



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉焯为本报告重要贡献者

天士力调研纪要

近日我们调研了天士力(600535.CH/人民币 51.78, 未有评级), 与公司管理层就公司经营状况做以交流, 相关纪要如下:

1. 管理团队接替

为企业长远发展考虑, 公司管理团队逐步实行新老交替。在公司上市 20 周年之际形成 35 岁、45 岁、55 岁的 3 个年龄层次人才梯队, 未来也会在全面国际化进程中引入更多的国际化人才。公司将在人才(知识结构、语言、理念、精力)、信息、技术(科研国际标准, 可实施国际转移)三个方面加强储备。

新任总经理闫凯, 33 岁, 海外留学背景, 知识结构较好, 2006 年进入天士力集团历练, 曾任博科林董事长兼总经理; 新任管理团队中, 原天之骄董事长兼总经理叶正良提升至公司常务副总经理, 其生物药运作及国际化经验值得看好; 原技术部经理章顺楠提升至公司技术部总监, 其组分中药制剂领域研发优势值得看好。

2. 长期目标

至“十二五”末, 工业收入 100 亿, 商业收入 150 亿。下一个 10 年, 实现净利润 30 亿、市值 1,000 亿的目标。

3. 2013 年工业增速目标

目标在 30% 以上。

公司产品结构整体在持续优化: 复方丹参滴丸 2012 年增速有望超 20%, FDA 国际多中心 III 期临床试验有序推进。养血清脑颗粒已在 14 个省区进入地方增补基药目录, 很有希望进入国家新版基药目录; 丰富剂型(养血清脑丸)进展顺利, 预期未来将有更大空间。益气复脉粉针、芪参益气滴丸、水林佳等二、三线品种持续放量。注射用丹参多酚酸已开始招投标, 四期临床进展顺利。此外, OTC 业务板块推进专业化营销, 2012 年增速良好, 预计 2013 年销售队伍将有扩充; 社区销售业务板块兼顾社区医院与社区药店, 明年也将向更加专业化方向发展。公司引入 DRM 系统, 至 2013 年将建成 10 万个可视化终端以掌控营销体系, 预计的多组织多架构经销模式将逐步完善, 尤其是以客户为中心的数字化服务系统的建立, 将大幅度优化运作效率。公司商业分公司 300 家连锁店, 直营店已达 232 家, 未来可能进一步增加, 这将利好公司品牌品种的区域落地。

4. 未来产品线延伸与领域拓展

对中药、化学药、生物药三大药物品种公司有不同计划。

在公司具有优势的中药, 尤其是现代中药领域, 公司坚持以自主研发为主, 收购为辅。公司发现在 FDA 申报的单体植物药品种中, 存在质量很好但缺乏资金及产业平台的品种, 因此存在产业并购的契机, 公司也在积极洽谈具有潜力的可收购标的。

对于化学药领域, 公司也在尽力寻找具有市场潜力的化合物收购标的, 但目前来看, 新的有效化合物很难找到。

生物药在公司处于第二级定位，优先于化学药。上海天士力与天津金纳生物近年来在扩大产能，并在积极进行相关生物药产品的 IV 期临床与新适应症申报工作，未来将持续进行工艺优化。公司在生物药领域也在计划引入国外品种，包括与法国 Transgene 公司合作，也有一些二代单抗品种及生产平台的项目在谈。未来在生物药领域，公司计划是打造机场式产业服务平台，以孵化培育为主，逐步建立产品梯队。

5. 江苏帝益情况

帝益资产尚处于整体搬迁阶段，预计年底前有望完成。

2012 年销售收入约 6-7 亿元，净利润约 6,000 余万元；2013 年销售收入有望达近 10 亿元，净利润有望过亿，增速较为确定。

2012 年江苏帝益 4 个原料药批文，实现当年投产当年报批当年获批，进展良好。

6. 产能情况

注射剂方面产能至 2013 年有望由目前的 1,800 万支扩产提升至 3,000 万支；益气复脉粉针与注射用丹参多酚酸市场供给将能够得到保证。

固体制剂方面，水林佳 2012 年销售额预计约 3 个亿，2013 年转移至新固体制剂车间后将放量；养血清脑颗粒 2013 年新产能投产后也将进一步放量；复方丹参滴丸新产能引入高速滴丸生产设备，可支撑未来数年市场需求。

重组尿激酶原 2012 年生产 1.2 万人份，正在做工艺优化，第三次技术验证拟于 2013 年上半年完成，届时产能将提升 3.6 倍。2013 年设计产能也将扩大 2 倍，至 2014 年整体产能将实现 10 万人份。

疫苗业务将剥离。

7. 复方丹参滴丸后续筹划

积极推进 FDA 国际多中心 III 期临床试验，现在是中国的药，未来要做成世界的药。

临床试验相继取得进展的同时做好面向海外市场的宣传工作，寻找商务方面握手的对象。

做卫生经济学的相关研究，以证明复方丹参滴丸对于标的市场所在国家及地区在医保支付方面的优越性，积极吸引保险公司关注。

8. 药企国际化趋势

中国药企迟早要与国际化对接。过去是国外药企进入中国市场：70-80 年代，在国有控股的背景下，外资药企巨头以投资占股方式进入中国市场；后来在政策开放的背景下，逐步依靠增资实现控股，并向中国市场大规模引入快到专利保护期的药品；近些年外资药企科研方面开始逐渐向中国倾斜；预计未来还将拓展至整体业务介入。中国医药制造业 CAGR 约 20%，美国只有 2-2.5%。国内的药企要看清形势，抢占机遇；国际化给中国药企带来压力，但也将带来企业全方位提高的机遇。

9. 新任总经理对于 10 年后天士力前瞻

2020 年，中国药品市场结构预计是中药、化药、生物药各占 1/3 市场份额；预计生物药会异军突起并挤压化学药市场，但不会挤压中药市场。天士力未来两个目标点，一个是中药，做品牌，做高端，做国际化；另一个是生物药。

未来几年，预计公司新品投放将会加速，每年将新投放 1-2 个品种。

新任总经理负责战略整合和集成，资源统筹，以获取产业链的最大价值。凭借系统化的整合收购，第一要持续补充潜在大品种，预计以每年 1-2 个品种收购的速度进行，今年底就有可能落定 1-2 家；第二不断加强市场投入。

中药长期发展来看有两个趋势，一个是“大鱼吃小鱼”，规模大、体系完整、网络全面的“大鱼”会吃掉相反情况的“小鱼”；另一个是“快鱼吃慢鱼”，“快”指的是技术优势，比如中药注射剂标准高，就是“快鱼”。

国外研究天然药物的人很多都没有相匹配的产业化平台，天士力在这方面看到了明确的国际化机会；国内至目前大概 10 家左右的企业在做 FDA 申报及临床工作，但有能力承担风险且背后有持续资本支撑的并不很多，这方面也为天士力带来合作机会。

在生物药方面，依靠“合作+转化”的路径。天士力不可能做太前端的开发，而更注重将临床前毒理、药效试验相对成熟的品种拿过来做转化，做临床前的技术转化和基于临床平台的价值转化。

中国市场太大，资源联动，区域增长不同。未来天士力营销将适应深度城市化趋势，获取区域性的增长。

10. 未来天士力发展的风险与调整

- 1) 产品结构风险依然存在。公司将加快针对系列品种、梯次品种的布局，推动二线品种加速成长。
- 2) 组织结构调整。原组织体系以技术发展为平台，目前在产业链布局调整的基础上，调整组织结构以适应和驱动产业战略集成，并向获取企业外增量资源方面适度倾斜。
- 3) 加强经营管理，降本增效。

公司持续加强在中药现代化等研发领域的投入，在技术、标准、品牌、市场、机制、战略等六大领域实现创新，并形成现代中药口服制剂、中药注射液、生物药等三大平台，我们预计公司未来有望在中药国际化、组分中药等领域收获丰厚成果。公司复方丹参滴丸 FDA 三期临床工作已在全球多中心顺利启动，计划耗时约 18 个月，如顺利获批，将极大增强公司的国际影响力以及现代中药品牌在国内的学术推广能力。公司产品线在 A 股中药公司中独树一帜，且未来随着并购及孵化等业务合作的顺利紧张，产品线将继续丰富，产品线结构将持续优化。二线品种持续放量，养血清脑颗粒、水林佳、芪参益气滴丸、益气复脉粉针、丹参多酚酸等几乎全部二、三线品种在销售资源匹配的情况下均有望在未来实现年销售额突破十亿。公司未来在并购及资产整合方面存在超预期可能。目前公司股价约相当于 2012 年业绩的 35 倍市盈率，2013 年业绩约 25-26 倍市盈率，我们看好公司业绩的持续成长能力与业绩弹性，认可公司享受一定的估值溢价，建议投资者积极关注。

图表 1. 公司主要产品情况

主要产品	适用症	2011 年 销售额(元)	2012 年预期 销售额(元)	产品动态
复方丹参滴丸	冠心病、心绞痛	约 16.1 亿	约 20 亿	FDA 三期临床试验与国内扩大适用症四期临床试验顺利进行
养血清脑颗粒	慢性脑供血不足	约 3.8 亿	约 5.3 亿	有望进入国家新版基药目录; 后续剂型拓展进展顺利; 12 年产能受限, 13 年新产能投产后有望放量
水林佳	脂肪肝	约 1.5 亿	约 2.3 亿	FDA 申请排队, 13 年新产能投产后有望放量
荆花胃康胶囊	胃炎、消化道溃疡	约 0.6 万	约 0.8 亿	解决原料问题, 医院终端销售增长良好
芪参益气滴丸	心肌损伤, 心功能减退	约 0.7 亿	约 1.5-2 亿	进入 8 个省地方基药增补目录, 大量的循证医学研究并完成心梗治疗 II 期临床, FDA 申请排队
益气复脉粉针	冠心病、心绞痛	约 0.7 亿	约 1.5 亿	四期临床推动学术营销顺利; 明年产能放量预计销售提速
藿香/柴胡/穿心莲内酯滴丸	呼吸道感染	约 0.7 亿	约 0.9 亿	部分品种可替代抗生素; 类似植物类试剂品种在申报
丹参多酚酸注射剂	脑梗	--	不详	积极进行招投标; IV 期临床进展顺利
重组人尿激酶原	心梗	--	数百万	脑梗治疗临床试验启动
亚单位流感疫苗	流感	--	--	考虑合作形式转移的可行性

资料来源: 公司公告与中银国际研究

图表 2. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	4,651.59	6,569.66	8,386.51	10,324.13	12,483.71
变动(%)	16.50	41.23	27.66	23.10	20.92
归属母公司的股东净利润(百万元)	450.3	610.81	753.02	967.26	1,217.34
变动(%)	42.18	35.64	23.28	28.45	25.85
每股收益(元)	0.872	1.183	1.458	1.873	2.357
市盈率(倍)	46.74	35.46	35.51	27.65	21.97
每股经营现金流(元)	0.760	0.260	0.943	1.592	2.163

资料来源: 公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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