

丹滴或将打开国内西医处方药市场

——天士力（600535）半年度财报点评

2010年8月11日

推荐/维持

天士力

财报点评

银国宏	分析师	执业证书编号: S1480207120048
联系人: 陈恒	010-66507337 Email: chenheng@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480210070004

事件:

天士力公布半年报, 1-6月份营业总收入21.48亿元, 比上年同期增长16.95%; 营业利润2.35亿元, 同比增长43.24%; 归属于母公司所有者的净利润1.95亿元, 比上年同期增长41.89%, 实现EPS0.40元。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入(百万元)	1,002.09	846.41	990.36	1,024.69	1,131.18	994.18	1,153.87
增长率(%)	21.83	11.01	15.63	17.65	16.26	17.46	16.95
毛利率(%)	32.27	28.19	35.28	32.95	33.55	30.74	34.44
期间费用率(%)	20.50	19.98	25.45	22.04	21.41	21.42	20.51
营业利润率(%)	11.16	7.42	10.20	9.89	11.13	8.52	13.00
净利润(百万元)	98.63	51.10	85.66	87.71	99.16	68.86	131.94
增长率(%)	45.78	27.73	65.86	45.95	0.54	34.76	54.02
每股盈利(季度, 元)	0.20	0.11	0.18	0.18	0.19	0.14	0.26
资产负债率(%)	39.30	44.78	43.70	47.06	46.06	44.81	48.08
存货周转率(%)	8.28	1.90	3.66	5.58	7.67	1.72	3.50
应收帐款周转率(%)	7.61	1.59	3.65	5.34	7.57	1.82	3.74

评论:

积极因素:

- 收入利润稳定增长。报告期内, 公司的医药工业收入同比增长14%, 毛利率提高近一个百分点; 医药商业收入同比增长17.65%, 达到13亿元, 毛利率提高1.11个百分点。
- 复方丹参滴丸有望进一步打开国内市场。公司于2010年8月7日召开复方丹参滴丸FDA二期临床试验结果报告会, 丹滴成为我国第一例顺利通过FDA二期临床的中药品种。这一事件用事实说明了丹滴的安全性和有效性, 会对国内的医生, 特别是西医医生产生积极的影响。我们曾分析, 丹滴未来可能会在三个方面实现二次增长: 国内的西医处方、国际市场、新的适应症市场。现在来看, 国内的西医处方市场是最有可能在短期内实现的突破口。
- 生物药建设顺利。公司构想未来能够中药、生物药“两条腿走路”, 在保证中药稳定增长的前提下, 积极打造现代生物制药创新和发展平台。目前, 这一构想取得了较大进展。子公司天士力金纳生物技术有限公司的第三代亚单位流感病毒疫苗已经取得了SFDA的注册批件, 设计年产能为400万支。同时注射用重

组人尿激酶原新药的申报工作也已进入生产现场检查阶段。另外，公司与法国生物技术公司TRANSGENE签订了合资合同，双方各自出资100万元人民币组建天士力创世杰（天津）生物制药有限公司，创世杰的成立标志着天士力建立起了生物药的研究平台。

消极因素：

- 复方丹参滴丸单品种独大的局面没有改变，二线品种的增长略显缓慢，对于丹滴的补充作用尚不明显。如果未来丹滴增速放缓，业绩的持续增长可能将得不到有效支撑。
- 政府对于药品价格的管理政策正在进一步的制定中，公司的复方丹参滴丸属于处方药，并且是基本药物和医保药物，面临着一一定的降价风险。

盈利预测：

我们预计公司下半年仍将较平稳增长，复方丹参滴丸和其他产品的毛利率保持稳定。综合考虑公司各方面的优势和业绩的增长，预测公司2010-2012年的EPS分别为0.85元、1.04元和1.27元，对应最近收盘价35.14元的动态PE分别是41倍、34倍和28倍，维持“推荐”投资评级。

表 1：天士力盈利预测和估值

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	3434	3993	4707	5497	6376
增长率（%）	22.9	16.3	17.9	16.8	16.0
净利润（百万元）	256	317	415	507	620
增长率（%）	44.0	23.8	31.0	22.2	22.2
每股收益(元)	0.52	0.65	0.85	1.04	1.27
净资产收益率（%）	13.4	15.6	16.9	17.2	17.3
PE	67	54	41	34	28

资料来源：东兴证券

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。