



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月25日

医疗保健

研究部

孙亮

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208030080

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080208020078

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

天士力 (600535.SH)

新药提升长期发展潜力, 丹参提价影响盈利

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,993	4,652	5,616	6,629
(+/-)	16.3%	16.5%	20.7%	18.0%
营业利润	385	530	666	800
(+/-)	21.4%	37.8%	25.7%	20.2%
净利润	317	450	709	716
(+/-)	23.8%	42.2%	57.5%	0.9%
EPS (元)	0.65	0.87	1.37	1.39
P/E	61.4	45.7	29.0	28.8
P/B	9.0	5.7	5.3	4.7
ROE	15.6%	13.6%	19.8%	18.1%
现金分红收益率	1.0%	1.0%	1.6%	1.6%

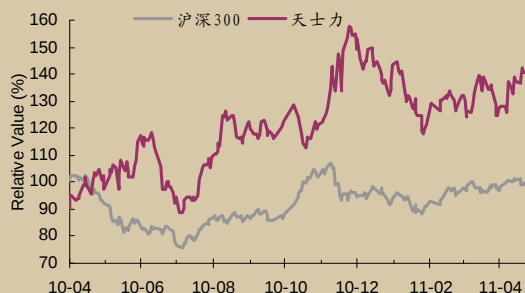
股票信息

A股	
当前股价	人民币 39.86
股票代码	600535.CH
日成交量 (百万股)	3.0
52周最高价/最低价	人民币 45.79/23.72
总市值 (百万元)	16,582
发行股数 (百万股)	516
其中: 流通股 (百万股)	488
主要股东 (持股比例)	天津天士力集团有限公司 (47.27%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[天士力]	+2.42	+4.51	+12.63	-2.21
[沪深300指数]	-1.76	+2.39	+10.61	+5.49
[沪深300医药]	-0.51	-0.31	+1.47	-8.68

最近估值走势



1 季报业绩基本符合预期:

2011 年 1 季度公司实现收入 13.73 亿元, 同比增长 38%; 实现净利润 1.6 亿元, 折合 EPS0.31 元, 同比增长 139%, 扣除出售资产带来的一次性收益, 净利润同比增长 38.5%。基本符合预期。

评论:

新药获批提升公司长期发展潜力。报告期公司取得“注射用丹参多酚酸 (新药, 中药注射剂)”及“重组人尿激酶原 (生物制品 I 类新药)”新药证书, 加上公司在流感疫苗取得 GMP 市场证书, 标志着公司以现代中药为核心, 向新药和生物制品扩张取得阶段性胜利。同时丹参多酚酸 (中药注射剂) 取得批文, 标志着中药注射剂新药审批窗口打开, 为公司现代中药的发展扫除了一大障碍, 提升长期发展潜力。

1 季度经营发展稳定。报告期公司收入同比增长 38%, 主要源于商业部分季节性收入确认, 并导致毛利率同比去年全年下降 3.2pp, 剔除出售股权带来的非经常性损益, 营业利润、税前利润和净利润同比增长分别为 37%、36%和 38.5%, 与去年持平。

丹参价格上升明显, 预计对公司毛利率有一定影响。丹参是公司主要中药材品种, 去年山东干旱, 今年山东、河南旱灾形势依然严峻, 导致市场囤货预期较重, 价格上涨明显 (见图表 1), 公司 2010 年消耗了低价存量, 今年预计受丹参影响较重。

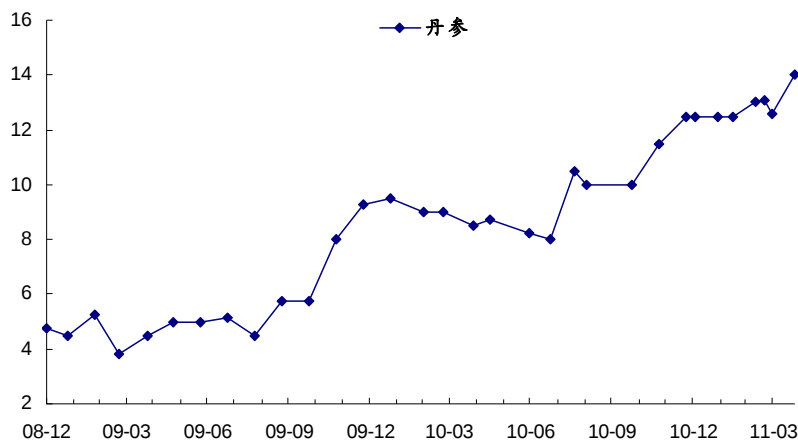
发展趋势:

