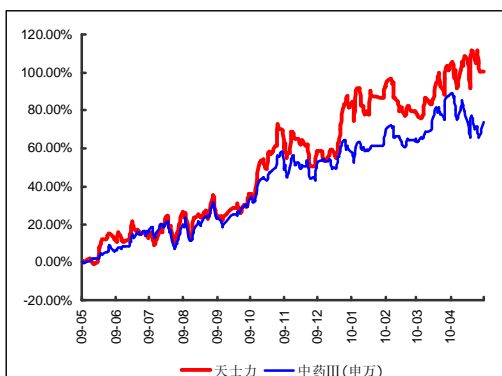


评级：**强烈推荐（维持）**

2010年8月11日

## 天士力（600535）：业绩增速符合预期，厚积薄发方显本色



市场数据：2010年8月10日

行业分类：医药制造业

沪深300指数：2832.64

研究员：张宏斌

电话：(0351) 4131415

E mail: [zhanghb@dtsbc.com.cn](mailto:zhanghb@dtsbc.com.cn)

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：[www.dtsbc.com.cn](http://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）

《天士力（600535）：业绩符合预期，防御特征明显》（10/04/25）

《天士力（600535）：扩大产能迎合市场需求，加强制剂工艺意在海外市场》（10/05/24）

《天士力（600535）：FDA二期结果令人惊艳，内外开花只是时间问题》（10/08/10）

投资要点：

Ø 公司2010年上半年实现营业收入21.48亿元，同比增长16.9%；营业成本为19.13亿元，同比增长13.9%；净利润1.96亿元，同比增长41.8%；每股收益为0.40元，基本符合我们之前的预期。总体来说，在医药工业和医药商业同步保持较好的增长势头下，在上半年中药材价格快速上涨的前提下，公司营业成本并未出现较大幅度的上升，显示出公司较强的成本控制力。净利润增速远高于收入增速，显示出公司毛利率得到进一步的上升。经营活动产生的现金流量净额较去年同期下降39.04%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。

Ø 丹滴通过FDA二期标志着中医药国际化进程迈出了关键而有力的一步。复方丹参滴丸圆满完成美国FDA临床二期试验，标志着中医药国际化进程迈出了关键而有力的一步，对国内众多医药企业将产生示范和引领作用。此外，下半年复方丹参滴丸在国内的销售将有所放量。

Ø 2010年公司多个项目取得重大进展。上半年公司“亚单位流感疫苗”项目获批，这标志着公司正式迈入流感疫苗领域，目前处于等待GMP认证公告的阶段。尿激酶原在原有的技术水平上又有新的突破，目前处于SFDA现场检查的阶段。在此外，公司与法国梅里埃发展联盟旗下的TRANSGENE SA公司合作，共同设立“天士力创世杰（天津）生物制药有限公司”，致力于生物医药研究开发，公司生物药的产品线将更加丰富。

Ø 天士力之骄股权问题终于尘埃落定，中药注射剂业务突破在即。天士力之骄股权问题终得以解决，公司取得天士力之娇93.56%的股权。此外，天士力之娇产品益气复脉粉针保持良好的增长势头，而公司第二个中药注射剂品种也将很快上市。

Ø 估值分析。我们暂维持公司2010-2012年每股收益0.86元、1.11元和1.43元的盈利预测，目前股价对应的估值水平分别为41倍、32倍和25倍。我们仍然维持其“强烈推荐”的投资评级，建议投资者将天士力作为长期投资标的。

## 上半年经营情况良好，业绩基本符合预期

公司 2010 年上半年实现营业收入 21.48 亿元，同比增长 16.9%，其中医药工业实现收入 8.21 亿，同比增长 13.9%，医药商业实现收入 13.04 亿，同比增长 17.6%；营业成本为 19.13 亿元，同比增长 13.9%；净利润 1.96 亿元，同比增长 41.8%；每股收益为 0.40 元，基本符合我们之前的预期。总体来说，在医药工业和医药商业同步保持较好的增长势头下，在上半年中药材价格快速上涨的前提下，公司营业成本并未出现较大幅度的上升，显示出公司较强的成本控制力。净利润增速远高于收入增速，显示出公司毛利率得到进一步的上升。经营活动产生的现金流量净额较去年同期下降 39.04%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。

