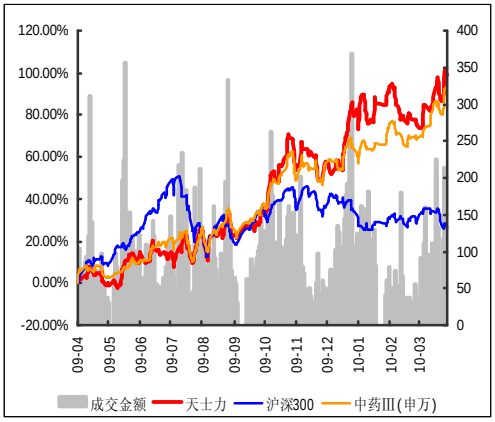
评级：强烈推荐（维持）

2010 年 4 月 25 日

天士力（600535）：业绩符合预期，防御特征明显



市场数据：2010 年 4 月 23 日

行业分类：医药制造业

沪深 300 指数：3190.00

中药Ⅲ（申万）：4575.69

研 究 员：张宏斌

电　　话：（0351）4131415

E mail: zhanghb@dtsbc.com.cn

地　　址：山西·太原·青年路8号

邮　　编：030001

网　　址：www.dtsbc.com.cn

相关研究：

《天士力（600535）：未来2年看点颇多，关注FDA临床进展》（10/04/12）

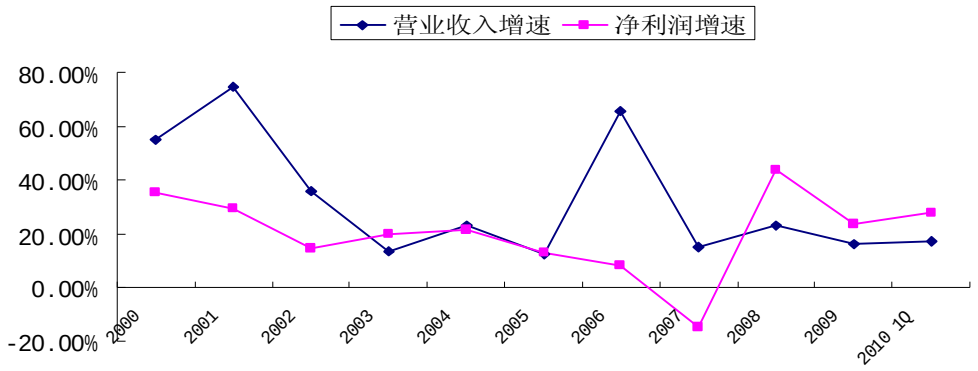
投资要点：

- 公司 2010 年一季度实现营业收入 9.94 亿元，同比增长 17.46％；营业成本为 9.10 亿元，同比增长 16.05％；净利润 0.67 亿元，同比增长 28.09％；每股收益为 0.14 元，基本符合我们之前的预期，净资产收益率为 3.24%。总体来说，公司一季度保持了较好的增长势头，营业成本增速略小于营收增速，显示出西南旱情目前并未对公司带来太大的影响，公司的成本控制力依然较强。公司一季度利润增速高于收入增速，主要原因是毛利率较高产品的销售收入占比上升而导致的。经营活动产生的现金流量净额较去年同期下降 58.59%的主要原因在于，公司经营规模扩大，相应增加经营性支出，故经营性现金流量净额少于去年同期。
- **下半年看点在于受益于医改推进以及 FDA 认证进展。**公司下半年有两大看点：首先，随着新医改的继续推进，公司支柱产品复方丹参滴丸作为独家产品入选基本医疗目录的效应将得到充分体现，有望出现放量，此外，二线品种有望呈现加速增长的态势，其中养血清脑系列值得关注；此外，我们认为 FDA 认证的进展情况将会是公司下半年的又一大看点，如果 FDA 认证进展顺利的话，将会成为提升估值水平、刺激股价上涨的重要因素。
- **估值分析。**公司一季度的经营情况基本符合我们之前的预期，因此我们维持公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.86 元 、1.11 元和 1.43 元的盈利预测。公司作为现代中药的龙头企业，应享受较高的估值，再加上 FDA 认证的预期，我们认为其 10 年合理的估值水平应在 40 倍，维持 34.44 的目标价，并维持公司“强烈推荐”的投资评级。在目前纷繁复杂的宏观经济形势下，我们建议投资者选择天士力这种成长明确的品种作为长期投资标的。

