

买入(首次)

目标价格:

47.2 元

当前价格:

33.78 元

市场数据

医药生物指数 (申万)	4540.08
三个月涨跌幅	8.61%
上证综合指数	2598.69
沪深 300 指数	2861.37

基础数据

每股净资产(元)	4.30
资产负债率(%)	48.08%
总股本(百万)	488
流通股(百万)	488

相对股价表现



相关研究

医药研究小组:

郑一宁 (联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

天士力调研简报

投资看点:

天士力有望成为中药国际化的扛大旗者: 天士力复方丹参滴丸已经完成 FDAII 期临床试验, 效果优异, 并将在明年初进行 III 期临床试验。公司此次临床试验的成功虽说离进军国外市场还有差距, 但对于提振公司国内销量具有重要影响。此外, 公司还在积极进行复方丹参滴丸新适应症的开发。

积极布局二线产品: 公司积极布局二线产品。二线产品中的养脑清血颗粒增长势头迅猛, 预计今年能超过 3 亿元, 有望成为公司过 5 亿产品。公司的水林佳作为脂肪肝用药市场前景广阔, 目前销售已经破亿。公司还有多个正在着手推广和准备大力推广的产品如益气复脉注射粉针, 芪参益气滴丸等。

生物侧翼丰满进行时: 立足中药产品的同时, 公司积极开展生物药品的研发, 亚流感疫苗预计今年 9,10 月上市, 注射用重组人尿激酶原属国家一类新药, 已进入药品注册生产现场检查阶段。公司并和国外合作积极搭建生物制药平台。

公司风险提示: 医药产品研发和试验失败风险较高。公司在研项目有可能面临失败风险。公司主打产品复方丹参滴丸销售基数加大, 存在着市场继续开拓的难度

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	2794.91	3434.22	3992.65	4690.16	5509.53	6472.20
收入增幅(%)	15.29%	22.87%	16.26%	17.47%	17.47%	17.47%
净利润	162.97	250.38	323.63	445.60	586.88	721.83
净利增幅(%)	-14.92%	43.96%	23.77%	37.69%	31.70%	23.00%
毛利率(%)	32.90%	33.15%	32.69%	35.00%	35.00%	35.00%
ROE (%)	9.78%	13.38%	15.58%	18.32%	20.25%	20.79%
EPS(元)	0.364	0.524	0.649	0.894	1.177	1.448

天士力有望成为中药国际化的扛大旗者：天士力复方丹参滴丸已经完成 FDAII 期临床试验，效果优异，并将在明年初进行 III 期临床试验。III 期临床试验和 II 期临床试验的不同主要在于扩大了病例数和实验国家。实验样本从 II 期的美国 125 例增加到美国，加拿大等全球 100-150 个临床中心选择 1000-1500 个病人同时进行。由于在 II 期临床试验中充分考虑到了人种等差异，并且实验结果优异，领导此次复方丹参滴丸 FDA 认证的孙鹤博士（原美国食品药品监督管理局计量临床药理学首席科学家）丰富的经验，估计 III 期临床实验成功的把握较大。整个 FDAIII 期临床试验将持续 18 个月，如果试验顺利，该药可在美国上市。虽然复方丹参滴丸距离美国上市还有时日，但 FDAII 期临床试验的通过对于提振天士力国内中药行业的市场地位和促进其产品销量的作用。如果天士力顺利通过 FDAIII 期的临床试验，其必然成为中药国际化的扛大旗者。目前复方丹参滴丸还未列入医院医生的处方指南当中，当其真正走向国际化，列入处方指南也指日可待。

此外公司的复方丹参滴丸还在积极研究新适应症—糖尿病的治疗开发。如能成功对于复方丹参滴丸未来销量的提升又是一个中药的助推力。

积极布局二线产品：公司积极布局二线产品。养血清脑颗粒发展势头迅猛。养血清脑颗粒作为中枢神经用药，在全国市场养血清脑颗粒都有不错的销售业绩，该产品目前销售收入已经突破 2.5 亿，正在朝向 3 亿迈进，有望成为破 5 亿的大品种。复方丹参滴丸的高端产品芪参益气滴丸，针对气虚型心绞痛，定位高端，具有销售潜力。09 年实现销售收入 2000 多万元，处于快速增长通道。

除了中药品种以外，公司的西药品种水林佳的销售也渐入佳境。水林佳由 08 年的 6000 万元增长到 09 年的上亿元，成为公司另一个过亿品种。

公司的一些品种正在积极进行学术推广。益气复脉注射粉针推广力度即将加大，、荆花胃康胶丸公司正在积极开展新适应症的开发和市场推广。公司的糖敏灵丸等在研产品也即将完成三期临床。注射用丹参总酚酸冻干粉针项目已完成现场工艺核查资料准备工作，公司力争今年年底通过现场核查,取得生产批件，争取明年投放市场。

中药原材料有保障：公司在中药原材料眼光长远。公司在原材料有 3-5 年的储备，短期不会受到中药材涨价的威胁。公司积极和三七重要产地文山合作，满足自身产品三七的需求。公司除了采购之外还有 GAP 丹参种植基地。种植基地丹参产量约 2000 吨，完全能满足自身产品的需求，部分还能外销。

侧翼发展稳步推进：公司除了主营中成药外，还积极发展生物制品，丰满公司的侧翼。公司的亚单位流感疫苗 4 月份已拿到批文，并通过 GMP 认证，设计年产能 400 万支。

有望在九、十月份上市。注射用重组人尿激酶原属国家一类新药，已进入药品注册生产现场检查阶段。公司和法国梅里埃发展联盟旗下的 TRANSGENE SA 公司合作，共同设立“天士力创世杰（天津）生物制药有限公司”，致力于生物医药研究开发，公司生物药的产品线将更加丰富。

风险提示：医药产品的研发和生产风险较大。公司产品的研发和临床试验存在失败的风险。公司复方丹参滴丸销售基数较大，要取得更大的发展具有市场开拓的难度。

盈利预测和评级：我们预测公司 2010-2012 年每股收益为 0.89，1.18 和 1.45 元。由于公司的复方丹参滴丸产品进行 FDAIII 期临床试验将从明年开始，试验时间约为一年半，实际产品的海外放量将发生在 2013 年以后。另公司多个产品或处于市场推广期或处于临床试验后期即将进入市场，这些产品对公司利润的真正贡献预计也会产生在 2013 年，因此对于该公司应保持长期关注。目前股价对应 2010-2012 的估值水平分别为 38.6 倍，29.1 倍和 23.7 倍。考虑到公司较好的成长性，给予 40 倍 PE，按照 2011 年预测的每股收益，公司目标股价为 47.2 元。

表 1 天士力财务报表预测 （单位：百万元）

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2794.91	3434.22	3992.65	4690.16	5509.53	6472.20
减：营业成本	1875.26	2295.74	2687.39	3048.60	3581.20	4206.93
营业税金及附加	20.85	23.21	25.79	30.29	35.58	41.80
营业费用	408.30	496.05	565.83	647.24	743.79	854.33
管理费用	224.74	229.87	281.28	328.31	358.12	420.69
财务费用	41.43	70.78	42.07	104.78	93.71	92.54
资产减值损失	12.60	1.71	5.76	6.69	6.69	6.69
加：投资收益	1.88	0.18	6.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	213.60	317.04	391.14	524.24	690.45	849.22
加：其他非经营损益	11.61	-2.45	7.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	225.21	314.59	399.10	524.24	690.45	849.22
减：所得税	62.24	64.21	75.46	78.64	103.57	127.38
净利润	162.97	250.38	323.63	445.60	586.88	721.83
减：少数股东损益	-14.77	-5.51	6.93	9.54	12.56	15.45
归属母公司股东净利润	177.74	255.89	316.71	436.06	574.32	706.38

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	197.84	384.29	496.03	46.90	703.67	1038.26
应收和预付款项	759.14	794.24	897.34	1269.75	1275.93	1714.55
存货	241.46	313.34	387.76	360.84	518.54	514.50
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	172.40	172.46	448.40	448.40	448.40	448.40
投资性房地产	27.72	28.14	27.43	24.36	21.29	18.22
固定资产和在建工程	1263.09	1344.81	1367.26	1175.81	984.35	792.90
无形资产和开发支出	357.96	371.88	312.50	274.69	236.88	199.06
其他非流动资产	2.37	8.67	15.29	7.64	0.00	0.00
资产总计	3021.99	3417.84	3952.00	3608.39	4189.06	4725.89
短期借款	284.79	620.56	801.95	179.65	0.00	0.00
应付和预收款项	446.47	585.43	733.94	656.61	948.05	908.16
长期借款	195.00	100.00	225.00	225.00	225.00	225.00
其他负债	121.00	18.94	20.02	20.02	20.02	20.02
负债合计	1047.26	1324.93	1780.90	1081.28	1193.06	1153.18
股本	488.00	488.00	488.00	488.00	488.00	488.00
资本公积	643.22	564.43	564.43	564.43	564.43	564.43
留存收益	687.07	859.44	980.94	1327.42	1783.74	2345.00
归属母公司股东权益	1818.29	1911.87	2033.37	2379.85	2836.17	3397.43
少数股东权益	156.44	181.04	137.73	147.27	159.83	175.28
股东权益合计	1974.72	2092.90	2171.10	2527.11	2996.00	3572.71
负债和股东权益合计	3021.99	3417.84	3952.00	3608.39	4189.06	4725.89

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	262.99	330.99	442.45	295.68	963.70	473.08
投资性现金净流量	-255.40	-179.47	-378.04	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-240.84	5.29	107.87	-744.80	-306.93	-138.49
现金流量净额	-233.66	156.58	172.25	-449.12	656.77	334.59

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。