

天士力（600535）：

持续稳定的增长仍可期待

联系人：医药行业研究组

日期：2011年08月10日

www.lxzq.com.cn

8月9日，就公司11年上半年经营情况及未来规划，我们与公司高管进行了深入的交流。从产品线看，公司似乎在依靠丹参滴丸一个产品。但反过来想，在拥有做一个单品种13亿销售额的经历后，还有什么产品不能做好呢？目前产品梯队已逐渐成形，我们认为，在公司着力打造的这个产业平台上，它们未来增长空间将不可限量。

要点：

1、复方丹参滴丸可延续增长势头

受基层基药招标以及二三级医院市场销量的增长，今年上半年复方丹参滴丸保持了约20%的增速。虽然各省招标方法不同，但由于复方丹参滴丸为公司独家剂型，因此基本都能中标，而且中标价格几乎达到最高限价，这也与公司在基层医疗机构不遗余力的加大投入有关。

另外在高端医院市场，公司继续加大学术推广力度。在原有已经比较系统的学术支持的基础上，增加FDA II期临床显著效果的学术营销，加大对医生和市场的教育。因此复方丹参滴丸未来的增长依然值得期待。

2、产品逐渐丰富 二线产品快速上位

以养血清脑颗粒、水林佳为代表的二线产品近两年表现优异，年均超过30%的增长速度。养血清脑颗粒主要用于慢性脑供血不足（长期累积可能导致老年痴呆），但人们对此尚不重视，未来随着公司宣传教育力度增加和人们对此认识的提高，市场空间仍然较大。预计两产品11年仍可保持30-40%增速。

芪参益气滴丸也是公司的独家产品，进入09年国家医保目录，10年5000万销售额，预计今年可达近亿元。益气复脉粉针是独家剂型，目前市场上存在颗粒、胶囊等，但粉针剂起效快，具有一定的优势。目前已经进入15个省医保目录，10年销售额5000万左右，预计今年可达可达1亿。

3、新产品值得期待

内
部
资
料



今年获得两个新产品注册批件：注射用丹参多酚酸和重组人尿激酶原。注射用丹参多酚酸为中药注册管理办法实施后第一个通过现场审查的中药注射品种，主要用于治疗中风病中经络恢复期瘀血阻络证，预计9月份即可上市，前景看好。重组人尿激酶原为生物制品 I 类新药，主要用于急性心梗的溶栓治疗，比传统的尿激酶、链激酶更安全有效，预计12年才能开始贡献业绩。

4、盈利预测

我们略调高公司的盈利预测至2011-2012年EPS分别为1.15元(扣非)、1.48元，目前股价对应11-12年PE为39/30。我们仍然看好公司持续增长的能力，维持对公司的“增持”评级。

图表1 盈利预测表

利润表(百万元)	2010	2011E	2012E
营业收入	4651.59	5725.04	6870.04
营业成本	3084.27	3692.20	4343.08
营业税金及附加	31.15	37.79	45.34
销售费用	631.62	772.88	961.81
管理费用	305.51	374.99	480.90
财务费用	61.57	68.70	89.31
投资收益	5.65	78.98	0.00
资产减值损失	7.51	5.76	5.76
公允价值变动损益	5.50	0.00	0.00
营业利润	535.61	851.70	943.84
营业外收入	25.43	35.00	0.00
营业外支出	5.41	0.00	0.00
利润总额	555.63	816.70	943.84
所得税费用	96.20	138.84	160.45
净利润	459.43	677.86	783.39
少数股东权益	9.13	15.00	18.00
归属于母公司净利润	450.30	662.86	765.39
EPS (元)	0.87	1.28	1.48

数据来源：联讯证券投研整理

5、风险提示

- 1) 产品降价的风险
- 2) FDA III期临床进展不顺利

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

- 买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；
- 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；
- 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

- 增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。