公司从国内中药现代化龙头向全方位研发型制药企业转变, 发展稳健, 进展顺利, 2010 年并通过非定向增发获得 10.68 亿元, 为公司未来发展提供了财务支持。中长期内公司的主要增长取决于公司对新品种的市场开发和二线品种的发力。

盈利预测、估值与建议:

考虑 1 季度非经常性损益对应每股为 0.12 元, 我们调整 2011、2012 年 EPS 预期至 1.37 元和 1.39 元, 经营性预期没有改变, 对应当前经营性 PE 分别是 32x 和 29x。维持“审慎推荐”评级。

图表 1: 丹参价格走势(山东统货,亳州市场)



资料来源：中国药材市场网，中金公司研究部

图表 2: 业绩季度拆解分析

(百万元)	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	1Q2010	2010H	1-3Q2010	2010A	1Q2011	CICC Comments
主营业务收入	3,993	994	1,154	1,218	1,285	1,373	994	2,148	3,366	4,652	1,373	1季度销售同比增长38%，环比增长7%。
同比增长率	16.3%	17.5%	16.5%	18.9%	13.6%	38.1%	17.5%	16.9%	17.6%	16.5%	38.1%	
环比增长率		-12.1%	16.1%	5.6%	5.5%	6.8%						
主营业务成本	2,687	689	756	838	801	955	689	1,445	2,283	3,084	955	
成本率	67.3%	69.3%	65.6%	68.8%	62.3%	69.5%	69.3%	67.3%	67.8%	66.3%	69.5%	
主营业务税金及附加	26	6	8	8	10	9	6	13	22	31	9	
占销售收入的%	0.65%	0.59%	0.66%	0.66%	0.74%	0.66%	0.59%	0.63%	0.64%	0.67%	0.66%	
主营业务利润	1,279	300	390	372	474	410	300	690	1,062	1,536	410	1季度毛利率同比下降0.4pp，较去年全年下降3.2pp
毛利率	32.0%	30.2%	33.8%	30.6%	36.9%	29.8%	30.2%	32.1%	31.5%	33.0%	29.8%	
同比增长率	15%	28%	14%	13%	28%	36.6%	28%	20%	17%	20.1%	36.6%	
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
营业费用	566	135	142	155	200	200	135	277	432	632	200	营业费率同比上升1pp，较去年全年上升1pp。
占销售收入的%	14.2%	13.6%	12.3%	12.7%	15.5%	14.6%	13.6%	12.9%	12.8%	13.6%	14.6%	
管理费用	281	63	82	50	110	78	63	145	195	306	78	管理费用率同比下降0.7pp，较去年全年下降0.9pp。
占销售收入的%	7.0%	6.4%	7.1%	4.1%	8.6%	5.7%	6.4%	6.8%	5.8%	6.6%	5.7%	
财务费用	42	14	12	16	19	6	14	27	43	62	6	现金充足，降低财务费用
营业利润	385	85	150	150	146	116	85	235	384	530	116	营业利润同比上升37%，环比下降20%营业利润率同比持平。
营业利润率	9.6%	8.5%	13.0%	12.3%	11.3%	8.5%	8.5%	10.9%	11.4%	11.4%	8.5%	
同比增长率	21%	35%	58%	48%	16%	37%	35%	49%	49%	38%	37%	
环比增长率		-33%	77%	0%	-3%	-20%						
投资收益	6.6	0.1	-0.1	2.0	3.6	73.8	0.1	-	2.0	5.7	73.8	取得一次性股权转让收益7377.80万元。
营业外收入	13.8	2.3	7.8	1.2	14.1	1.9	2.3	10.2	11.4	25.4	1.9	
营业外支出	5.8	0.1	0.1	0.8	4.5	0.1	0.1	0.1	0.9	5.4	0.1	
税前利润	399	87	158	152	159	192	87	245	397	556	192	
税前利润率	10.0%	8.7%	13.7%	12.5%	12.4%	14.0%	8.7%	11.4%	11.8%	11.9%	14.0%	剔除非经常性投资收益，税前利润同比增长36%
同比增长率	27%	38%	54%	45%	23%	120.7%	38%	48%	47%	39.2%	120.7%	
环比增长率		-33%	82%	-4%	5%	21%						
所得税	75	18	26	22	30	33	18	44	66	96	33	所得税率同比下降3.6pp，较去年全年持平。
有效税率	18.9%	20.8%	16.4%	14.3%	19.2%	17.2%	20.8%	17.9%	16.6%	17.3%	17.2%	
少数股东权益	7	2	3	2	2	-1	2	5	8	9	-1	
净利润	317	67	128	128	127	160	67	196	323	450	160	剔除非经常性投资收益，净利润同比增长38.5%
净利润率	7.9%	6.7%	11.1%	10.5%	9.9%	11.7%	6.7%	9.1%	9.6%	9.7%	11.7%	
同比增长率	24%	28%	50%	46%	39%	138.8%	28%	42%	43%	42.2%	138.8%	
环比增长率		-27%	92%	0%	-1%	26%						
每股收益 (元)	0.65	0.14	0.26	0.26	0.21	0.31	0.14	0.40	0.66	0.87	0.31	

