

复方丹参滴丸 FDA II 期临床试验取得进展

谨慎推荐 维持评级

分析师: 李鹰鹏 邮箱: liyongpeng@chinastock.com.cn 电话: 010-66568483

一. 事件

公司发布公告: 主打产品复方丹参滴丸FDA (美国食品药品监督管理局) II 期临床试验已经完成。该 II 期临床试验研究目的为确定复方丹参滴丸对美国慢性稳定性心绞痛患者的疗效与剂量反应。

复方丹参滴丸FDA II 期临床试验结果尚需等待具体数据解盲与分析工作完成后形成的临床研究报告。公司将根据临床研究报告的结果进一步做好有关信息披露的工作。

二. 我们的分析与判断

(一) 美国 FDA II 期临床试验如果最终通过, 将是中药现代化的一次重大突破

中药虽然历经数千年发展, 但在现代医学体系占据主流的背景下, 却面临机理不明、安全性难以确定等难题, 因此对中药进行现代化研发刻不容缓, 而通过FDA认可, 获得其颁发的新药证书无疑是其中最有说服力的一种方式。但国内企业曾经进行的多次尝试都无功而返, 此次天士力产品的最终结果虽然没有确定, 但是能在美国完成 II 期临床试验本身已经是一个巨大进步, 如果最终能获得通过, 对国内中药现代化行业而言是一次巨大突破。

我们判断:

- 1、最终是否通过 II 期临床试验仍存在一定不确定性, 需要具体数据解盲和分析工作完成后才能确定, 但是, 由于国内临床显示, 对于有合适适应症的人群, 该药确实有效, 所以我们认为通过概率偏大, 但可能需1-2个月时间;
- 2、即使复方丹参滴丸能通过 II 期临床试验, 并进一步通过 III 期临床, 在短期内也难以在美国等发达国家市场大量销售, 因为获得普遍认可、建立营销团队等都需要大量时间和精力;
- 3、如果 II 期临床试验获得通过, 将有利于公司产品在国内的销售, 对拓展对大型综合性医院市场较为有利, 并提升品牌形象, 促进产品在各类市场的销售。如果最终获得FDA批文, 促进作用将更为明显。

(二) 公司基本面进一步改善, 业绩和估值水平将有所提升

我们认为以下因素表明公司基本面在改善, 业绩和估值水平将有所提升。

- 1、主导产品复方丹参滴丸进入基本药物目录, 且定价较高, 在基层医疗机构市场获得更多的增长机会; 该产品如果通过 FDA II 期乃至 III 期临床临床试验, 将提升品牌形象, 促进国内市场销售, 并可能获得进军海外市场的机会;
- 2、二线产品养血清脑颗粒、水林佳、复方益脉粉针剂等快速增长, 二线产品占比逐步增加;
- 3、由于药监局对中药注射剂审批加快, 公司的丹酚酸 B、银杏内酯等品种有望获批, 进一步丰富产品组合。

三. 投资建议

基于近期发生的一系列事件, 我们小幅提升公司的盈利预测, 预计公司 2009、2010、2011 年的收入分别为 40.63、46.81、53.68 亿元, 净利润分别为 3.34、4.15、5.16 亿元, 2009-2011 年收入和利润的复合增速分别为 16.05%、26.31%, EPS 分别为 0.68、0.85、1.06 元。

由于主导品种获得更好增长机会, 二线品种占比增加且增速较快, 天士力的业绩增速有望加快, 而业绩快速增长及复方丹参滴丸通过 FDA II 期临床试验乃至最终获得 FDA 批文的良好预期将共同推动公司估值水平上升。

12 个月内, 我们给予 2010 年 35 倍 PE, 合理估值为 29.75 元; 若采用 DCF (WACC=7.90%, g=2%) 法进行估值, 合理估值为 29.60 元。综合绝对和相对估值方法, 我们认为公司 12 个月内合理估值将达到 29.75 元, 当前股价仍然低估, 由于最终是否通过 FDA II 期临床试验仍存在一定不确定性, 暂时维持“谨慎推荐”评级。

