

生物医药行业
公司研究报告

天士力 (600535)

评级: 增持

收盘价 (元) 37.66

目标价 (元) 42.00

市场数据

52周内最高价 (元) 46.46

52周内最低价 (元) 33.30

市净率 5.18

总股本 (亿股) 5.16

流通 A 股 (亿股) 5.16

流通 B 股或 H 股 (亿股) 0.00

总市值 (亿元) 189.58

流通 A 股市值 (亿元) 189.58

流通 B 股或 H 股市值

(亿元) 0.00

相对股价表现



生物医药研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

郑一宁

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

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

二线品种增长提速，新品成长潜力大

投资要点:

- **一季度工商业齐头并进，债券发行降低财务费用率：**2011年，公司业绩低于市场预期，受四季度折旧、现金激励和产品试生产等因素影响。2012年一季度，实现销售收入21.29亿元，同比增长55.03%，归属于母公司的净利润1.48亿元，同比下降7.79%。扣除非经常性损益的净利润同比增长47.16%。2012年4月，公司分别完成短期融资券和一期债券的发行，短期融资券融资3亿元，利率为5.15%。公司债券第一期发行4亿元，发行利率为6%。短期融资券和债券的利率都低于银行贷款利率，将降低公司财务费用，提升盈利能力。
- **复方丹参滴丸增长稳定，二线品种增长提速：**在公司前瞻性布局基层医院市场和FDA临床II期通过的效应共同作用下，2011年丹滴的收入增长达20%以上，预计未来丹滴的增长保持稳定，增速为15%。二线品种养血清脑、水林佳等产品预计复合增速维持在30%以上，芪参益气滴丸将是今年重点推广的品种，预计增速达100%。
- **丹参多酚酸注射液和重组人尿激酶原前景广阔：**丹参多酚酸是恢复中药注射剂审批的第一个产品，类似的产品只有绿谷的丹参多酚酸盐。作为单组分丹参类注射液，未来取代多组分丹参注射液的空间很大。重组人尿激酶原是生物I类新药，属于第三代溶栓产品，优于尿激酶和链激酶，与tPA效果接近，未来有望替代tPA产品。
- **流感亚单位疫苗市场空间大：**亚单位疫苗是利用病毒表面抗原制成的不含病毒核酸的疫苗产品，抗原性较好，且安全性较高。是未来疫苗的趋势。相对裂解疫苗来说，流感亚单位疫苗国内生产厂家较少，竞争格局有利，市场空间巨大。2011年，国内仅有诺华疫苗与天士力金纳获得批签发。
- **风险提示：**1. 新产品丹参多酚酸和重组人尿激酶原推广不顺利，进入医保时间低于预期；2. 中药注射剂安全性的风险；3. 丹滴FDA临床III期进展低于预期。
- **盈利预测及估值分析：**预计未来三年的营业收入分别为88.54，112.94和135.53亿元；归属于母公司净利润分别为7.23，9.28和11.56亿元；每股收益分别为1.40，1.80和2.24元。给予2012年30倍PE，目标价为42元，增持评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4651.59	6569.66	8853.94	11294.08	13552.90
收入增幅 (%)	16.50%	41.23%	34.77%	27.56%	20.00%
净利润	450.30	610.81	723.20	928.02	1156.17
净利增幅 (%)	42.18%	35.64%	18.40%	28.32%	24.58%
毛利率 (%)	33.69%	29.96%	28.92%	29.04%	29.37%
ROE (%)	13.62%	16.95%	18.30%	21.10%	23.34%
摊薄 EPS (元)	0.872	1.183	1.400	1.797	2.239

1. 一季度工商业齐头并进，债券发行降低财务费用率

2011年，公司实现销售收入65.70亿元，同比增长41.23%，归属于母公司的净利润6.11亿元，同比增长35.64%。业绩略低于市场预期，主要受四季度折旧、现金激励和产品试生产等因素影响。第一，上海生物药厂四季度开始投入生产，固定资产开始计提折旧，用于检测和试生产的产品不能用于销售，必须报废，这两部分合计影响业绩2000万左右；第二，金纳生物的流感亚单位疫苗，去年11月份才获得批签发，销售低于预期，由于流感疫苗销售具有明显的季节性，一般9-11月份是销售高峰期，公司的产品批签发晚于预期，产品没及时销售出去，剩下的存货计提跌价准备，影响2000万左右；第三，每年四季度计提现金激励，2011年，现金激励计提2753万元，直接影响公司业绩表现。

