

未来 2 年看点颇多，关注 FDA 临床进展

——天士力调研简报

最新评级：强烈推荐（首次）

市场数据： 2010 年 4 月 12 日

上证综合指数 3129.26

深圳成分指数 12399.20

沪深 300 指数 3351.48

沪深成交金额 3149.45 亿

报告时间： 2010年4月12日

报告类型： 调研报告

研究员： 张宏斌、于宏

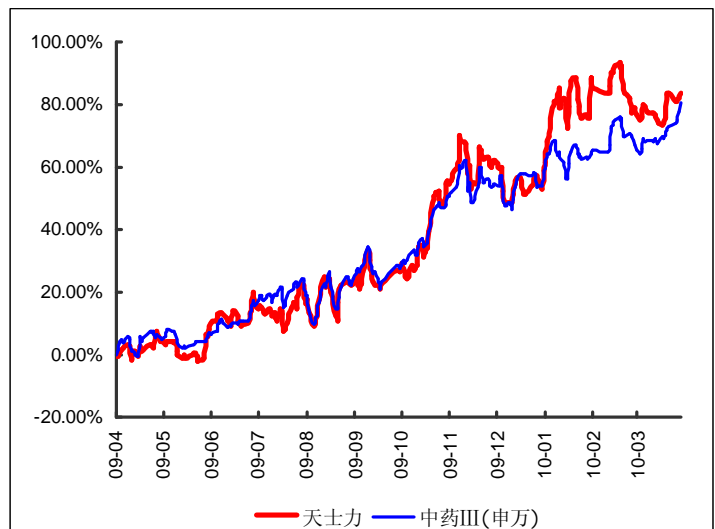
电 话： (0351)4131415

E mail: zhanghb@dtsbc.com.cn

地 址： 山西·太原·青年路8号

邮 编： 030001

网 址： <http://www.dtsbc.com.cn>



■ 事件

近日，我们前往天士力调研，通过与天士力证券部巫弘置先生的交流，我们对公司主要生产的生产经营情况、复方丹参滴丸 FDA 临床的进展情况以及新产品的进展情况有了进一步的了解。

■ 点评

FDA II 期研究报告仍未公布，但我们对其结果持乐观态度

复方丹参滴丸 FDA II 期临床试验工作已于今年 1 月份完成，而最终的研究报告仍未公布，预计上半年内能够出来，随后公司将开展以 FDA III 期临床研究准备为核心的复方丹参滴丸试验用药品制备、研究中心筛选以及设计临床试验方案等工作。III 期临床大约需要 2000 个病例，每个病例费用在 1 万美元左右，再加上一些配套的费用，整个 III 期的总投入应该在 2.5 亿人民币左右。公司将会适时的引入一些国际医药巨头作为战略投资者，共同承担 FDA III 期的费用，这些战略投资者的引入将有利于海外市场尤其是北美市场渠道的打开。我们对公司复方丹参滴丸

FDA 认证持非常乐观的态度。我们认为，尽管目前复方丹参滴丸 FDA 认证对公司业绩暂时没有太大的影响，但这无疑是具有划时代意义的一件事情，如果最终能获得通过，这对国内中药现代化行业而言将是一次巨大的突破，也是对历经几千年的中药文化最大的肯定，也有利于公司其它品种通过 FDA 认证从而打开海外市场。因此，我们认为，复方丹参滴丸 FDA 认证应将进一步提升天士力的估值中枢。

复方丹参滴丸各省招标工作进展顺利，成本上涨压力不大

09 年复方丹参滴丸的销售收入约为 11 亿，增速不到 10%。目前已经有约三分之二的省份完成了招标工作，公司对复方丹参滴丸各省的招标价格比较满意。随着基本医药目录的逐步推行，我们认为，复方丹参滴丸作为独家产品入选基本医疗目录的效应将在下半年逐步得以体现，其销量有望达到 20% 以上的爆发式增长。

此番三七等中药材的飙涨对公司成本的压力并不大。复方丹参滴丸的主要成分为丹参、三七以及冰片，其中丹参占 90%，三七和冰片占 10%，目前公司库存的三七大概可供使用三年，而公司陕西商洛 GAP 药源基地的以公司 + 科研 + 农户的经营模式，也从很大程度上规避了丹参市场价格上涨的风险，公司具有较强的成本控制力。

二线品种快速增长，养血清脑系列有望成为“复方丹参滴丸”第二

养血清脑丸/颗粒均被收录至《09 版国家医保目录》，其 09 年收入约为 2.4 亿元，增速达到 40%。养血清脑系列将成为下一步公司大力推广的品种，凭借天士力先进的营销理念、强大的营销体系以及复方丹参滴丸的成功经验，该产品有望成为公司第二个“复方丹参滴丸”。我们认为，养血清脑系列未来三年的增速将达到 40% 以上的水平。在产能方面，明年下半年公司将对该产品进行扩产，以突破目前的产能瓶颈。

公司另一个主要品种水林佳 09 收入接近 1 亿元，增速约为 50%。我们预计，水林佳未来三年内可以突破 2 亿元大关，从而进一步扩大其市场份额。

天士力之骄股权诉讼逐步进行，11 年看点在于两个新产品

公司及子公司天士力之骄与自然人张平及其关联企业广东天之骄、广东生命科技以及广州金谷园通过技术转让或合资等形式开展了一系列中药冻干粉针剂的合作。其后，受国家对中药注射剂的审批渐趋严格、张平及其关联企业自身资金及技术保障力度下降等多重因素的影响，公司与张平及其关联企业所合作的新药技术审批进展未能达到原有预期。公司在与其积极沟通、磋商未果的情况下，运用法律手段以保护公司财产。

随着诉讼的逐步执行，公司力争取得天士力之骄的全部股权。随着股权关系的理顺，天士力之骄将成为公司中药粉针剂发展平台。天士力之骄产品益气复脉粉针 09 年收入约为 3000 万元，

我们预计其未来仍能保持 40% 以上的增长。此外，丹酚酸 B 粉针以及银杏内酯粉针最迟 2011 年能够拿到批文，中药粉针剂有望成为公司利润新的增长点。

亚单位流感疫苗以及重组人尿激酶原也是看点之一

天士力金纳生物技术有限公司“亚单位流感疫苗”项目产业化进程加快，开始申请药品批准文号注册的现场检查生产工作，这标志着公司将迈入流感疫苗领域。

此外，上海天士力的重组人尿激酶原项目进展顺利，明年有望投产。我们认为，这意味着公司在生物制药领域跨上一个新的台阶。

投资建议

考虑到复方丹参滴丸 2010 年有望出现放量，二线产品实现持续快速的上涨，再加上新产品上市的因素，我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.86 元、1.11 元和 1.43 元。公司作为现代中药的龙头企业，应享受较高的估值，再加上 FDA 认证的预期，我们认为其 10 年合理的估值水平应在 40 倍，目标价为 34.44 元，首次给予天士力“强烈推荐”的投资评级。

风险提示

1、新产品开发的风险；2、FDA 认证失败的风险；3、天士力之骄股权诉讼败诉的风险；4、原材料价格持续上涨的风险；5、人才流失的风险。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准,“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。