## 丹滴通过 FDA 二期标志着中医药国际化进程迈出了关键而有力的一步

公司主打产品复方丹参滴丸圆满完成美国 FDA 临床二期试验，意味着我国中成药的安全性和有效性以及质量控制标准首次得到了全球最严格的药监机构 FDA 的正式认可，也标志着中医药国际化进程迈出了关键而有力的一步，对国内众多医药企业将产生示范和引领作用。如果说美国 FDA 公布的《植物药标准法》让国内中药企业看到了希望的话，那么天士力复方丹参滴丸顺利进入 FDA 三期则意味着“希望照进现实”，未来将有更多疗效明确、安全性强的中成药以此为契机，逐渐走出国门、走向世界。此外，我们认为下半年复方丹参滴丸在国内的销售将有所放量，原因在于：首先，复方丹参滴丸作为基药目录的独家品种，随着下半年基层需求的释放，该药品在基层的销量有望得到快速增长；此外，在复方丹参滴丸顺利通过 FDA 二期临床试验的契机下，迟迟无法打开医院渠道的坚冰有望被打破，公司有望通过大力开展学术推广，进而转变西医对作为中成药的复方丹参滴丸的偏见，复方丹参滴丸也有望成为医院治疗心绞痛的首选用药。通过 FDA 二期试验所带来的广告效应也将可能使复方丹参滴丸与其它心脑血管药物相区别，患者对该药的认同度有望得到提升。

## 2010 年公司多个项目取得重大进展

上半年公司“亚单位流感疫苗”项目获批，这标志着公司正式迈入流感疫苗领域。目前国内仅两家企业获得流感亚单位疫苗批件，而仅有诺华等少数几家公司能够实现产业化，而天士力的亚单位流感疫苗的许多指标都超过国外同类型产品的水平，但仍将需要 1-2 年的市场成熟期。该项目设计产能为 400 万只，未来仍有扩产的可能。此外，2010 年上半年控股子公司上海天士力药业有限公司继续积极推进注射用重组人尿激酶原新药申报相关工作，并于 5 月收到国家食品药品监督管理局药品审评中心“申请药品生产现场检查通知书”，6 月上报“药品注

册生产现场检查申请表”，现该新药申报工作已进入药品注册生产现场检查阶段，预计最晚在 2011 年上市。而在生物制药方面，公司与法国梅里埃发展联盟旗下的 TRANSGENE SA 公司合作，共同设立“天士力创世杰（天津）生物制药有限公司”，致力于生物医药研究开发，公司生物药的产品线将更加丰富。公司二线品种养血清脑颗粒和水林佳也保持快速的增长，其中我们十分看好养血清脑颗粒未来的前景，明年下半年公司将对该产品进行扩产，以突破目前的产能瓶颈，我们认为养血清脑颗粒将复制复方丹参滴丸的成功，而公司也将积极推动二线品种 FDA 认证的进程。

### 天士力之骄股权问题终于尘埃落定，中药注射剂业务突破在即

公司于 2010 年 5 月与张平及其关联企业广东天之骄药物开发有限公司签订股权转让协议，受让张平持有的天津天士力之骄药业有限公司 20.52% 的股权，转让价款 3,002.365 万元，该股权转让款用于部分抵消张平及其关联方应当承担的债务，此次转让完成后，本公司对天士力之骄股权比例由 73.04% 增加至 93.56%，自此天士力之骄股权问题终于尘埃落定。此外，天士力之骄益气复脉粉针保持良好的增长势头，而公司第二个中药注射剂品种也将很快上市，公司中药注射剂业务将有望成为新的利润增长点。

### 投资建议

公司上半年的经营情况基本符合我们之前的预期，我们暂维持公司 2010-2012 年每股收益 0.86 元、1.11 元和 1.43 元的盈利预测，目前股价对应的估值水平分别为 41 倍、32 倍和 25 倍。尽管近期天士力在二级市场上已经出现较大幅度的上涨，然而我们认为天士力的估值水平仍有进一步上升的空间，天士力应享有与云南白药等龙头企业相当的估值水平，故此我们仍然维持其“强烈推荐”的投资评级，建议投资者将天士力作为长期投资标的。



**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。