2012年一季度，实现销售收入21.29亿元，同比增长55.03%，归属于母公司的净利润1.48亿元，同比下降7.79%，扣除非经常性损益的净利润同比增长47.16%。去年一季度，有一笔出售天津商汇的股权收入，该次出售属于一次性收入，不具有可持续性。剔除该次收益，公司主业增长迅速，工商业齐头并进，预计工业增长达40%以上，商业增长60%以上。

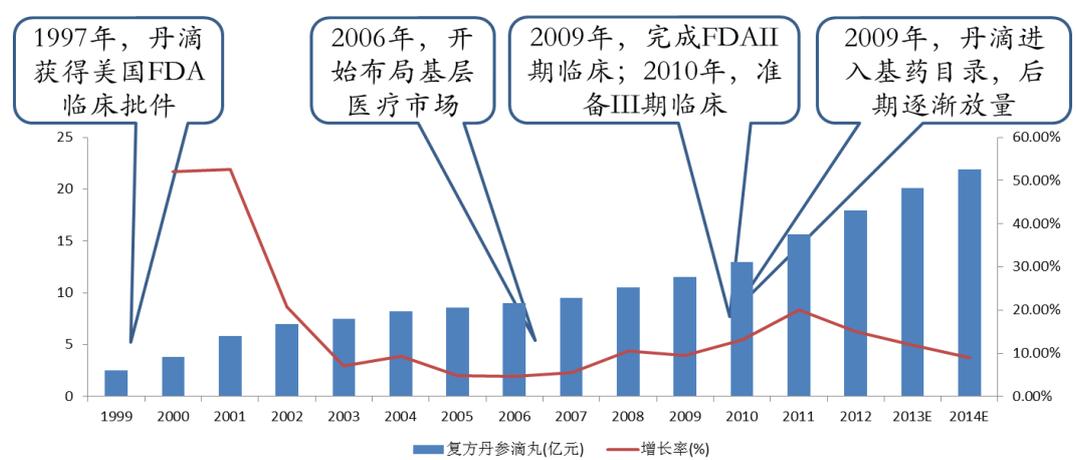
2012年4月，公司分别完成短期融资券和一期债券的发行，短期融资券共融资3亿元，期限为一年，利率为5.15%。公司于2011年11月9日，获批发行不超过8亿元的公司债。4月26日，公司公布第一期债券发行结果，第一期发行4亿元，发行利率为6%。短期融资券和债券的利率都低于银行贷款利率，我们利用2011年公司的利息支出和短长期贷款的金额进行了一个简单的测算，平均贷款利率也在7%以上，实际贷款利率比这个高。短期融资券和公司债券发行后，将降低公司财务费用，提升盈利能力。

2. 复方丹参滴丸增长稳定，二线品种增长提速：

公司一线品种复方丹参滴丸2011年增长迅速，自2002年开始，由于丹

滴的销售收入基数很大，增速开始下滑，维持在个位数左右，而 2009-2011 年迎来了丹滴收入的二次飞跃。主要受益于公司对基层市场的前瞻性布局和 FDA 临床 II 期通过的广告效应，2011 年丹滴的收入增长达 20% 以上，预计未来丹滴的增长保持稳定，增速为 15%。二线品种养血清脑、水林佳等产品预计复合增速维持在 30% 以上，养血清脑颗粒 2011 年，销售收入预计达 4.3 亿元，水林佳接近 2 亿元，益气复脉注射剂和芪参益气滴丸销售收入即将突破 1 亿元。芪参益气滴丸将是今年重点推广的品种，预计增速将达 100%。

图表 1: 复方丹参滴丸收入情况预测



资料来源：德邦证券研究所

3. 丹参多酚酸注射液和重组人尿激酶原前景广阔

注射用丹参多酚酸是国家恢复中药注射剂审批后的第一个获批产品，产品质量和安全性都经得起考验。与之相类似的产品只有上海绿谷的丹参多酚酸盐，上海绿谷的丹参多酚酸盐注射液，2008 年销售收入 1.39 亿，2009 年销售收入突破 2 亿，我们预计 2011 年，销售收入达 5 亿元左右。作为单组分丹参类注射液，未来取代多组分丹参注射液的空间很大。丹参多酚酸盐属于国家医保乙类品种，公司的产品正在进行医保的工作，如果能够顺利，作为丹参多酚酸盐的同类产品，直接进入国家医保，则放量会很快。如果不顺利，则需要每个省市重新做医保的工作，那样的话，销售会比较慢。公司的中药注射剂销售队伍经历了多次的尝试和调整，最终选择了与经销商合作共