资料来源：WIND, 中金研究部

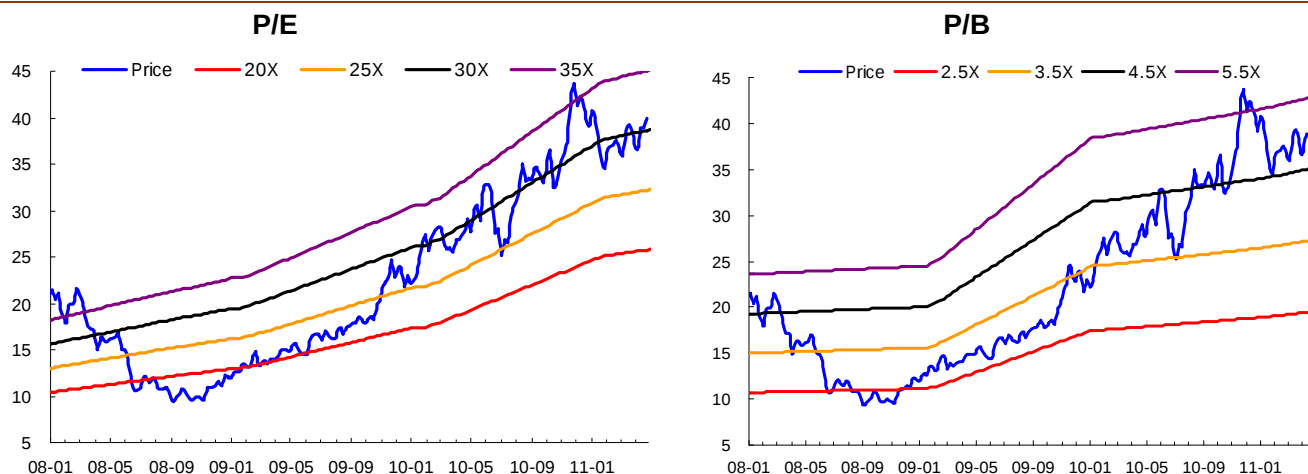
图表 3: 公司主要财务数据

单位: 人民币百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表				
主营业务收入	3,993	4,652	5,616	6,629
主营业务成本	-2,687	-3,084	-3,712	-4,439
主营业务利润	1,279	1,536	1,866	2,146
营业费用	-566	-632	-758	-862
管理费用	-281	-306	-393	-438
财务费用	-42	-62	-41	-39
营业利润	385	530	666	800
税前利润	399	556	776	855
净利润	317	450	709	716
现金流量表				
经营活动现金流	400	395	664	731
营运资本的增加	-115	-120	-130	-139
投资活动现金流	-378	-164	-161	-162
资本支出	-113	0	-141	-142
自由现金流	287	395	523	589
融资活动现金流	108	781	-326	-356
货币资金增加额	130	1,012	177	213
资产负债表				
货币资金	556	1,604	1,650	1,863
应收款项	613	618	747	881
存货	388	561	676	808
固定资产	1,367	1,415	1,421	1,439
短期借款	802	802	802	802
应付款项	764	875	1,053	1,259
股东权益	2,034	3,308	3,576	3,964
总资产	4,025	5,453	5,827	6,417