我们将继续关注后续进展情况, 如果 FDA II 期临床试验最终获得通过, 公司估值水平有望进一步提升。

财务预测
表 1: 天士力财务预测表

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	255.0	403.6	609.5	702.1	805.2	营业收入	2794.9	3434.2	4063.3	4680.5	5368.1
应收票据	247.7	144.5	170.9	196.9	225.8	营业成本	1875.3	2295.7	2693.8	3105.7	3574.3
应收账款	383.6	519.1	614.2	707.5	811.5	营业税金及附加	20.9	23.2	27.5	31.6	36.3
预付款项	79.8	88.9	88.9	88.9	88.9	销售费用	408.3	496.0	650.1	730.2	810.6
其他应收款	48.1	41.7	49.3	56.8	65.2	管理费用	224.7	229.9	272.2	290.2	316.7
存货	241.5	313.3	367.7	423.9	487.8	财务费用	41.4	70.8	37.3	32.3	20.6
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	12.6	1.7	-2.0	0.0	0.0
长期股权投资	172.4	172.5	172.5	172.5	172.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	935.7	1121.4	1326.9	1316.4	1283.5	投资收益	1.9	0.2	10.0	0.5	0.5
在建工程	326.2	223.3	161.7	130.8	115.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润	213.6	317.0	394.4	491.1	610.1
无形资产	197.9	195.3	175.8	156.3	136.7	营业外收支净额	11.6	-2.5	1.0	1.0	1.0
长期待摊费用	2.4	8.7	7.8	6.9	6.1	税前利润	225.2	314.6	395.4	492.1	611.1
资产总计	3094.3	3448.1	3773.5	3987.3	4226.9	减: 所得税	62.2	64.2	59.3	73.8	91.7
短期借款	284.8	620.6	617.8	419.3	157.0	净利润	163.0	250.4	336.1	418.3	519.5
应付票据	171.7	317.0	371.9	428.8	493.5	母公司净利润	177.7	255.9	333.6	415.2	515.6
应付账款	178.5	178.2	206.2	237.7	273.6	少数股东损益	-14.8	-5.5	2.5	3.1	3.9
预收款项	21.8	17.4	17.4	17.4	17.4	基本每股收益	0.36	0.52	0.68	0.85	1.06
应付职工薪酬	22.1	27.6	27.6	27.6	27.6	稀释每股收益	0.36	0.52	0.68	0.85	1.06
应交税费	47.0	1.8	1.8	1.8	1.8						
其他应付款	74.5	72.9	72.9	72.9	72.9	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	195.0	100.0	100.0	100.0	100.0	营收增长率	15.3%	22.9%	18.3%	15.2%	14.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-15.5%	46.5%	7.8%	24.6%	20.6%
负债合计	1119.6	1355.2	1441.3	1336.9	1181.6	净利润增长率	-14.9%	44.0%	30.4%	24.5%	24.2%
股东权益合计	1974.7	2092.9	2332.2	2650.4	3045.3	盈利性					
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售毛利率	32.9%	33.2%	33.7%	33.6%	33.4%
净利润	163.0	250.4	336.1	418.3	519.5	销售净利率	6.4%	7.5%	8.2%	8.9%	9.6%
折旧与摊销	138.6	115.2	153.9	161.8	168.7	ROE	9.0%	12.2%	14.3%	15.7%	16.9%
经营现金流	221.6	260.2	433.6	522.9	610.1	ROIC	7.49%	11.00%	11.68%	14.00%	16.20%
投资现金流	-255.4	-179.5	-90.0	-99.5	-99.5	估值倍数					
融资现金流	-240.8	5.3	-137.7	-330.8	-407.5	PE	49.7	34.5	26.5	21.3	17.1
现金净变动	-274.7	86.0	205.9	92.6	103.1	P/S	3.2	2.6	2.2	1.9	1.6
期初现金余额	619.2	255.0	403.6	609.5	702.1	P/B	4.5	4.2	3.8	3.3	2.9
期末现金余额	344.5	341.1	609.5	702.1	805.2	股息收益率	0.3%	0.6%	1.1%	1.1%	1.4%
						EV/EBITDA	23.0	18.5	15.9	12.9	10.6

资料来源: 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理价格

表 2: 天士力 DCF 折现模型

单位 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	38935.7	41968.6	52282.4	63029.0	75592.2	83179.6	88580.2	97916.7	107465.2	117882.9	129166.4
所得税	7947.6	6295.3	7842.4	9454.3	11338.8	12476.9	13287.0	14687.5	16119.8	17682.4	19375.0
NOPLAT	19231.1	30988.1	35673.3	44440.1	53574.6	64253.4	70702.7	75293.2	83229.2	91345.4	100200.4
营运资金净变动	-55355.6	-1009.0	-10053.9	-9458.7	-10461.4	-9488.8	-9094.7	-9026.5	-7199.6	-7486.7	-8004.9
资本支出	-8171.2	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0
自由现金流	33324.8	31011.8	41158.8	49983.1	62280.7	69747.2	75017.5	85386.2	93818.3	102756.4	112415.3

WACC	7.90%	Ke	13.2%	29.60		永续增长率 g				
						1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	2.50%
永续增长率	2%	Kd	0.0%	加 权 资 本 成 本 W A C C	6.40%	34.87	37.37	40.43	44.29	49.27
终值	56919.5	t	15.0%		6.90%	31.68	33.67	36.07	39.01	42.70
企业价值	1518709.5	Rf	4.5%		7.40%	29.01	30.62	32.53	34.82	37.64
非核心资产价值	118550.5	E(Rm)	14.5%		7.90%	26.74	28.06	29.60	31.43	33.63
债务价值	74216.78	Rm - Rf	10.0%		8.40%	24.78	25.88	27.14	28.62	30.38
股权价值	1444492.7	D/A	7.8%		8.90%	23.08	24.00	25.05	26.27	27.69
股本 (万股)	48800.0	E/A	92.2%		9.40%	21.59	22.37	23.25	24.26	25.43
每股价值 (元)	29.60	Beta	0.87							

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

李鹰鹏

银河证券医药行业分析师。北京大学光华管理学院 MBA，拥有 9 年证券投资经验，2007 年加入银河证券研究所，负责医药行业，本科毕业于中国医科大学，曾就职于中国医学科学院阜外心血管病医院等医疗机构，有 7 年临床工作经验和 3 年医院管理经验。

在上海证券报、朝阳永续等联合举办的 2008 年度中国证券行业“最佳伯乐奖”评选活动获得“优秀组合个人奖”；在由今日投资主办的“2009 年（暨 2008 年度）中国最佳证券分析师”评选中获得“明星分析师入围奖”。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

医药行业分析师覆盖股票范围：

恒瑞医药（600196.SH）、国药股份（600511.SH）、三九医药（000999.SZ）、信立泰（002294.SZ）、哈药股份（600664.SH）、双鹤药业（600062.SH）、一致药业（000028.SZ）、复星医药（600196.SH）、康缘药业（600557.SH）、上海莱士（002252.SZ）、上海医药（600849.SH）、天坛生物（600161.SH）、天士力（600535.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908