赢的方式，与长期合作的 10 个经销商厂家合资成立一个销售子公司，公司占控股地位，这种共赢的方式能够加强与经销商之间的紧密联系，促进产品的推广销售。

重组人尿激酶原是生物 I 类新药，属于第三代溶血栓产品，优于尿激酶和链激酶，与 tPA 效果接近，未来有望替代 tPA 产品。尿激酶原对血栓的纤维溶解酶有特异性的激活作用，因此副作用较小。而且公司的重组人尿激酶原对血栓的开通率已接近于目前最好的药品，主要用于急性心肌梗塞的治疗。据了解，该产品的主要竞争其实来自于心脏支架的使用，在国家对药品价格和使用的限制趋严的背景下，心脏搭桥的手术和支架等器械对医生的吸引远大于药品。这将在一定程度上限制产品的大范围推广。但是，尿激酶原毕竟属于第三代溶栓的产品，未来取代尿激酶和链激酶，甚至是 tPA 的可能性仍然很大。

4. 流感亚单位疫苗市场空间大

亚单位疫苗是利用病毒表面抗原制成的不含病毒核酸的疫苗产品，抗原性较好，且安全性较高，是未来疫苗的趋势。相对裂解疫苗来说，流感亚单位疫苗国内生产厂家较少，竞争格局有利，市场空间巨大。目前，国内仅有深圳海王英特龙和天士力金纳获得生产批文。国内获准销售的企业有 Bernal Biotech、诺华疫苗、深圳海王英特龙生物、苏威制药和天士力金纳。2011 年，仅有诺华疫苗和天士力金纳获得批签发数量。公司获批的产能为，每瓶 0.5mL 亚单位流感疫苗(西林瓶包装)年产 120 万瓶和每支 0.5mL 亚单位流感疫苗(预充式注射器包装)年产 280 万支。据统计，2011 年，流感裂解疫苗批签发数量为 5192 万份(包括成人和儿童)，流感亚单位疫苗的批签发数量仅为 58 万份，成长空间很大。

图表 2: 2011 年流感疫苗批签发数量及厂家

	批签发数量 (万份)	生产厂家
流感裂解疫苗（小儿剂量）	2133	GSK, 北京科兴生物, 长春长生, 长春所, 大连雅立峰, 赛诺菲-巴斯德, 上海所, 浙江天元, 华兰生物
流感裂解疫苗（成人剂量）	3059	GSK, 北京科兴生物, 长春长生, 长春所, 大连雅立峰, 兰州所, 赛诺菲-巴斯德, 上海所, 浙江天元, 华兰生物, Abbott, 天坛生物
流感亚单位疫苗	58	Berna Biotech, 诺华疫苗, 天士力金纳, 深圳海王英特龙生物, 苏威制药

资料来源: 德邦证券研究所

5. 风险提示和盈利预测

风险提示

- 1、新产品丹参多酚酸和重组人尿激酶原推广不顺利, 进入医保时间低于预期;
- 2、中药注射剂安全性的风险;
- 3、丹滴 FDA 临床 III 期进展低于预期。

关键假设

- 4、公司营业收入未来三年的增长率分别为 34.77%、27.56%和 20.00%;
- 5、公司毛利率未来三年分别为 28.92%、29.04%、29.37%;
- 6、公司销售费用比例未来三年分别为 12.60%、12.80%、13.00%;
- 7、公司管理费用比例未来三年分别为 5.60%、5.30%、5.00%;
- 8、分产品收入增长预测如下表:

图表 3: 公司分产品收入预测

未来三年增速	2012E	2013E	2014E
复方丹参滴丸	15.00%	12.00%	9.00%
养血清脑颗粒	35.00%	30.00%	25.00%
水林佳	40.00%	30.00%	20.00%
芪参益气滴丸	100.00%	56.25%	28.00%
益气复脉粉针	50.00%	40.00%	30.00%
丹参多酚酸		166.67%	87.50%
重组人尿激酶原		275.00%	166.67%
亚单位流感疫苗	350.00%	55.56%	25.00%

资料来源: 德邦证券研究所

估值和投资建议

按照上述假设, 预计未来三年的营业收入分别为 88.54, 112.94 和 135.53 亿元; 归属于母公司净利润分别为 7.23, 9.28 和 11.56 亿元; 每股收益分别为 1.40, 1.80 和 2.24 元。给予 2012 年 30 倍 PE, 目标价为 42 元, 增持评级。

图表 4: 公司未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3992.65	4651.59	6569.66	8853.94	11294.08	13552.90
增长率 (%)	16.26%	16.50%	41.23%	34.77%	27.56%	20.00%
归属母公司股东净利润	316.71	450.30	610.81	723.20	928.02	1156.17
增长率 (%)	23.77%	42.18%	35.64%	18.40%	28.32%	24.58%
每股收益 (EPS)	0.613	0.872	1.183	1.400	1.797	2.239
每股股利 (DPS)	0.378	0.378	0.600	0.727	0.933	1.162
每股经营现金流	0.857	0.769	0.269	2.415	0.608	3.307
销售毛利率	32.69%	33.69%	29.96%	28.92%	29.04%	29.37%
销售净利率	8.11%	9.88%	9.74%	8.56%	8.61%	8.94%
净资产收益率 (ROE)	15.58%	13.62%	16.95%	18.30%	21.10%	23.34%
投入资本回报率 (ROIC)	12.86%	17.97%	22.02%	22.16%	32.35%	32.82%

图表 5: 公司未来三年财务报表预测

报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3992.65	4651.59	6569.66	8853.94	11294.08	13552.90
减: 营业成本	2687.39	3084.27	4601.33	6293.38	8014.28	9572.41
营业税金及附加	25.79	31.15	44.97	60.60	77.30	92.76
营业费用	565.83	631.62	786.39	1115.60	1445.64	1761.88
管理费用	281.28	305.51	389.55	495.82	598.59	677.64
财务费用	42.07	61.57	65.04	-2.89	14.37	23.09
资产减值损失	5.76	7.51	23.43	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	6.60	5.65	82.92	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	391.14	535.61	741.87	891.43	1143.90	1425.12
加: 其他非经营损益	7.96	20.02	43.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	399.10	555.63	785.80	891.43	1143.90	1425.12
减: 所得税	75.46	96.20	145.83	133.71	171.59	213.77
净利润	323.63	459.43	639.96	757.71	972.32	1211.35
减: 少数股东损益	6.93	9.13	29.15	34.52	44.29	55.18
归属母公司股东净利润	316.71	450.30	610.81	723.20	928.02	1156.17
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	496.03	1524.89	1444.51	1371.33	1229.52	2374.32
应收和预付款项	897.34	1007.02	1712.65	1907.25	2709.51	2828.00
存货	387.76	561.31	744.73	1035.41	1231.50	1476.14
其他流动资产	0.00	0.00	0.19	0.19	0.19	0.19
长期股权投资	448.40	469.48	392.69	392.69	392.69	392.69
投资性房地产	27.43	26.58	25.75	22.68	19.61	16.55
固定资产和在建工程	1367.26	1414.51	1764.53	1521.39	1278.26	1035.13
无形资产和开发支出	312.50	319.99	414.07	365.57	317.08	268.58
其他非流动资产	15.29	28.01	24.91	12.45	0.00	0.00
资产总计	3952.00	5351.79	6524.03	6628.97	7178.36	8391.59
短期借款	801.95	802.26	947.73	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	733.94	874.99	1057.09	1727.41	1786.16	2388.14
长期借款	225.00	225.00	63.01	63.01	63.01	63.01
其他负债	20.02	24.61	680.18	680.18	680.18	680.18
负债合计	1780.90	1926.85	2748.01	2470.61	2529.36	3131.33
股本	488.00	516.42	516.42	516.42	516.42	516.42
资本公积	564.43	1554.41	1551.20	1551.20	1551.20	1551.20
留存收益	980.94	1235.76	1536.33	1884.16	2330.51	2886.58
归属母公司股东权益	2033.37	3306.59	3603.95	3951.78	4398.13	4954.20
少数股东权益	137.73	118.35	172.07	206.59	250.88	306.06
股东权益合计	2171.10	3424.94	3776.02	4158.37	4649.00	5260.26

负债和股东权益合计	3952.00	5351.79	6524.03	6628.97	7178.36	8391.59
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	442.45	397.28	138.91	1247.03	314.24	1707.98
投资性现金净流量	-378.04	-163.83	-319.20	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	107.87	780.59	-29.93	-1320.21	-456.05	-563.18
现金流量净额	172.25	1013.77	-210.64	-73.18	-141.81	1144.80

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。