一季度经营情况良好，经营规模有所扩大

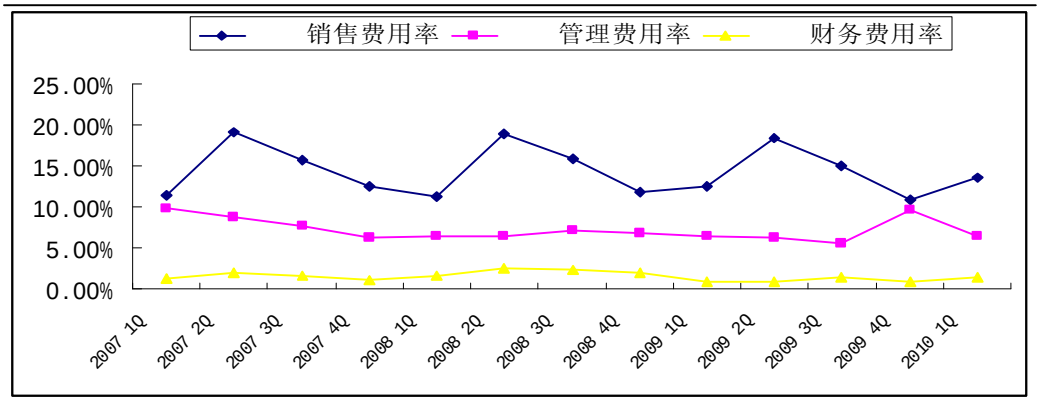
公司 2010 年一季度实现营业收入 9.94 亿元，同比增长 17.46％；营业成本为 9.10 亿元，同比增长 16.05％；净利润 0.67 亿元，同比增长 28.09％；每股收益为 0.14 元，基本符合我们之前的预期，净资产收益率为 3.24%。总体来说，公司一季度保持了较好的增长势头，营业成本增速略小于营收增速，显示出西南旱情目前并未对公司带来太大的影响，公司的成本控制力依然较强。公司一季度利润增速高于收入增速，主要原因是毛利率较高产品的销售收入占比上升而导致的。经营活动产生的现金流量净额较去年同期下降 58.59%的主要原因在于，公司经营规模扩大，相应增加经营性支出，故经营性现金流量净额少于去年同期。

图表：公司 2000-2010 年一季度营业收入以及净利润增长情况



资料来源：WIND、大同证券研究部

图表：公司 2008-2010 年一季度三项费用比例变化



资料来源：WIND、大同证券研究部

下半年看点在于受益于医改推进以及 FDA 认证进展

公司下半年有两大看点：首先，随着新医改的继续推进，公司支柱产品复方丹参滴丸作为独家产品入选基本医疗目录的效应将得到充分体现，有望出现放量，此外，二线品种有望呈现

加速增长的态势，其中养血清脑系列值得关注,我们认为，凭借天士力先进的营销理念、强大的营销体系以及复方丹参滴丸的成功经验，该产品有望成为公司第二个“复方丹参滴丸”；此外，我们认为 FDA 认证的进展情况将会是公司下半年的又一大看点，如果 FDA 认证进展顺利的话，将会成为提升估值水平、刺激股价上涨的重要因素。

投资建议

公司一季度的经营情况基本符合我们之前的预期，因此我们维持公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.86 元 、1.11 元和 1.43 元的盈利预测。公司作为现代中药的龙头企业，应享受较高的估值，再加上 FDA 认证的预期，我们认为其 10 年合理的估值水平应在 40 倍，维持 34.44 的目标价，并维持公司“强烈推荐”的投资评级。在目前纷繁复杂的宏观经济形势下，我们建议投资者选择天士力这种成长明确的品种作为长期投资标的。

风险提示

1、新产品开发的风险；2、FDA 认证失败的风险； 3、中药材价格持续上涨的风险。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20％以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10％~20％
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10％~+10％
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10％以上
	“＋”表示市场表现好于基准，“－”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准
注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主
注3：基准指数为沪深300指数

免责声明:

1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。