

天士力 (600535.sh)

布局生物产业，意在长远发展

贺菊颖 首席分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

执业编号: S0260511050002

公告与 SBS 公司合作事宜

公司今日公告与天士力北美公司、加拿大 SemBioSys Genetic, Inc 公司 (SBS) 于 2011 年 10 月 9 日签署“天士力胜宝 (天津) 制药有限公司之中外合资经营企业协议”。天士力、天士力北美及 SBS 公司分别持有合资公司 51%、19% 及 30% 的股权。

布局生物产业，意在长远发展

根据查询到的公开资料，SBS 为 1994 年在加拿大卡尔加里大学成立的一家小型研发企业，2004 年在多伦多交易所 IPO，雇员 35 人。公司目前拥有的技术平台及产品管线包括：(1) 植物种子油体表达蛋白系统 (红花)；(2) 基于前述平台的两个在研产品：胰岛素类似物 SBS-1000 (临床二期)，载脂蛋白 Apo-A1 (治疗由胆固醇增高导致的心血管疾病) (临床前)；(3) 实验室研究项目包括表皮生长因子 (EGF) 和亚单位疫苗 (动物疫苗)。

我们认为天士力此次与 SBS 公司的合作主要是着眼于长远、布局生物产业。虽然通过转基因方式进行植物蛋白表达在技术上还需要时间检验、短期对天士力经营影响很小，但天士力未来可以通过运用合作伙伴的“知识产权平台”、临床前及临床试验结果、在“美国药监局”与“欧洲药管局”公开监管备案、转基因等其他相关持续性研发与商业关系以及对美国与欧洲市场的了解，结合天士力的研发能力、临床优势、市场化经验及销售网络，通过合资公司在协议约定的市场区域内开发“指定产品”并使其市场化。

未来 2-3 年步入品种收获期

2011-2013 年公司将步入品种收获期：(1) 除丹滴外，2011 年我们看好芪参益气滴丸、养血清脑及益气复脉，其中芪参益气于 09 年进入全国医保、2010 年完成四期临床，益气复脉于近期结束四期临床，养血清脑加大电视广告投放；新药方面预计尿激酶原年底上市、糖敏灵进入三期临床、注射用丹参多酚酸盐开始四期临床；(2) 2012 年尿激酶原、流感疫苗开始贡献增量，益气复脉明显放量；(3) 2013 年注射用丹参多酚酸盐四期临床结束，开始大力推向市场。

盈利预测与投资评级

维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.30/1.53/2.08 元的盈利预测，其中 2011 年主业为 1.18 元，主业分别增长 36%/29%/36%。短期看，预计公司第三季度主业仍将维持较快增速，复方丹参滴丸在基层销售及更换规格的推动下继续快速历史增速，芪参益气及益气复脉快速增长；长期看公司产品布局多个大病种领域、未来即将步入品种收获期，维持买入评级。

风险提示

新品种获批时间不确定、二线产品销售低于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3992.65	4651.59	6147.55	7367.20	8930.26
增长率(%)	16.26%	16.50%	32.16%	19.84%	21.22%
EBITDA(百万元)	544.83	715.17	848.71	1040.96	1368.73
净利润(百万元)	316.71	450.30	673.46	789.24	1074.59
增长率(%)	23.77%	42.18%	49.56%	17.19%	36.15%
每股收益(元)	0.61	0.87	1.30	1.53	2.08
市盈率	66.04	46.45	31.06	26.50	19.46
市净率	5.38	6.37	5.70	3.86	3.15
EV/EBITDA	20.93	28.63	25.08	15.62	11.17

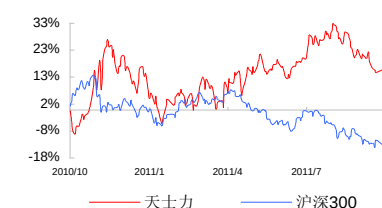
数据来源:天津天士力制药股份有限公司财务报表、广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	40.23 元
合理价值	55.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-5.70	-3.32	10.04
沪深 300	-7.05	-17.76	-16.00

