目前能够生产 800 多个品种（常规生产 500 个品种），并通过天士力营销集团的网络销售，目前销售区域只限于商洛和陕西省的一些地区，未来随着国家对中医药扶持力度的加大，有望向全国拓展，通过几年的努力，销售增长势头迅猛。

表 1：陕西天士力中药饮片销售收入和利润增长情况

	2006A	2007A	2008A	2009E
销售收入（万元）	100	300	600	1000
净利润（万元）	10	30	60	100

数据来源：公司调研，渤海证券研究所

2. 复方丹参滴丸销售增长势头良好，FDA II 期通过与否 10 月见分晓

“院士门”事件并没有对其销售产生影响，1-3 月份销售增长势头良好，实现 2.47 亿的销售收入，二季度单季度销售增长 15%，我们预计全年将实现 13 亿的销售收入。FDA II 期进展顺利，目前还差 20 多例病例就可以完成，预计今年 10 月份就可以知道结果，目前 FDA II 期的通过，公司很难给出明确的时间表。我们认为 FDA 是一条漫长的道路，并存在着很多不确定性，在这个过程中公司在中药产业领域中的龙头地位已经确定，核心竞争力在稳步提升，我们认为天士力在 FDA 过程中获得的财富和 FDA 的结果一样弥足珍贵。同时，我们也相信公司通过 15 年的不懈努力，最终一定能够实现现代中药 FDA 的梦想。所以投资者应该静心等待。

3. 养血销售放量明显，预计年内扩产

该品种是营销改革后放量最为明显的品种，开始了第二轮的增长，预计 09 年能够实现销售收入 2.5 亿元，未来几年能上 5 个亿。目前公司该产品的产能已经出现紧张，公司方面已经决定扩产。

4. 水林佳将成为公司第二个进行 FDA 认证的产品

目前，水林佳（水飞蓟宾）是一种单体植物提取素，今年销售有望过亿，目前国内生产水飞蓟宾制剂的企业有 7-8 家，而生产水飞蓟宾原料的企业有目前只有公司的化药平台江苏帝益，公司目前已经垄断了该产品原料的销售。公司预计由于该产品在治疗肝病方面的良好效果，未来几年的销售将超过 1.5 亿。与此同时，水林佳进行 FDA 认证的前期论证工作已经结束，马上就要展开 FDA II 期认证的申报工作。目前，全球最大的水飞蓟宾制剂生产企业是德国的马博士，每年销售收入在 2-3 亿美元。我们认为水林佳作为一种单体植物药通过 FDA 认证的把握更大，如能通过，预计公司水林佳未来的销售增长空间广阔。

5. 疫苗和重组人尿激酶原蓄势待发

疫苗产业：公司方面介绍，由于本次甲型 H1N1 流感疫情的进一步发展，目前国家整体对全国流感疫苗的产能进行统计，在这一事件的影响下，公司预计亚单位流感疫苗的审批已经进入快速审批通道，计划在今年 9 月份能够获批，明年春季能够上市销售，此外公司疫苗产品还要 3-4 个储备品种。公司预计销售规模在 3 亿元以上，每年将能给公司带来 5000-6000 万的收益。

生物药方面：重组人尿激酶原正在进行第三批专家评审工作，预计将在 09 年取得新药证书，保守估计 10 年初上市，乐观估计今年年底就能上市销售，上市后预计销售规模在 2-3 亿元。目前公司在该产品的生产工艺上不断优化，收率和纯度都比之前提升 5-6 倍，并且公司还在对该产品进行新的适应症研究，扩大其销售领域。

6. 其他事项

激励情况：公司目前的正在探讨对高管现金激励方式的可行性，有可能把原来的股权激励变为现金激励。

基本药物目录：虽然目前公司基本药物目录尚未出台，但是丹滴、养血、荆花胃康、藿香正气已经进入国家基本药物目录评审，公司预计至少会有 3 个产品进入目录。前期有媒体报道的丹参滴丸有可能不进目录的报道，有所失实，公司预计进入可能性很大。

中药注射剂的情况：目前由于最近中药注射剂事故频出，国家对该产业是非常谨慎的态度，受此影响，公司益气复脉的销售始终不愆理想，预计全年销售在 2000-3000 万的规模。其他两个产品新药证书的审批情况，虽然 08 年下半年 SFDA 的中药注射剂的审批已经开闸，但是由于某些产品事故频出，因此 SFDA 对中药注射剂进行再评审，估计公司待审批的两个粉针产品丹酚酸 B 和银杏内酯的新药证书和生产批件的取得将被延后。

糖敏灵的临床实验进展情况：公司预计今年年内做完三期临床。

7. 投资建议

根据我们的测算公司 09-11 年的每股收益分别为 0.66、0.87、1.21，维持公司“买入”的投资评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn