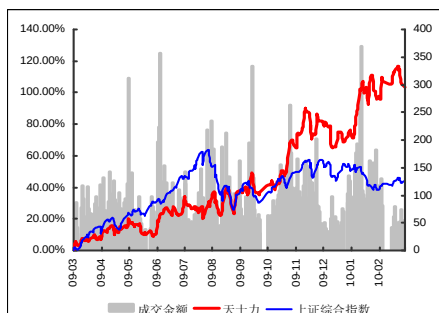


2010 年 03 月 09 日

天士力（600535）年报点评

评级：谨慎推荐

52 周走势



报告作者

国联证券医药组

组长：强系璧

执业证书编号：S0590208070088

联系人：周静

电话：0510-82832380

 Email: zhoujing@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

投资要点：

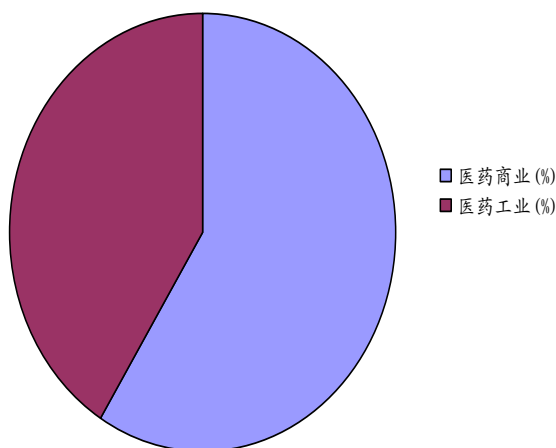
- **公司公布 09 年年报。**2009 年度公司实现营业总收入 39.93 亿元，同比增长 16.26%，净利润（归属于母公司股东）为 3.17 亿元，同比增长 23.77%，经营活动产生的现金流量净额 4 亿元，每股收益为 0.65 元。每 10 股派发现金股利 4.00 元（含税）。
- **主导产品受益于基层扩容，二线产品增速加快。**09 年公司重磅产品复方丹参滴丸预计实现收入超过 12 亿元，增速超过 10%，可以说牢牢占据心血管用药的榜首位置。另外在销售战略的调整下，二线产品增速加快，水佳林 09 年销售收入过亿，养血清脑颗粒预计全年达到 2.4 亿元。
- **公司盈利能力进一步提升。**由于销售费用率和财务费用率的下降，使得 09 年期间费用率进一步下降为 22.27%，同比下降了 1 个百分点。通过一直以来控制费用的努力，公司的营业利润率和销售净利率以及净资产收益率都出现了上升态势，公司的盈利能力得到增强。
- **后续业绩增长有保证。**主打产品复方丹参滴丸已经完成美国 FDA II 期临床 108 个病例的试验，结果将于近期公布，尽管离打开美国市场还有较长时间，但在国内的品牌提升和销量都将有一定的促进作用，再加上基层扩容的影响，销量有望继续维持 10%以上增速。另外公司 09 年下半年推出的中长期股权激励方案，将有效的调动管理层的积极性，增加业绩释放的动力，而与股价联动又使得管理层重视资本市场，有利于维持股价稳定。
- **假设公司 2010 年、2011 年所得税率分别为 15%和 17%，在不考虑非经常性损益和营业外收支的前提下，我们预计公司业绩分别为 0.81 和 0.92 元。**尽管目前公司估值已经较为合理，不过考虑到公司目前处于发展拐点，前景看好，给予“谨慎推荐”评级。

天士力 2009 年度公司实现营业总收入 39.93 亿元，同比增长 16.26%，净利润（归属于母公司股东）为 3.17 亿元，同比增长 23.77%，经营活动产生的现金流量净额 4 亿元，每股收益为 0.65 元。每 10 股派发现金股利 4.00 元（含税）。

产品增速有所提高

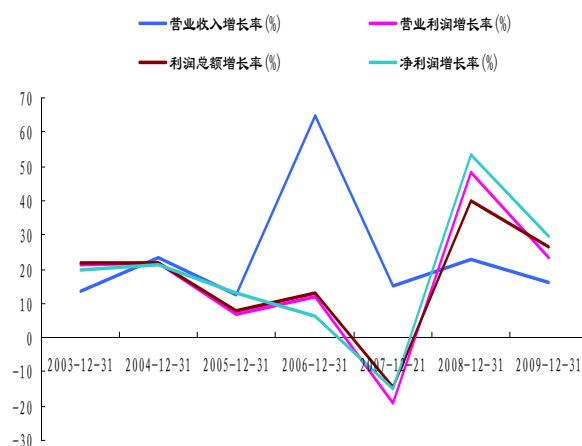
公司 09 年医药工业实现营业收入为 16.25 亿元，同比增长 10.89%，其中重磅产品复方丹参滴丸消除了年初“院士事件”的不良影响，由于公司销售终端早在 06 年就已经开始了下沉，因此在 09 年基层扩容的良好机遇下，销售收入超过 12 亿元，增速超过 10%，可以说牢牢占据心血管用药的榜首位置。另外在销售战略的调整下，二线产品增速加快，水佳林 09 年销售收入过亿，养血清脑颗粒预计全年达到 2.4 亿元。

图表 1：天士力分行业构成图



数据来源：公司年报 国联证券研究所

图表 2：公司 2003-2009 年成长能力分析图

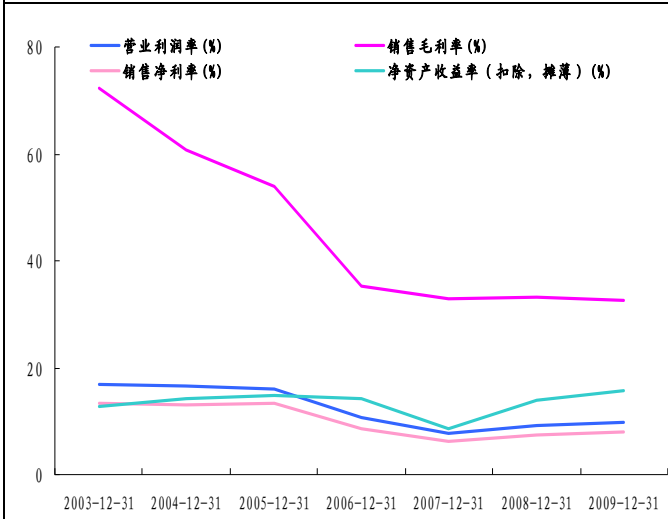


数据来源：公司年报 国联证券研究所

公司盈利能力进一步提升

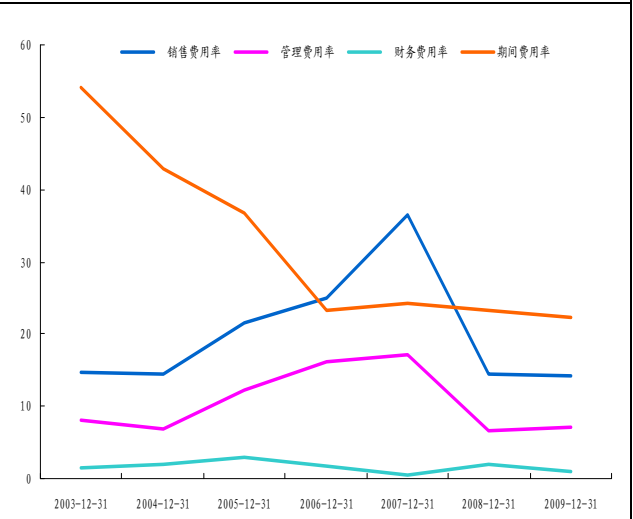
公司销售毛利率近几年可以说保持平稳态势，09 年为 32.69%，稍微有所下滑，这主要与公司工业比重有所下降有关，而公司的营业利润率和销售净利率以及净资产收益率近几年出现了上升态势，表明公司的盈利能力得到增强，主要原因则是期间费用率的下降，09 年由于销售费用率和财务费用率的下降，期间费用率进一步下降为 22.27%，同比下降了 1 个百分点。

图表 3: 公司 03-09 年盈利能力分析图



数据来源: 公司年报 国联证券研究所

图表 4: 公司 2003-2009 年期间费用率图



数据来源: 公司年报 国联证券研究所

后续业绩增长有保证

主打产品复方丹参滴丸已经完成美国 FDA II 期临床 108 个病例的试验, 结果将于近期公布, 尽管离打开美国市场还有较长时间, 但在国内的品牌提升和销量都将有一定的促进作用, 再加上基层扩容的影响, 销量有望继续维持 10% 以上增速。另外公司 09 年下半年推出的中长期股权激励方案, 将有效的调动管理层的积极性, 增加业绩释放的动力, 而与股价联动又使得管理层重视资本市场, 有利于维持股价稳定。

盈利预测

假设公司 2010 年、2011 年所得税率分别为 15% 和 17%, 在不考虑非经常性损益和营业外收支的前提下, 我们预计公司业绩分别为 0.81 和 0.92 元。尽管目前公司估值已经较为合理, 不过考虑到主打产品复方丹参滴丸强大的竞争优势和二线产品的放量, 再加上公司股权激励和渤海银行 2013 年 IPO 带来投资的增值, 我们给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测表:

	2007A	2008A	2009 A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	2,794.91	3,434.22	3,992.65	4650.35	5357.60
营业税金(百万元)	20.85	23.21	25.79	33.00	37.00
销售费用(百万元)	408.3	496.05	565.83	641.75	723.28
管理费用(百万元)	224.74	229.87	281.28	269.72	321.46
财务费用(百万元)	41.43	70.78	42.07	69.76	91.08
营业利润(百万元)	213.6	317.04	391.14	462.81	538.74
利润总额(百万元)	225.21	314.59	399.1	462.81	538.74
减: 所得税(百万元)	62.24	64.21	75.46	69.42	91.59
净利润(百万元)	162.97	250.38	323.63	393.39	447.16
基本每股收益(元)	0.37	0.52	0.65	0.81	0.92

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。