

天士力 (600535)

2005 中报沟通会之信息点评

孙怀宇, CFA
86-755-82943260
sunhy@ccs.com.cn

事件

昨日, 天士力管理层在深圳举行了中报沟通会。会上主要对产品的销售状况、降价影响、在建项目进展、股改方案等进行了交流。

信息点评

■ 对复方丹参滴丸抵御降价的信心进一步增强

我们一直认为, 作为“中药现代化代表品种”的复方丹参滴丸, 是可以凭借产业政策的倾斜而抵御降价的。和企业的再次沟通, 进一步增强了我们的信心。此外, 公司正着手申请复方丹参滴丸和养血清脑颗粒成为“国家中药保密品种”, 以进一步提高产品和品牌的内在价值。成为保密品种后, 行政降价压力将进一步减弱。

在价格稳定的背景下, 我们预期复方丹参滴丸将在近两年维持 5% 左右的缓慢增长, 并最终稳定在 10 亿元左右的销售规模; 一方面为公司提供稳定的现金收入, 另一方面凭借其品牌影响力, 支持新产品的发展。

另据透露, 复方丹参滴丸的美国临床和准入事宜仍在有序进行。公司正和科技部一起操作, 有望在年底取得进一步发展。

■ 继续看好中药粉针产品的发展前景

公司坦承, 在中药粉针领域, 他们并不是先入者, 但他们决心做到最大和最强。我们认为, 中药粉针目前处于高速发展的前期, 不少企业纷纷介入, 正显示了其前景的吸引。至于竞争, 我们相信无论在产品储备、制造技术乃至市场营销方面, 天士力都具备成为领导者的潜质。

和广州天之娇合作以后, 公司已拥有系列化的粉针品种储备, 其中不少品种, 如参脉、黄芪、脉络宁粉针等, 目前它们的注射液剂型已在医院市场得到广泛的认同和使用, 未来的升级替代空间非常广阔。

中药粉针对注射液剂型的替代基础是更稳定的质量和药效, 而天士力在中药数字化提取、在线质量监控以及自动化生产方面长期坚持前瞻性的探索和投入。未来, 公司在现代中药制造技术方面的优势将在中药粉针领域得到充分的体现。

营销方面, 天士力拥有公认的、强大的医院处方药销售网络, 并已形成一套成熟的临床推广理念和策略。相信中药粉针产品的陆续上市, 将增加公司销售体系的单位产出, 使其运转效率更高。

■ 调整部分产品的销售预测

养血清脑颗粒的上半年增长基本达到预期，我们维持全年 2.2 亿元的销售预期。明年推出胶丸后，此产品的口味问题得到解决，发展空间进一步拓宽。我们认为养血清脑系列最终做到 5 亿元问题不大，我们保守估计应在 3 亿元以上。

水林佳的市场接受速度出乎企业预料，全年预计销售 4000 万元。公司将进一步将产品定位从脂肪肝拓展至慢性肝炎等细分市场，我们预期此产品近两年增长较快。

荆花胃康胶丸的销售仍未达预期。公司认为临床医生接受较慢的原因在于功效定位。之前，荆花胃康胶丸的“卖点”是能够有效抑制幽门螺杆菌，从而防治幽门螺杆菌感染导致的胃溃疡复发。但实践中，由于根治复发需要 2-3 年的验证，因此短时间内，此“卖点”难以得到广泛认同。在临床专家的建议下，公司拟将产品重新定位于慢性胃炎。我们调低了荆花胃康胶丸近三年的销售预期。

穿心莲内酯的推广进度也低于年初的设想，上半年仅销售几百万元。公司原以为，由于抗生素在药店的限售，具有抗炎功效的穿心莲内酯将在 OTC 市场很快热销。但由于市场中现有的穿心莲片价格及其低廉，导致穿心莲内酯“价高和寡”，难以打开销路。我们调低了对穿心莲内酯的销售预测。

