

2009 年 11 月 30 日

天士力

2010 年可能是一个丰收年

A
买入

600535.SS - 人民币 23.03

目标价: 人民币 29.55 (↑28.83)

贺长明

(8610) 6622 9080

changming.he@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	86	18	25	97
相对新华富时 A50 指数(%)	14	19	20	31

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	488
流通股 (%)	50
流通股市值 (人民币 百万)	5,617
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	105
净负债比率 (%)	13
主要股东 (%)	
天津天士力集团公司	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

我们参加了公司的临时股东大会, 对公司未来发展更有信心。中长期激励方案将公司与管理层的利益紧密地联系在一起, 有利于公司的长期可持续发展。复方丹参滴丸 FDA 二期临床即将进入数据处理和结果申报程序, 结果有望在 2010 年 1 季度正式公布。复方丹参滴丸规格调整将对业绩产生积极影响, 芪参益气等产品有望进入医保目录, 重要新药有望 2010 年陆续获批。我们小幅上调 2010 和 2011 年的每股收益预测至 0.844、1.127 元, 基于 35 倍 2010 年市盈率, 小幅上调目标价至 29.55 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 复方丹参滴丸主导规格将从 150 丸调整为 180 丸, 对业绩将产生积极影响。
- 芪参益气滴丸 4,000 个样本的循证医学试验已经结题, 而且芪参益气滴丸有望进入新版医保目录, 未来销售有望提速。
- 分线销售后, 二线产品销售加速。

影响评级的主要风险

- 产品销售和新药审批受国家政策影响较大, 可能低于预期。

估值

- 我们目标价由 28.83 元小幅上调至 29.55 元, 维持买入评级。我们对复方丹参滴丸 FDA 二期临床的结果保持积极乐观态度, 一旦二期临床通过, 我们将大幅上调公司盈利预测和目标价。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	2,795	3,434	4,037	4,911	6,024
变动 (%)	15	23	18	22	23
净利润 (人民币 百万)	178	256	322	412	550
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.364	0.524	0.661	0.844	1.127
变动 (%)	(50.3)	44.0	26.0	27.8	33.5
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.685	0.849	1.113
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.661	0.824	1.102
调整幅度 (%)	-	-	0.0	2.5	2.3
核心每股收益 (人民币)	0.366	0.531	0.654	0.838	1.119
变动 (%)	(51.7)	45.2	23.1	28.1	33.6
全面摊薄市盈率 (倍)	63.2	43.9	34.9	27.3	20.4
核心市盈率 (倍)	63.0	43.4	35.2	27.5	20.6
每股现金流量 (人民币)	0.45	0.53	0.93	0.95	1.25
价格/每股现金流量 (倍)	50.7	43.2	24.9	24.1	18.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	28.6	23.1	20.3	16.2	12.8
每股股息 (人民币)	0.300	0.400	0.396	0.507	0.676
股息率 (%)	1.3	1.7	1.7	2.2	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

中长期激励计划有利于公司长期发展

公司股东大会通过了董事会提交的中长期激励基金实施方案，这一方案具有鲜明的特点，将公司未来的长期发展与管理层的利益紧密地联系在一起，将有利于公司的长期可持续发展。

一方面，激励方案涵盖了公司的中高级管理层、专业技术人员、核心骨干员工以及其他有必要激励的人员，这些人员是公司长期发展的基石。另一方面，公司的激励方案以五年为一个周期，而且激励对象每年实际只兑现 20%，剩余部分要在业绩周期结束后兑现，这样有利于核心人员的长期稳定。同时，激励方案还规定了激励对象的业绩考核、激励基金的扣减等情况，这有利于激励对象的互相监督。最后，激励基金的提取还间接与股票价格挂钩，将使公司更重视投资者关系的管理工作，公司也更透明。

控股股东天士力集团多元化有利于上市公司的稳定

天士力集团在多元化方面的尝试已经开始进入收获期，集团投资的普洱茶、国台酒、矿泉水、医院等行业都已经开始进入良性循环，同时这些产业也是董事长闫希军提出的大健康产业的重要组成部分。多元化投资虽然会分散董事长闫希军的注意力，但是他未来的关注重点仍将是在医药领域。

我们认为集团多元化不会影响上市公司的长期发展。一方面，集团下面的各子公司都是实行职业化和专业化管理，各子公司都非常独立，其他子公司的发展不会影响上市公司的发展。另一方面，集团多元化甚至有利于上市公司的稳定。目前，上市公司的创业团队大部分已经退出了公司的经营管理，公司已经走上了职业经理人管理的正确轨道，而创业团队的大部分成员充实到了集团其他子公司之中，这样对上市公司的稳定具有积极的作用。

复方丹参滴丸仍有很大增长空间

复方丹参滴丸 FDA 二期临床已经基本结束，即将进入数据处理和结果申报程序，FDA 临床结果有望在 2010 年 1 季度正式公布，我们对结果保持积极乐观的态度。如果复方丹参滴丸通过 FDA 二期临床，则将对复方丹参滴丸在国内的销售产生积极的影响。

公司积极响应国家相关政策，为了实现公司和消费者的双赢，公司将逐渐改变复方丹参滴丸的规格，从目前以 150 丸为主过渡到 180 丸为主。虽然由此将带来单位产品销售价格的小幅下降，但是由于单位包装成本的下降幅度更大，因此规格的改变将对毛利率产生正面的影响。而且，规格改变将对销量产生正面影响。

而且，复方丹参滴丸扩展适应症的工作正在推进，公司已经申请了增加胰岛素抵抗的适应症，即将进入临床试验。

长期而言，复方丹参滴丸将力争发展为心脏病的一级预防药物，未来的增长空间仍是非常广阔。

二线产品销售加速，芪参益气滴丸值得期待

随着分线销售逐步产生效用，公司二线产品销售逐步加速，预计养血清脑颗粒 09 年销售将达到 2.5 亿元，水林佳将达到 1 亿元，其他产品增速也较快。

芪参益气滴丸的大样本循证医学试验已经在今年 9 月结题，预计 2010 年将正式出结果。芪参益气滴丸是治疗劳累性心脏病、胸闷、房颤、心肌梗死等疾病的药物，以阿司匹林为对照物、包含 4,000 个样本的多中心临床试验已经开展了 5 年。未来，芪参益气滴丸将作为心脏病的二级预防药物来进行营销，以用于降低心脏病的死亡率。而且，目前芪参益气滴丸已经进入了 14 个省的地方医保目录，有望进入 2009 版的医保目录，由此带动产品销售提速。

公司首个粉针注射用益气复脉已经进入 4 个省的地方医保，也有希望进入新版的医保目录。而且，子公司天士力之娇公司的股权关系有望进一步理顺，从而有利于粉针业务的快速发展。

重磅新产品有望陆续获批

目前公司流感疫苗、重组尿激酶原以及中药粉针均还在正常的新药审批程序之中，由于国家药监局整体审批进度的放缓，这些产品的审批进度略低于我们之前的预期。我们预计，这些品种将逐步在 2010 年获得批准。

公司潜在的重磅新药、用于糖尿病治疗的糖敏灵丸临床三期进展顺利，也有望在未来两年内获批。

小幅上调目标价至 29.55 元，维持买入

考虑到复方丹参滴丸规格调整、芪参益气等产品进入医保目录、基本药物制度影响等积极因素，我们小幅上调 2010 和 2011 年的每股收益预测至 0.844、1.127 元，基于 35 倍 2010 年市盈率，小幅上调目标价至 29.55 元，维持**买入**评级。

我们对复方丹参滴丸 FDA 二期临床的结果保持积极乐观态度，FDA 二期的通过将对公司业绩和估值产生重大影响。一旦二期临床通过，我们将大幅上调公司盈利预测和目标价。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	2,795	3,434	4,037	4,911	6,024
销售成本	(1,875)	(2,296)	(2,724)	(3,313)	(4,029)
运营费用	(515)	(634)	(745)	(891)	(1,106)
息税折旧前利润	404	505	568	706	888
折旧与摊销	(139)	(115)	(119)	(125)	(128)
营业利润 (息税前利润)	266	389	449	581	759
净利息收入/(费用)	(41)	(71)	(57)	(79)	(87)
其它盈利/(亏损)	1	(4)	4	4	5
税前利润	225	315	397	506	677
所得税	(62)	(64)	(75)	(91)	(122)
少数股东损益	15	6	1	(3)	(5)
净利润	178	256	322	412	550
核心净利润	178	259	319	409	546
每股收益(人民币)	0.364	0.524	0.661	0.844	1.127
核心每股收益(人民币)	0.366	0.531	0.654	0.838	1.119
每股股息(港币)	0.300	0.400	0.396	0.507	0.676
收入增长(%)	15	23	18	22	23
息税前利润增长(%)	(15)	47	15	29	31
息税折旧前利润增长(%)	3	25	13	24	26
每股收益增长(%)	(50)	44	26	28	34
核心每股收益增长(%)	(52)	45	23	28	34

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及等价物	232	331	334	285	284
应收帐款	679	705	757	909	1,104
库存	241	313	354	431	524
其它流动资产	103	161	109	133	161
流动资产合计	1,256	1,511	1,553	1,757	2,073
固定资产	1,263	1,345	1,283	1,217	1,150
无形资产	212	210	202	193	182
其它长期资产	378	397	435	473	514
长期资产合计	1,839	1,937	1,906	1,869	1,832
总资产	3,094	3,448	3,460	3,626	3,905
应付账款	372	513	596	692	842
短期债	387	621	521	421	321
其它流动负债	147	103	82	86	89
流动负债合计	906	1,236	1,199	1,198	1,252
长期债	195	100	100	100	100
其它长期负债	19	19	4	4	4
股本	488	488	488	488	488
资本公积	1,330	1,424	1,489	1,653	1,873
股东权益	1,818	1,912	1,977	2,141	2,361
少数股东权益	156	181	180	183	188
负债权益总计	3,094	3,448	3,460	3,626	3,905
每股账面价值 (人民币)	3.73	3.92	4.05	4.39	4.84
每股有形资产 (人民币)	3.29	3.49	3.64	3.99	4.47
净负债/(现金) (人民币)	0.72	0.80	0.59	0.48	0.28

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	225	315	397	506	677
折旧与摊销	139	115	119	125	128
净利息费用	41	71	57	79	87
营运资本变动	(69)	(148)	(45)	(154)	(163)
支付所得税	(62)	(64)	(75)	(91)	(122)
其它经营现金流	86	87	119	125	128
经营活动产生的现金流	222	260	452	465	608
购建固定资产净额	(201)	(115)	(50)	(50)	(50)
投资减少/(增加)	2	(87)	0	0	0
其它投资现金流	(56)	22	(34)	(38)	(42)
投资活动产生的现金流	(255)	(179)	(84)	(88)	(92)
净股本增加	292	6	0	0	0
净负债增加	(490)	72	(100)	(100)	(100)
支付股息	(146)	(195)	(193)	(247)	(330)
其它筹资现金流	104	123	(72)	(79)	(87)
筹资活动产生的现金流	(241)	5	(365)	(426)	(517)
现金余额变动	(275)	86	2	(49)	(1)
年初现金	507	246	331	334	285
公司自由现金流	(34)	81	367	378	516
股权自由现金流	(565)	82	211	198	329

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.5	14.7	14.1	14.4	14.7
息税前利润率	9.5	11.3	11.1	11.8	12.6
税前利润率	8.1	9.2	9.8	10.3	11.2
净利率	6.4	7.5	8.0	8.4	9.1
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.5	1.7
利息覆盖倍数	6.4	5.5	7.9	7.3	8.7
净权益负债率(%)	17.7	18.6	13.3	10.1	5.4
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
估值(倍)					
市盈率	63.2	43.9	34.9	27.3	20.4
核心业务市盈率	63.0	43.4	35.2	27.5	20.6
目标价对应核心业务市盈率	81.1	56.4	44.7	35.0	26.2
市净率	6.2	5.9	5.7	5.2	4.8
价格/现金流	50.7	43.2	24.9	24.1	18.5
企业价值/息税折旧前利润	28.6	23.1	20.3	16.2	12.8
周转率					
存货周转天数	43.0	44.1	44.7	43.2	43.2
应收帐款周转天数	85.0	73.6	66.1	61.9	61.0
应付帐款周转天数	48.4	47.0	50.1	47.9	46.5
回报率(%)					
股息支付率	82.4	76.3	60.0	60.0	60.0
净资产收益率	9.8	13.4	16.3	19.2	23.3
资产收益率	6.2	9.0	10.5	13.1	15.9
已运用资本收益率	10.4	13.8	16.2	20.4	25.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371