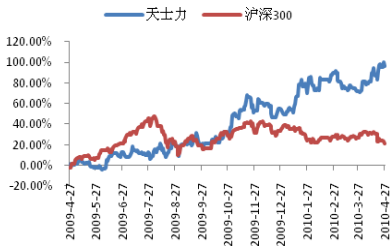




相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
天士力	14.2	10.4	96.3
沪深 300	-5.1	-4.1	20.8

市场数据 2010.4.27

当前价格 (元)	29.48
52 周价格区间 (元)	14.38-30.58
总市值 (百万)	14386.24
流通市值 (百万)	14386.24
总股本 (万股)	48800.00
流通股 (万股)	48800.00
日均成交额 (百万)	96.88
近一月换手 (%)	18.56

相关报告

《2010 年 2 季度医药行业投资策略》  
2010.3

分析师

张伟  
电话: 0755-83707451  
邮件: zhangw@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 天士力一季度实现营业收入 9.94 亿元、利润总额 0.87 亿元、归属母公司的净利润 0.67 亿元, 分别比上年同期增长了 17.46%、37.89%和 28.09%, 基本每股收益 0.137 元, 延续了上年二季度以来的稳步加快增长势头。
- 公司总体经营步入相对成熟与稳定快速发展阶段, 产品结构持续丰富优化与效益明显提升成为突出特点, 并随着医药市场环境日趋向好得以强化, 保持了良好的持续稳定加快增长态势。
- 公司的产品构成可望得以进一步拓宽, 产品的二次开发与持续升级得以加强, 公司强化营销的努力正在显露明显成效, 同时公司着力推进的申报 FDA 新药注册认证工作出现突出进展亦将全面提升公司品牌地位。
- 预测公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.85 元和 1.08 元。目前相应的动态市盈率分别为 34.6 和 27.2 倍, 中期估值表现基本合理。但基于公司未来较为确定性的可持续稳定增长预期, 同时申报 FDA 取得突破的不确定良性影响, 未来中长期公司估值仍具有一定的增长空间, 因此给予公司“增持”的投资评级。

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	3434.22	3992.65	4711.32	5653.59
营业利润 (百万元)	317.04	391.14	538.09	686.08
净利润 (百万元)	255.89	316.71	415.30	525.03
摊薄每股收益 (元)	0.52	0.65	0.85	1.08
摊薄每股净资产 (元)	3.92	4.17	4.62	5.09
加权平均 ROE (%)	13.58	16.46	19.4	22.3

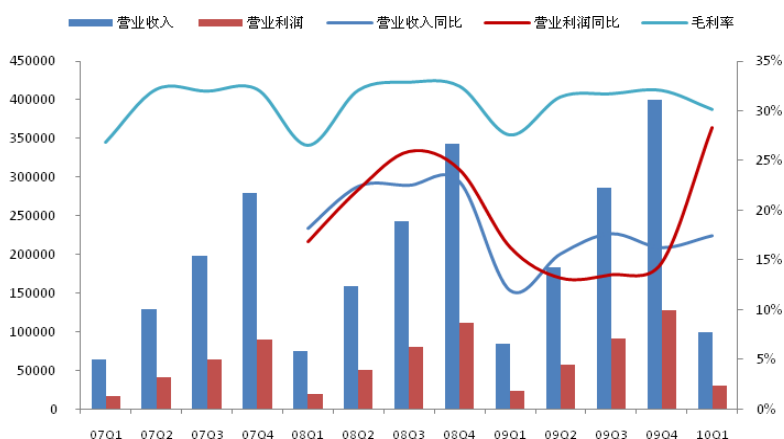
## 经营业绩延续加快增长

天士力刚公布的一季报显示，进入 2010 年的第一个季度，公司实现营业收入 9.94 亿元、利润总额 0.87 亿元、归属母公司的净利润 0.67 亿元，分别比上年同期增长了 17.46%、37.89%和 28.09%，基本每股收益 0.137 元，延续了上年二季度以来的加快增长势头。