天士力主营业务预测表

产品大类	2004		2005E		2006E		2007E	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
复方丹参滴丸	87707	75.0%	92092	75.0%	96697	75.0%	101532	75.0%
养血清脑颗粒	14500	60.0%	22000	60.0%	27000	60.0%	32000	60.0%
藿香正气滴丸	1500	60.0%	2000	60.0%	2500	60.0%	3000	60.0%
荆花胃康胶丸	2000	70.0%	3000	70.0%	5000	70.0%	8000	70.0%
水林佳	1700	60.0%	4000	60.0%	6000	60.0%	8000	60.0%
穿心莲内酯	-	-	1500	70.0%	2000	70.0%	3000	70.0%
尿激酶原	-	-	-	-	2500	85.0%	4000	85.0%
中药粉针	-	-	-	-	2500	70.0%	8000	70.0%
其他	22777	3.0%	24000	3.0%	26000	3.0%	26000	3.0%
主营收入合计	130184	60.9%	148592	60.4%	170197	60.7%	193532	61.7%

■ 股权分置改革滞后，对价预期不高。

天士力的控股股东对 51% 的绝对控股权极为看重，而对流通权相对淡漠。目前，天士力集团（母公司）持有上市公司 51.6% 的非流通股，加上帝士力（“爷爷”公司）的 8.9%，天士力实际控制人手中的非流通股总计 60.5%。考虑到将要发行的 8.8 亿元可转债的稀释效应，在大股东坚持绝对控股的立场下，实际可以支付的股份对价寥寥无几。此外，公司目前为建设中药提取基地和中药粉针基地，本来就缺乏资金，因此现金对价的支付能力也不强。

预计在找到一个既可满足大股东的绝对控股立场，又可满足流通股股东的对价要求的方案之前，天士力难以开始实质性的股改进程。第一步可能是通过收购其他非流通股股东的零散股份、集团以资产对股份公司进行增资扩股

等方式先行增加大股东的非流通股数量。不过我们对公司的对价预期不高。

■ 维持“谨慎推荐-A”评级

我们非常看好包括粉针在内的现代中药新品种的发展前景，也十分认可天士力在中药现代化领域的竞争力。天士力现阶段的压制不是来自“增长空间”，而是来自“增长速度”。由于部分新产品的推广进展低于预期，公司 05-06 年的业绩增长速度可能较为平淡。但是，既然存在空间，速度只是个时间问题。此外，虽然公司股改对价预期不高，脱离现阶段市场的热点；但我们认为，公司未来的增长潜能足以对目前股价构成业绩支撑，并逐步演变为股价上升的推动力。维持“谨慎推荐-A”评级。

	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入	130184	148592	170197	193532
增长率	23.3%	14.1%	14.5%	13.7%
营业利润	21759	24952	29520	35826
增长率	22.0%	14.7%	18.3%	21.4%
净利润	17128	19579	23178	28163
增长率	21.3%	14.3%	18.4%	21.5%
主营利润率	59.6%	59.1%	59.4%	60.4%
营业利润率	16.7%	16.8%	17.3%	18.5%
净利率	13.2%	13.2%	13.6%	14.6%
EPS	0.60	0.69	0.81	0.99
每股净资产	4.21	4.60	5.11	5.80
净资产收益率	14.3%	14.9%	15.9%	17.0%
每股股息	0.30	0.30	0.30	0.30
股息收益率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
负债率	37.5%	35.2%	34.2%	32.7%
P/E	22.7	19.8	16.8	13.8
P/B	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	13.3	12.0	10.3	8.8

相关报告 《看好日益丰富的产品群》 05/02/01

《维持全年预期不变》 05/08/09

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告只是对调研公司的快速反应，具体内容和数据请参看正式报告。其中的信息为调研所得，报告中的内容和意见仅供参考。本邮件可能包含机密信息，只派发给特定的用户。任何更改或以任何方式传播、复制或派发此邮件内容的行为都被禁止。如果阁下错误收到本邮件，请及时与发信人联系，并删除所有电脑、磁盘或其他存储媒介中含有的本邮件内容。因使用或依赖本邮件或其内容而导致的任何直接或间接损失，招商证券不承担任何责任。