

公司研究

调研简报

维持评级：短期_推荐，长期_A

业绩快速增长，估值水平提升

——天士力(600535)调研简报

核心观点

FDA II 期临床结果至关重要，若通过将提升公司估值水平：公司的复方丹参滴丸已完成FDA II 期临床试验，正进行数据解盲与分析工作，II 期临床结果或将于1-2月后公布。我们认为II 期临床结果对公司至关重要，具有标志性意义。一方面若通过II 期临床，意味着复方丹参滴丸离欧美市场将更进一步。另一方面，FDA认证的结果，也会促进复方丹参滴丸在国内市场的销售，特别是医院的学术营销工作。将使得复方丹参滴丸的成长瓶颈得以有效突破，扩大公司的成长空间，从而提升公司的估值水平。

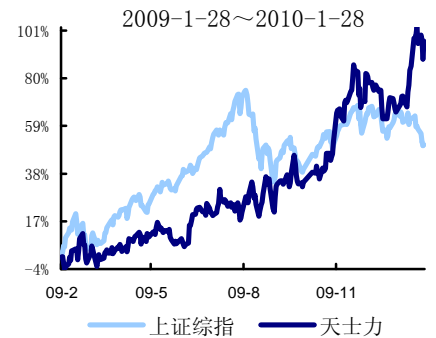
复方丹参滴丸稳定增长，基层增量效果显著：09年复方丹参滴丸虽然受到“院士门”事件的一定影响，但仍然保持了快速增长态势，预计全年增速仍将超过10%。其中基层市场的增量效应功不可没，目前，基层市场销售额已经占复方丹参滴丸总销售额1/3以上。由于公司在06年新农合推广之初，就已经果断的调整了销售战略，将销售渠道进行下沉。因此，随着复方丹参滴丸成功入选基本药物目录，其在基层市场的优势进一步增强，基层市场的加速扩容将助推丹参滴丸的持续增长。

二线产品快速增长，新产品值得期待：公司水林佳09年销售额已突破亿元大关，养血清脑颗粒09年收入预计将达2.3亿元，增速超过30%。益气复脉、藿香正气等二线产品也都实现了快速增长。而新产品方面，公司的“丹酚酸B”日前已经通过国家药监局的技术评审，银杏内酯等其他中药粉针产品也有望年内获批。同时，公司的生物药亚单位流感疫苗和重组人尿激酶原也有望年内上市。这些新产品都有望成为公司新的业绩增长点，值得期待。

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	3434	4066	4820	5645
同比增速(%)	22%	18%	19%	17%
净利润(百万)	256	326	428	528
同比增速(%)	38%	27%	31%	23%
EPS(元)	0.52	0.67	0.88	1.08
P/E	50.94	40.01	30.43	24.67

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	48800.00
流通A股(万股)	48800.00
52周内股价区间(元)	12.82-28.37
总市值(亿元)	129.95
总资产(亿元)	34.48
每股净资产(元)	3.92
目标价 6-12个月	32.40

相关报告

- 《业绩有保障，未来有成长---天士力调研简报》——2009/04/09
- 《中药龙头、志存高远---天士力投资价值分析》——2009/06/20
- 《二季度业绩大幅增长---天士力半年报点评》——2009/08/01
- 《季度业绩符合预期、未来成长趋势确立》——2009/10/26

研究员：蔡建军

电话：010-84183153
Email: caijianjun@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380
Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

维持“短期-推荐、长期 A”投资评级。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别至 0.67 元, 0.88 元和 1.08 元。以 1 月 27 日收盘价 25.56 元计算, 动态 PE 分别为 38 倍, 29 倍和 24 倍。目前, 公司复方丹参滴丸正面临基层市场扩容的机遇, 二线产品又步入快速增长期, 加之新产品不断推出, 公司业绩有望持续快速增长。同时, FDA II 期临床结果的公布, 将显著扩大公司的成长空间, 从而提升公司的估值水平。因此, 我们维持公司“短期-推荐、长期-A”的投资评级。

风险提示:FDA II 期临床试验结果还存在一定的不确定性。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E	单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1511	1847	2258	2661	营业收入	3434	4066	4820	5645
现金	404	569	771	960	营业成本	2296	2710	3194	3707
应收账款	519	534	638	679	营业税金及附加	23	30	35	40
其它应收款	42	64	68	98	营业费用	496	610	713	830
预付账款	89	120	135	157	管理费用	230	293	337	395
存货	313	376	451	562	财务费用	71	37	40	44
其他	144	183	195	206	资产减值损失	2	3	4	5
非流动资产	1937	2085	2083	2166	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	172	250	200	200	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1121	1228	1330	1398	营业利润	317	383	496	623
无形资产	195	219	214	211	营业外收入	7	6	7	7
其他	448	387	339	358	营业外支出	9	2	3	7
资产总计	3448	3932	4342	4827	利润总额	315	387	500	623
流动负债	1236	1593	1798	2080	所得税	64	66	85	106
短期借款	621	756	781	952	净利润	250	321	415	517
应付账款	178	239	340	399	少数股东损益	-6	-4	-13	-11
其他	438	598	677	729	归属母公司净利润	256	326	428	528
非流动负债	119	120	119	119	EBITDA	503	557	701	856
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.52	0.67	0.88	1.08
其他	19	20	19	19					
负债合计	1355	1713	1917	2199	主要财务比率				
少数股东权益	181	177	164	152		2008	2009E	2010E	2011E
股本	488	488	488	488	成长能力				
资本公积金	564	564	564	564	营业收入	21.8%	18.4%	18.5%	17.1%
留存收益	860	991	1209	1424	营业利润	40.6%	20.9%	29.5%	25.5%
归属母公司股东权益	1912	2042	2261	2476	归属母公司净利润	37.7%	27.3%	31.5%	23.4%
负债和股东权益	3448	3932	4342	4827	获利能力				
					毛利率	33.2%	33.4%	33.7%	34.3%
					净利率	7.5%	8.0%	8.9%	9.4%
					ROE	13.4%	15.9%	18.9%	21.3%
					ROIC	13.9%	15.3%	18.8%	21.8%
					偿债能力				
					资产负债率	39.3%	43.6%	44.2%	45.5%
					净负债比率	53.17%	52.77%	48.57%	49.33%
					流动比率	1.22	1.16	1.26	1.28
					速动比率	0.97	0.92	1.00	1.01
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	1.10	1.17	1.23
					应收帐款周转率	7.36	7.58	7.96	8.36
					应付帐款周转率	12.72	12.98	11.02	10.03
					每股指标(元)				
					每股收益	0.52	0.67	0.88	1.08
					每股经营现金	0.53	1.00	1.20	1.35
					每股净资产	3.92	4.19	4.63	5.07
					估值比率				
					P/E	50.94	40.01	30.43	24.67
					P/B	6.82	6.38	5.77	5.26
					EV/EBITDA	27	24	19	16

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 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, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			