

2010年5月25日

天士力

将成第一

A
买入

600535.SS - 人民币 29.28

目标价格: 人民币 44.13 (↑33.86)

贺长明

(8610) 6622 9080

changming.he@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208080281

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	31	(0)	4	97
相对新华富时A50指数(%)	53	8	16	96

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	488
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	7,141
3个月日均交易额(人民币 百万)	95
净负债比率(%) (2010E)	20
主要股东(%)	
天津天士力集团公司	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

公司公告, 计划非公开发行股票用于产能扩张以及完善产业链等项目。我们认为, 复方丹参滴丸 FDA 二期临床的内部揭盲工作已经结束, 临床效果可能非常理想, 有望成为第一个进入三期临床并通过 FDA 认证的复方中药。生物药尿酸酶原和中药粉针注射用丹参总酚酸今年获批的可能性越来越大。维持公司 2010-12 年盈利预测 0.847、1.103 和 1.415 元不变, 未来将视情况上调盈利预测。基于公司巨大的增长潜力, 基于 2011 年 40 倍市盈率, 我们将目标价从 33.86 元上调到 44.13 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 非公开增发扩大产能和完善产业链, 有利于长远发展。
- 我们认为, 复方丹参滴丸二期临床效果可能非常理想, 有望进入三期临床, 并在 2012 年左右通过 FDA 审批。
- 公司生物药和中药粉针未来增长潜力巨大。

影响评级的主要风险

- 公司产品销售受政策影响, 可能低于预期。

估值

- 由于复方丹参滴丸 FDA 认证和新药审批的前景已经逐渐明朗, 公司增长潜力巨大, 我们认为可以给予公司一定的估值溢价。我们将目标价格上调至 44.13 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,434	3,993	4,636	5,469	6,393
变动(%)	23	16	16	18	17
净利润(人民币 百万)	256	317	413	538	690
全面摊薄每股收益(人民币)	0.524	0.649	0.847	1.103	1.415
变动(%)	44.0	23.8	30.4	30.3	28.2
市场预期每股收益(人民币)		0.658	0.820	1.024	1.270
核心每股收益(人民币)	0.531	0.645	0.840	1.095	1.405
变动(%)	45.2	21.5	30.1	30.4	28.3
全面摊薄市盈率(倍)	55.8	45.1	34.6	26.5	20.7
核心市盈率(倍)	55.1	45.4	34.9	26.7	20.8
每股现金流量(人民币)	0.53	0.82	1.00	1.24	1.55
价格/每股现金流量(倍)	54.9	35.7	29.2	23.6	18.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.1	26.7	21.5	17.0	13.5
每股股息(人民币)	0.400	0.400	0.508	0.662	0.849
股息率(%)	1.4	1.4	1.7	2.3	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

非公开增发扩大产能，完善产业链

公司公告，计划非公开发行 2,000 万股以上，4,000 万股以下，募集资金 10.7 亿元左右用于产能扩张以及完善产业链等项目。从下图可以看出，募集资金主要投向为复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、养血清脑颗粒、水林佳等主导产品的产能扩张，中药出口生产基地建设，以及完善种植、研发、物流、信息系统等产业链的建设项目。

图表 2. 天士力募集投资项目情况

序号	募集资金项目	募集资金拟投资额
1	复方丹参滴丸扩产项目	304.82
	其中：复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	206.29
	现代中药出口生产基地集成控制建设项目	98.53
2	现代中药固体制剂扩产建设项目	253.86
3	天士力现代中药资源有限公司 GMP 技改项目	154.89
4	天士力研发中心建设项目	119.50
5	现代物流配送中心建设项目	68.44
6	三七药材储备及种植基地建设项目	136.23
7	现代中药产业链信息系统建设项目	30.91
合计		1,068.64

资料来源：公司数据，中银国际研究

从项目的建设期来看，如下图所示，除了三七种植基地的建设周期较长外，其他项目的建设期均在两年左右。而从经济销售分析，完成达产后的收入将达到约 24 亿元，净利润 3.4 亿元，相当于目前水平翻一倍还多。