财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E
成长性指标				
主营业务收入增长率	16.3%	16.5%	20.7%	18.0%
净利润增长率	23.8%	42.2%	57.5%	0.9%
盈利性指标				
毛利率	32.0%	33.0%	33.2%	32.4%
三项费用	22.3%	21.5%	21.2%	20.2%
息税前利润率	9.6%	11.4%	13.0%	13.0%
净利润率	7.9%	9.7%	12.6%	10.8%
收益率指标				
资产收益率	7.9%	8.3%	12.2%	11.2%
净资产收益率	15.6%	13.6%	19.8%	18.1%
营运效率性指标				
应收帐款回收期(天)	55	48	48	48
存货周转期(天)	52	66	66	66
负债指标				
净债务/所有者权益	22.5%	净现金	净现金	净现金
资产负债率	46.1%	37.2%	37.5%	37.0%
流动比率	1.14	1.78	1.77	1.85
速动比例	0.90	1.47	1.43	1.49
估值指标				
摊薄每股收益(元)	0.65	0.87	1.37	1.39
每股经营现金流(元)	0.82	0.81	1.36	1.50
市盈率	61.4	45.7	29.0	28.8
市净率	9.0	5.7	5.3	4.7
EV/ EBITDA	38.4	37.8	23.6	20.0
现金分红收益率	1.0%	1.0%	1.6%	1.6%

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 5: 可比公司估值表 (2011-4-22)