## 公司经营效益提升推动盈利加快增长

2010 年一季度，公司营业收入继续维持近 20%的稳定增幅，而毛利增长则更为突出，达到近 30%的近年最高增幅，同时毛利率水平维持相对平稳，公司盈利增速明显超过收入增长。

Figure 1 天士力近期经营情况（亿元）



\*资料来源：公司公告；国海证券研究所

究其主要原因，与公司总体毛利率水平维持稳定有关，一季度总体毛利率较上年同期提高 2.55 个百分点，而且并未出现以往一季度出现毛利率水平大幅回落现象，较去年全年仅回落不到 1 个百分点。显示出公司总体经营效益正在出现较为明显改善。

公司主导产品继续成为维持盈利稳定增长的主要力量。公司的产品构成不断得以充实和丰富，从市场地位稳固的心脑血管现代中药产品逐渐向中药注射制剂以及心脑血管主流畅销化学制剂药延伸，有效地稳固了相关产品的市场地位和提升了总体盈利水平。中药主导产品 2009 年上半年毛利率继续保持提升态势；以中药产品为主的医药制造业务 2009 年毛利率维持与上半年基本持平，成为维持公司总体毛利率水平 2010 年一季度继续保持持续稳定提升态势的基础保障。

去年第二季度开始，公司医药商业经营效益显著改善，中期毛利率较上年同期提升 1.06 个百分点，升幅近 30%，并在其后延续了此一提升势头，成为推动公司总体毛利率水平上升的重要原因。主营销流通业务的子公司 - 天士力医药营销集团 2009 年净利润也较上年提高近 10%。

与此同时，公司其它业务也呈现全面持续效益改善。公司主要从事中药材规范种植的子公司陕西天士力植物药业公司在保障公司药材供应同时，自身效益得到显著提升，2009 年实现净利润 102.73 万元。

近年来，公司总体经营步入相对成熟与稳定快速发展阶段，结构持续优化与效益明显提升成为突出特点，并随着医药市场环境日趋向好得以强化，保持了良好的持续稳定加快增长态势。

### 拓宽产品精耕细作，推进申报期待突破

展望公司未来经营前景，公司的产品构成可望得以进一步拓宽，产品的二次开发与持续升级得以加强，公司强化营销的努力正在显露明显成效，同时公司着力推进的申报 FDA 新药注册认证工作出现突出进展亦将全面提升公司品牌地位。

在对公司的实地调研中了解到，公司前期投入的“水林佳”等产品正在进入快速增长；化学药注射用盐酸地尔硫卓已获得生产批文。尽管地尔硫卓产品生产厂家众多竞争较为激烈，但作为心律失常主力药品仍有较大的市场空间；另外公司的丹酚酸 B 产品已通过技术审评，上市准备工作取得顺利进展。公司中药注射剂产品开发在经历较长时间的坎坷后，目前开始步入收获期。在已建立高起点生产标准的基础上，未来有望成为公司新的盈利增长点，从而推动公司总体盈利的持续提升。

公司的复方丹参滴丸申报 FDA 工作在完成 II 期临床试验工作后等待临床总结报告。尽管复方丹参滴丸产品申报 FDA 的工作目前仍处于临床试验阶段，距离投放市场并带来实质回报仍有较长距离。但作为推进国际化标准认证的自主医药产品（不仅仅是中药产品），其每一步突破与进展无疑将提升公司的品牌影响，促进公司整体市场地位的进一步增强与市场空间的进一步拓展，从而推动公司业绩持续增长。

预测公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.85 元和 1.08 元。目前相应的动态市盈率分别为 34.6 和 27.2 倍，中期估值表现基本合理。但基于公司未来较为确定性的可持续稳定增长预期，同时申报 FDA 取得突破的不确定良性影响，未来中长期公司估值仍具有一定的增长空间，因此给予公司“增持”的投资评级。

## 国海证券投资评级标准

---

### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

### 股票投资评级

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。