图表 3. 天士力募集投资项目建设期及经济效益

序号	募集资金项目	建设期	项目经济效益	
			营业收入	税后利润
1	复方丹参滴丸扩产项目			
	其中：复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	2010.10-2012.3	954.59	159.11
	现代中药出口生产基地集成控制建设项目	2010.4-2012.12	475.71	62.89
2	现代中药固体制剂扩产建设项目	2010.10-2011.12	977.55	120.12
3	天士力现代中药资源有限公司 GMP 技改项目	2010.7-2011.6		
4	天士力研发中心建设项目	2010.10-2011.12		
5	现代物流配送中心建设项目	2010.10-2011.9		
6	三七药材储备及种植基地建设项目	2010.10-2016.9		
7	现代中药产业链信息系统建设项目	2010.9-2012.12		
合计			2,407.86	342.12

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们认为，募集项目将为公司未来几年的增长提供产能支撑，同时有利于改善公司的资本结构，有利于公司的长远发展。特别值得关注的是，公司的很多投资项目均直接针对复方丹参滴丸的 FDA 认证，这显示了公司对通过 FDA 认证的信心和坚定的态度。

复方丹参滴丸有望通过 FDA 认证

虽然复方丹参滴丸 FDA 二期临床的结果尚未正式公告，但是我们从募集资金投资项目，以及公司其他相关公告分析，我们认为 FDA 二期临床的内部揭盲工作已经结束，临床效果可能非常理想，正式的结果可能等待合适时机进行发布。

如果复方丹参滴丸进入三期临床，这将是中药现代化和国际化的历史性事件，复方丹参滴丸将以第一个完成二期临床、进入三期临床的复方中药载入历史史册。

二期临床主要验证产品小样本下的有效性、安全性和有效剂量，而三期临床则主要研究扩大样本下的有效性和安全性。对于一个在中国使用超过 10 年，消费者数量超过 1,000 万的药品来说，复方丹参滴丸进入三期，则意味着成功的可能性几乎可以认为是接近 100%。

复方丹参滴丸如果在 2012-13 年通过 FDA 审批，进入美国、欧洲等主流市场，则毫无疑问，公司将成为中药行业最好的企业，其未来的无限广阔的增长前景将呈现在我们面前。

注射用益气复脉即将放量，丹参总酚酸有望获批

从相关公告分析，公司下属中药粉针平台天士力之娇的股权关系基本理顺了，这将对粉针未来的发展扫清障碍。注射用益气复脉正在四期临床之中，还在不断完善质量体系、生产工艺、临床使用规范、不良反应监测、上市后再评价体系等方面的基础工作，同时益气复脉也在逐步进入各地的医保目录，为今后的销售放量打下了坚实的基础。随着股权关系的理顺，益气复脉有望从 2011 年开始逐步放量，贡献净利润。

丹参总酚酸已经经过了两次技术审评，今年获批已经没有太大悬念，该品种的未来前景也十分看好。

亚单位疫苗前景不错，尿激酶原今年有望获批

公司亚单位疫苗项目即将进行 GMP 的现场审查，我们预计将于 8 月左右获得生产许可证，投入生产。该疫苗在技术水平上与诺华的同类疫苗基本相当，部分数据甚至更好。从有效性、安全性等角度分析，亚单位疫苗比普通疫苗要更有前景，未来逐步替代普通疫苗是大势所趋。

尿激酶原目前的审批已经进入到新药审评中心的质量和工艺的内部控制阶段，我们预计，如果顺利有望在 10 月份左右通过审批。尿激酶原未来的市场前景十分可观。

估值建议

由于疫苗销售还需要继续观察，而 FDA 二期临床结果尚未正式公告，因此，我们暂时维持公司 2010-12 年盈利预测 0.847、1.103 和 1.415 元不变，未来将视情况上调盈利预测。基于公司巨大的增长潜力，我们认为可以给予公司一定的估值溢价，基于 2011 年 40 倍市盈率，我们将目标价从 33.86 元上调到 44.13 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,434	3,993	4,636	5,469	6,393
销售成本	(2,296)	(2,687)	(3,139)	(3,681)	(4,276)
运营费用	(634)	(760)	(829)	(958)	(1,091)
息税折旧前利润	505	545	668	830	1,026
折旧与摊销	(115)	(112)	(114)	(117)	(120)
营业利润(息税前利润)	389	432	554	713	906
净利息收入/(费用)	(71)	(42)	(50)	(56)	(61)
其它盈利/(亏损)	(4)	9	4	5	6
税前利润	315	399	507	663	851
所得税	(64)	(75)	(91)	(119)	(153)
少数股东损益	6	(7)	(3)	(5)	(7)
净利润	256	317	413	538	690
核心净利润	259	315	410	534	686
每股收益(人民币)	0.524	0.649	0.847	1.103	1.415
核心每股收益(人民币)	0.531	0.645	0.840	1.095	1.405
每股股息(港币)	0.400	0.400	0.508	0.662	0.849
收入增长(%)	23	16	16	18	17
息税前利润增长(%)	47	11	28	29	27
息税折旧前利润增长(%)	25	8	23	24	24
每股收益增长(%)	44	24	30	30	28
核心每股收益增长(%)	45	21	30	30	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	331	462	476	564	765
应收帐款	705	808	861	1,007	1,169
库存	313	388	439	515	599
其它流动资产	161	184	110	129	150
流动资产合计	1,511	1,841	1,887	2,215	2,682
固定资产	1,345	1,367	1,307	1,245	1,181
无形资产	210	187	183	178	172
其它长期资产	382	630	690	755	826
长期资产合计	1,937	2,184	2,180	2,178	2,179
总资产	3,448	4,025	4,067	4,393	4,861
应付账款	513	651	709	832	966
短期债	621	804	702	602	552
其它流动负债	103	156	130	138	147
流动负债合计	1,236	1,611	1,541	1,572	1,665
长期债	100	225	225	225	225
其它长期负债	19	18	0	0	0
股本	488	488	488	488	488
资本公积	1,424	1,545	1,672	1,963	2,330
股东权益	1,912	2,033	2,160	2,451	2,818
少数股东权益	181	138	141	146	153
负债权益总计	3,448	4,025	4,067	4,393	4,861
每股账面价值(人民币)	3.92	4.17	4.43	5.02	5.78
每股有形资产(人民币)	3.49	3.78	4.05	4.66	5.42
净负债/(现金)(人民币)	0.80	1.16	0.92	0.54	0.02

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	315	399	507	663	851
折旧与摊销	115	112	114	117	120
净利息费用	71	42	50	56	61
营运资本变动	(148)	(63)	(92)	(110)	(122)
支付所得税	(64)	(75)	(91)	(119)	(153)
其它经营现金流	(28)	(14)	0	0	0
经营活动产生的现金流	260	400	489	606	756
购建固定资产净额	(115)	(117)	(50)	(50)	(50)
投资减少/(增加)	(87)	3	0	0	0
其它投资现金流	22	(265)	(59)	(65)	(71)
投资活动产生的现金流	(179)	(378)	(109)	(115)	(121)
净股本增加	6	2	0	0	0
净负债增加	72	306	(102)	(100)	(50)
支付股息	(146)	(195)	(195)	(248)	(323)
其它筹资现金流	74	(5)	(68)	(56)	(61)
筹资活动产生的现金流	5	108	(366)	(403)	(434)
现金余额变动	86	130	14	88	201
年初现金	246	331	462	476	564
公司自由现金流	81	22	380	491	635
股权自由现金流	82	287	228	336	524

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.7	13.6	14.4	15.2	16.0
息税前利润率	11.3	10.8	11.9	13.0	14.2
税前利润率	9.2	10.0	10.9	12.1	13.3
净利率	7.5	7.9	8.9	9.8	10.8
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.6
利息覆盖倍数	5.5	10.3	11.0	12.8	14.8
净权益负债率(%)	18.6	26.1	19.6	10.1	0.4
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.1	1.3
估值(倍)					
市盈率	55.8	45.1	34.6	26.5	20.7
核心业务市盈率	55.1	45.4	34.9	26.7	20.8
目标价对应核心业务市盈率	83.1	68.4	52.5	40.3	31.4
市净率	7.5	7.0	6.6	5.8	5.1
价格/现金流	54.9	35.7	29.2	23.6	18.9
企业价值/息税折旧前利润	29.1	26.7	21.5	17.0	13.5
周转率					
存货周转天数	44.1	47.6	48.1	47.3	47.5
应收帐款周转天数	73.6	69.2	65.7	62.3	62.1
应付帐款周转天数	47.0	53.2	53.6	51.4	51.3
回报率(%)					
股息支付率	76.3	61.6	60.0	60.0	60.0
净资产收益率	13.4	15.6	19.1	22.0	24.5
资产收益率	9.0	8.7	11.2	13.3	15.3
已运用资本收益率	13.8	13.5	17.2	20.8	24.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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