国都证为

2010年10月25日



公司研究

公司点评

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

# 费用控制较好,业绩好于预期

### ——天士力(600535)公司点评

### 核心观点

- 1. 三季度业绩增长好于预期。7-9月,公司实现收入12.18亿元,同比增长18.88%,增速较二季度提高2.37个百分点。综合毛利率为31.22%,同比下降1.74个百分点。因为管理和销售费用率的下降,利润增速高于收入增速。7-9月,公司实现归属母公司净利润12781万元,同比增长45.93%,增速高于市场一般预期。
- 2. 销售费用的利用效率提高。今年公司加强了对销售费用的控制,销售费用的使用效率有所提高。7-9月销售费用为 15468 万元,同比提高 0.16%,但是销售费用率下降了 2.37 个百分点,延续了前两季度的下降趋势。8月,复方丹参滴丸通过 FDA II 期临床,公司针对性开展了多场学术推广活动。学术活动对复方丹参滴丸的推广和公司品牌的宣传起到了极好的推动作用。得益于 FDA II 期临床结果的公布,公司产品市场推广的效率相对提高。
- 3. 复方丹参滴丸仍处于 FDA Ⅲ期临床试验筹备阶段。8月,复方丹参滴丸 FDA Ⅲ期临床试验结束,临床试验结果显示复方丹参滴丸对稳定性心绞痛二次发作预防和治疗具有临床和统计学的双重意义。按照计划,今年年底将确定Ⅲ期临床试验的实验方案。明年 2 月份,Ⅲ期临床试验将正式开始。
- 4. 亚单位流感疫苗通过 GMP 认证。8月12日,公司控股子公司天士力金纳生物通过药监局现场检查和审核,并取得《药品 GMP 证书》。此次认证的范围为流感病毒亚单位疫苗。由于错过了季节性流感疫苗菌种的发送期,所以公司没有赶上今年秋季招标。明年接到新的菌种后,产品才开始正式投放市场。流感疫苗的首期产能为400万支,公司将视需求扩大至800万支。公司疫苗质量标准要高于诺华,而定价可能略低,疫苗上市后具有一定的竞争优势。
- 5. 盈利预测与评级。公司是现代中药的龙头企业,未来发展战略清晰、新产品前景广阔,是值得长期投资的优质标的。考虑到销售费用下降,我们上调了公司的盈利预测,预计 10-12 年 EPS 分别为 0.93 元, 1.23 元和 1.61 元, 对应的动态 PE 分别为 35 倍, 27 倍和 20 倍。考虑到 FDA 二期临床结果对估值的提升以及业绩继续超预期的可能,我们维持公司"短期-推荐,长期-A"的投资评级。
- **6. 风险提示。**复方丹参滴丸增速低于预期的风险, FDA 临床实验风险; 药品审批进度低于预期的风险。

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	3993	4790	5690	6728
同比增速(%)	16.26	19.98	18.78	18.24
净利润(百万)	324	459	605	794
同比增速(%)	29.26	41.79	31.81	31.29
EPS(元)	0.65	0.93	1.23	1.61
P/E	51	35	27	20

### 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)	19.29-36.81		
总市值(亿元)	160.84		
总资产(亿元)	40.25		
每股净资产(元)	4.17		
6个月 目标价			
12个月			

#### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-天士力 (600535):上半年增长好于预期,下半年增 速有望加快》
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-天士力 (600535): 十年一剑、意义深远》 2010-08-09
- 3.《国都证券-公司研究-公司点评-天士力 (600535):业绩持续增长,政策效应将逐步 显现》 2010-03-09

#### 研究员:徐昊

电 话: 010-84183293 Email: xuhao@guodu.com 执业证书编号: S0940210060003

### 联系人:潘蕾

电话: 010-84183157 Email: panlei@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。



### 表 1 天士力盈利预测表

单位: 百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,434	3,993	4,790	5,690	6,728
增长率(%)	22.87	16.26	19.98	18.78	18.24
营业成本	2,296	2,687	3,185	3,767	4,425
毛利率(%)	34.57	35.25	36.63	38.20	40.61
营业税金及附加	23	26	31	37	44
资产减值准备	2	6	7	8	9
销售费用	496	566	623	683	740
管理费用	230	281	345	410	484
财务费用	71	42	49	59	69
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	317	391	551	727	956
增长率(%)	48.43	23.37	40.75	32.03	31.48
期间费用率(%)	23.20	22.27	21.23	20.23	19.23
加:营业外收入	7	14	16	19	23
减:营业外支出	9	6	7	9	10
利润总额	315	399	560	738	968
增长率(%)	39.69	26.86	40.22	31.81	31.29
减: 所得税	64	75	101	133	174
实际税负比率(%)	20.41	18.91	18.00	18.00	18.00
净利润	250	324	459	605	794
增长率(%)	53.63	29.26	41.79	31.81	31.29
减:少数股东损益	-6	7	5	6	8
属于母公司的净利润	256	317	454	599	786
同比增长	43.96	23.77	43.44	31.81	31.29
毎股收益 (元)	0.52	0.65	0.93	1.23	1.61
市盈率 (倍)	63	51	35	27	20

资料来源:公司公告、国都证券研究所



## 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		
45 Hn	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		
短期 评级	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		
	В	预计未来三年内,该行业竞争力等于所有行业平均水平		
	С	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	类别                    定义				
	强烈推荐	预计未来 6 个月内,股价涨幅在 15%以上			
短期 评级	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			
V th	A	预计未来三年内,公司竞争力高于行业平均水平			
长期 评级	В	预计未来三年内,公司竞争力与行业平均水平一致			
	С	预计未来三年内,公司竞争力低于行业平均水平			

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时,在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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,根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关,投资者据此操作,风险自负。

本报告版权归国都证券所有,未经书面授权许可,任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

	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	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com		
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com		
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com		
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com		
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com		
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com		
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com		
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com		
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com		
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com		
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaibing@guodu.com		
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com		
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com		
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com		