公司名称	代码	收盘价 11-4-22	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2010A	2010A	2011E	LTM	2011E	2009-2012E
大原料药——中值			5,526				56x	36x	25x	29x	24	0.0%	10%	14%	5.9x	0.73	43%
云南白药	000538	57.82	40,142	1.33	1.79	2.37	43x	32x	24x	38x	7	0.0%	21%	23%	9.1x	0.74	43%
同仁堂	600085	38.79	20,203	0.66	0.77	0.94	59x	50x	41x	31x	6	0.0%	11%	12%	6.2x	2.74	18%
广州药业	600332	19.57	11,566	0.33	0.43	0.52	59x	45x	37x	27x	3	0.0%	8%	10%	4.5x	1.57	29%
东阿阿胶	000423	45.73	29,908	0.89	1.52	1.86	51x	30x	25x	41x	13	0.0%	21%	45%	10.9x	0.51	59%
片仔癀	600436	65.26	9,136	1.39	1.62	2.06	47x	40x	32x	36x	9	0.0%	18%	23%	8.7x	1.24	32%
康美药业	600518	14.15	31,112	0.34	0.55	0.81	41x	26x	17x	33x	117	0.0%	16%	3%	6.6x	0.46	56%
贵州百灵	002424	39.11	9,199	0.62	0.96	1.32	63x	41x	30x	54x	34	0.0%	18%	13%	5.0x	0.96	42%
中恒集团	600252	35.00	19,106	0.77	1.76	2.27	46x	20x	15x	34x	17	0.0%	32%	41%	17.3x	0.11	177%
马应龙	600993	39.50	6,549	0.74	1.17	1.50	53x	34x	26x	40x	29	0.0%	15%	16%	6.4x	9.16	4%
中新药业	600329	13.55	7,308	0.40	0.47	0.60	34x	29x	23x	18x	18	0.0%	15%	14%	5.6x	1.75	16%
品牌中药——中值			9,325				51x	33x	25x	37x	18	0.0%	13%	13%	6.3x	1.00	36%
天士力	600535	39.86	20,585	0.87	1.37	1.39	46x	29x	29x	30x	10	0.0%	14%	29%	6.2x	0.59	49%
康缘药业	600557	15.77	6,555	0.45	0.60	0.82	35x	26x	19x	26x	20	0.0%	16%	17%	5.6x	1.06	25%
武汉健民	600976	20.40	3,129	0.47	0.61	0.73	44x	34x	28x	31x	25	0.0%	9%	12%	3.8x	0.88	38%
昆明制药	600422	13.08	4,109	0.27	0.43	0.68	48x	31x	19x	27x	20	1.1%	12%	16%	5.6x	0.59	52%
上海凯宝	300039	40.68	7,134	0.71	1.16	1.59	58x	35x	26x	49x	30	1.0%	9%	12%	5.8x	0.49	72%
桂林三金	002275	17.83	10,523	0.52	0.55	0.71	34x	32x	25x	32x		1.2%	15%	15%	4.4x		
仁和药业	000650	20.63	8,668	0.52	0.73	0.91	39x	28x	23x	28x	21	0.3%	23%	25%	9.9x	0.78	36%
江中药业	600750	28.90	8,992	0.84	1.04	1.35	34x	28x	21x	24x		0.0%	21%	19%	5.2x	1.02	27%
现代中药——中值			5,205				46x	30x	24x	31x	21	0.0%	13%	15%	5.2x	0.88	35%
化学制剂药——中值			6,043				45x	32x	24x	33x	23	0.0%	15%	11%	4.6x	1.02	36%
双鹭药业	002038	53.93	13,643	1.08	1.63	2.21	50x	33x	24x	42x	8	0.5%	23%	25%	11.5x	1.11	30%
沃森生物	300142	102.65	10,265	1.54	2.48	3.71	66x	41x	28x	53x	35	0.0%	19%	18%	4.0x	0.52	80%
天坛生物	600161	20.11	10,366	0.34	0.49	0.55	59x	41x	37x	30x	21	0.5%	20%	18%	9.8x	4.71	9%
华兰生物	002007	38.35	22,097	1.06	1.45	1.88	36x	26x	20x	25x	20	0.0%	31%	28%	10.2x	1.53	17%
辽宁成大	600739	31.14	28,320	1.45	1.72	2.19	21x	18x	14x			0.0%	17%	17%	3.9x	2.29	8%
科华生物	002022	16.30	8,024	0.46	0.59	0.74	36x	28x	22x	28x	21	0.0%	27%	26%	8.9x	1.42	19%
智飞生物	300122	35.23	14,092	0.64	0.87	1.20	55x	41x	29x	45x	37	0.6%	19%	15%	6.6x	1.83	22%
生物制药——中值			8,024				50x	33x	28x	33x	21	0.0%	19%	18%	6.4x	1.10	32%
医疗服务——中值			6,198				69x	49x	34x	39x	32	0.0%	14%	16%	9.7x	1.01	56%
医疗器械——中值			3,952				65x	44x	31x	47x	31	0.0%	11%	12%	5.0x	1.11	37%
丽珠集团	000513	34.33	8,558	1.41	1.75	2.00	24x	20x	17x	14x	11	0.0%	17%	16%	4.0x	5.35	4%
哈药股份	600664	19.84	24,641	0.91	1.04	1.22	22x	19x	16x	16x	15	0.0%	17%	17%	3.8x	1.22	16%
复星医药	600196	11.89	22,643	0.45	0.64	0.83	26x	19x	14x	18x		0.0%	13%	14%	2.7x	0.62	-30%
双鹤药业	600062	26.07	14,904	0.91	1.17	1.43	29x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.9x	1.24	18%
三九医药	000999	21.30	20,851	0.83	1.05	1.29	26x	20x	16x	18x	15	0.0%	20%	20%	4.9x	1.01	20%
双鹤药业	600062	26.07	14,904	0.91	1.17	1.43	29x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.9x	1.24	18%
综合性制药企业——中值			12,689				26x	21x	18x	19x	16	0.0%	16%	16%	3.9x	0.97	21%
国药股份	600511	19.31	9,246	0.65	0.90	1.12	30x	21x	17x	22x	7	0.0%	24%	31%	7.1x	0.57	38%
上海医药	601607	21.56	42,961	0.69	0.92	1.12	31x	24x	19x	18x	4	0.0%	15%	16%	4.7x	0.10	225%
九州通	600998	13.99	19,873	0.26	0.35	0.45	54x	40x	31x	40x	31	0.0%	13%	15%	8.4x	1.41	29%
南京医药	600713	14.50	5,028	0.12	0.17	0.22	118x	87x	65x	37x	34	0.0%	4%	5%	4.9x	7.29	12%
一致药业	000028	29.83	7,971	0.91	1.16	1.53	33x	26x	19x	21x	20	0.0%	24%	25%	8.2x	0.80	32%
医药商业——中值			6,337				56x	40x	32x	38x	23	0.0%	6%	6%	5.9x	1.41	24%
全行业——中值			6,844				48x	33x	25x	32x	23	0.0%	13%	14%	5.5x	0.98	36%

资料来源: WIND, 中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED