

迈出中药国际化关键一步

天士力 (600535)

评级: 增持

股价: 35.32 元

目标价: 38.88 元

事件点评

2010年8月9日

星期一

东海证券新医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

屈旻

执业证书编号: S0630208010053

医药生物行业 分析师

021-50586660-8643

联系人: 李惜沅

010-59707110

重要数据

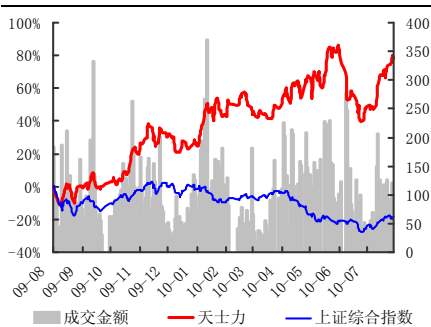
总股本(亿股)	4.88
流通股本(亿股)	4.88
总市值(亿元)	172.36
流通市值(亿元)	172.36

6个月目标价位	38.88
升值潜力(%)	10.08%
目标价确定日期:	2010.8.9

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	21.31	11.47
3个月	5.21	6.68
6个月	23.03	31.19

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 公司于8月7日召开了《天士力复方丹参滴丸美国FDA II期临床试验结果通报会》，公司的核心产品——复方丹参滴丸已顺利通过美国食品和药物管理局（FDA）的II期临床试验，成为中国首例进入FDA III期临床试验的中成药。
- 公司于08年在美国15个临床试验中心启动II期临床试验，共150位志愿者参与，于2010年初完成，最终的统计分析结果充分证明了复方丹参滴丸的安全性和有效性，同时验证了其最有效剂量和最适宜给药方法。
- 预计III期临床试验将由1500位志愿者在全球100个临床试验中心进行，其中美国志愿者将占60%。预计试验在2012年底完成，2013年以药品身份在美国及全球上市，完成全部III期临床试验公司预计将支出2000-3000万美元。
- FDA同时授予了公司临床试验方案制定特许资格，如果临床研究按双方同意的设计方案完成，其结果符合预期即足以满足上市批准的条件。此特许资格预计将使公司产品上市的时间提前半年至一年。
- 6月26日，公司通过定向增发议案，拟以不低于26.73元/股的价格向不超过10名特定对象定向增发2000万-4000万股。此次七个募投项目中即有两个系为支持III期临床和后续进入欧美市场的前期准备，显示了公司对于复方丹参滴丸走进欧美主流市场的信心和决心。
- 公司正处于快速增长的关键时期，我们认为公司未来发展主要取决于以下几点：一是核心产品复方丹参滴丸进入基本药物目录、国家医保目录后在第三终端及农村基层的放量；二是芪参益气滴丸、养血清脑丸、水佳林等二线品种进入医保后的快速增长；三是益气复脉冻干粉针经过了两年市场开发，有望在未来三年放量；四是公司的两个生物制剂产品，即下半年将上市的亚单位流感疫苗和正在报批的基因工程药物重组人尿激酶原，在安全性和技术上具有明显的竞争优势，市场潜力巨大；五是复方丹参滴丸进入关键的FDA III期临床试验阶段，随着国际化进程的加快，将为公司带来更大的市场空间。

- 我们认为，未来 3 年复方丹参滴丸的市场重心依然在国内，进入 III 期临床试验对于公司更直接的影响在于提升了天士力以及复方丹参滴丸的品牌价值，从而使公司受益于品牌效应推动下的内销增长。
- 盈利预测与估值：我们预测天士力 10-12 年的 EPS 分别为 0.83 元、1.08 元、1.40 元。鉴于公司未来良好的增长性，以及复方丹参滴丸进入 FDA III 期临床试验对公司股价的影响，我们给予公司六个月 38.88 元的目标价，相对于当前的股价尚有 10.08% 的上升空间，给予“增持”投资评级。
- 风险提示：FDA III 期临床试验周期不确定的风险

附表：三张表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	25505	40356	55626	55626	55626	55626
应收款项	67938	70531	80803	105995	120140	142488
存货净额	24146	31334	38776	42017	49642	57970
其他流动资产	7976	8893	8931	12508	14205	16482
流动资产合计	125564	151114	184136	216145	239613	272566
固定资产	126309	134481	136726	145817	149812	152495
无形资产及其他	19787	19532	17268	16693	16117	15542
投资性房地产	20533	22440	19563	19563	19563	19563
长期股权投资	17240	17246	44840	55177	67823	84682
资产总计	309433	344812	402533	453396	492928	544847
短期借款及交易性金融负债	38679	62056	80395	107930	110687	115230
应付款项	35017	49513	64019	65726	79400	93084
其他流动负债	16865	12059	16707	21345	22333	27225
流动负债合计	90561	123628	161121	195001	212420	235539
长期借款及应付债券	19500	10000	22500	22500	22500	22500
其他长期负债	1900	1894	1802	1710	1647	1565
长期负债合计	21400	11894	24302	24210	24147	24065
负债合计	111961	135522	185423	219211	236567	259603
少数股东权益	15644	18104	13773	14670	15835	17352
股东权益	181829	191187	203337	219515	240526	267892
负债和股东权益总计	309433	344812	402533	453396	492928	544847
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	279491	343422	399265	488580	576947	681156
营业成本	187526	229574	268739	320089	371873	432071
营业税金及附加	2085	2321	2579	3302	3899	4603
销售费用	40830	49605	56583	73287	86542	102173
管理费用	22474	22987	28128	34201	40386	47681
财务费用	4143	7078	4207	6694	7603	7786
投资收益	188	18	660	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1260	171	576	669	472	572

其他收入	(2519)	(342)	(1152)	(0)	0	0
营业利润	21360	31704	39114	51676	67117	87415
营业外净收支	1161	(245)	796	0	0	0
利润总额	22521	31459	39910	51676	67117	87415
所得税费用	6224	6421	7546	10335	13423	17483
少数股东损益	(1477)	(551)	693	897	1165	1517
归属于母公司净利润	17774	25589	31671	40444	52528	68414
增长率	-14.9%	44.0%	23.8%	27.7%	29.9%	30.2%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	17774	25589	31671	40444	52528	68414
资产减值准备	473	(1089)	405	(576)	0	0
折旧摊销	9207	11315	10888	12876	15560	18477
公允价值变动损失	(1260)	(171)	(576)	(669)	(472)	(572)
财务费用	4143	7078	4207	6694	7603	7786
营运资本变动	(48781)	(4010)	4593	(26333)	(8868)	(14460)
其它	(1950)	538	288	1473	1165	1517
经营活动现金流	(24536)	32171	47269	27215	59913	73377
资本开支	(20042)	(16989)	(12862)	(20147)	(18507)	(20013)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(23454)	(16995)	(40456)	(30484)	(31153)	(36872)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	(3200)	(9500)	12500	0	0	0
支付股利、利息	(14640)	(19520)	(19520)	(24266)	(31517)	(41049)
其它融资现金流	47259	57715	22497	27535	2757	4544
融资活动现金流	11579	(325)	8457	3269	(28760)	(36505)
现金净变动	(36412)	14851	15270	0	0	0
货币资金的期初余额	61916	25505	40356	55626	55626	55626
货币资金的期末余额	25505	40356	55626	55626	55626	55626
企业自由现金流	0	29130	46137	13093	47960	60165
权益自由现金流	0	0	81134	35273	44635	58480
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.36	0.52	0.65	0.83	1.08	1.40
每股红利	0.30	0.40	0.40	0.50	0.65	0.84
每股净资产	3.73	3.92	4.17	4.50	4.93	5.49
ROS	6%	7%	8%	8%	9%	10%
ROE	10%	13%	16%	18%	22%	26%
毛利率	33%	33%	33%	34%	36%	37%
EBIT Margin	10%	11%	11%	12%	13%	14%
EBITDA Margin	13%	15%	14%	15%	16%	17%
收入增长	15%	23%	16%	22%	18%	18%
净利润增长	-15%	44%	24%	28%	30%	30%
资产负债率	41%	45%	49%	52%	51%	51%
息率	1.4%	3.2%	1.8%	1.5%	2.0%	2.6%
P/E	60.4	23.6	34.5	38.7	29.8	22.9

P/B	5.9	3.2	5.4	7.1	6.5	5.8
EV/EBITDA	31.0	13.8	22.1	26.9	21.5	17.3

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗等。

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 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122