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

516/488

主要股东:

天津天士力集团有限公司

主要股东持股比例 47.27%

流通 A 股比例 94.57%

财务比率

ROE 13.62%

ROA 9.50%

资产负债率 37.19%

2010 年报数据

资产负债表简表			单位：百万元		
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	556	1604	1617	2384	3362
应收账款	536	564	782	927	1106
预付款项	89	105	145	168	204
应收利息	0	0			
应收股利	0	0			
其他应收款	77	54	86	106	127
存货	388	561	557	689	845
流动资产合计	1841	3172	3499	4668	6135
长期股权投资	448	469	469	469	469
固定资产	1140	1160	1128	1058	990
在建工程	227	255	231	234	236
无形资产	173	172	151	130	114
长期待摊费用	15	28			
递延所得税资产	13	22	0	0	0
非流动资产合计	2184	2281	2039	1953	1872
资产总计	4025	5453	5538	6620	8007
短期借款	802	802	0	0	0
应付票据	484	552	681	861	1024
应付账款	157	193	270	303	362
预收款项	11	64	44	58	85
应付职工薪酬	41	63	65	85	106
应交税费	32	37	33	52	61
应付利息	1	1			
应付股利	0	0	0	0	0
其他应付款	82	92	98	80	66
流动负债合计	1611	1780	1209	1489	1786
长期借款	225	225	225	225	225
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0			
预计负债	0	0			
递延所得税负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	243	248	225	225	225
负债合计	1854	2028	1434	1714	2011
股本	488	516	516	516	516
资本公积	564	1554	1554	1554	1554
盈余公积	221	265	367	485	646
未分配利润	760	971	1544	2215	3128
少数股东权益	138	118	123	135	151
负债股东权益总计	4025	5453	5538	6620	8007
每股净资产（元）	4.17	6.40	7.71	9.24	7.71

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表	单位：百万元				
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3993	4652	6148	7367	8930
营业成本	2687	3084	4114	4926	5915
营业税金及附加	26	31	41	49	59
销售费用	566	632	908	1039	1221
管理费用	281	306	355	432	488
财务费用	42	62	-13	-33	-49
资产减值损失	6	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	6	74	3	5
营业利润	391	536	817	959	1302
营业外收入	14	11	15	4	18
营业外支出	6	1	7	0	6
利润总额	399	556	825	963	1314
所得税费用	75	96	148	161	224
净利润	324	459	678	802	1090
归属于母公司净利润	317	450	673	789	1075
少数股东损益	7	9	4	13	15
EPS（元）	0.61	0.87	1.30	1.53	2.08

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表	单位: 百万元				
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	400	395	676	792	1001
投资活动现金流量	-378	-164	184	-25	-24
筹资活动现金流量	108	780	-846	0	0
现金及现金等价物净增加额	130	1012	14	767	978
期末现金余额	534	1568	1617	2384	3362
每股经营活动现金流（元）	0.82	0.76	1.31	1.53	1.94

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标			单位: 百万元		
指标项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	16.3%	16.5%	32.2%	19.8%	21.2%
营业利润增长率	23.4%	36.9%	52.5%	17.4%	35.8%
毛利率	32.7%	33.7%	33.1%	33.1%	33.8%
营业利润率	9.8%	11.5%	13.3%	13.0%	14.6%
净利润率	7.9%	9.7%	11.0%	10.7%	12.0%
净资产收益率	15.6%	13.6%	16.9%	16.5%	18.4%
总资产收益率	7.9%	8.3%	12.2%	11.9%	13.4%
流动比率	1.1	1.8	2.9	3.1	3.4
资产负债率	46.1%	37.2%	25.9%	25.9%	25.1%
所得税税率	18.9%	17.3%	17.9%	16.7%	17.0%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8404。

相关研究报告

天士力 2011 年中报点评：主业经营超预期

贺菊颖

2011-08-01

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。