

2010年6月1日

医药行业

天士力 (600535)

增持

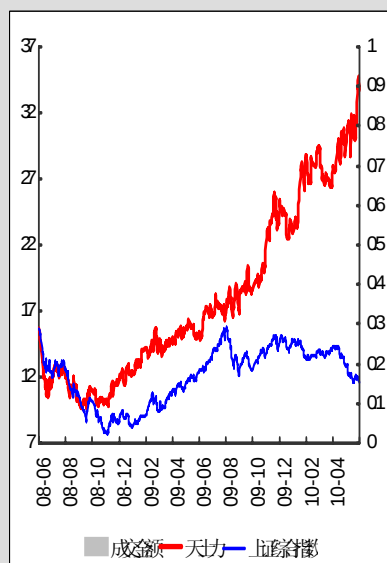
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-710

liwz@rxzq.com.cn

天士力与上证指数走势对比图



产品梯队日趋丰富，增发提升公司综合竞争力

投资要点

■ **单腿走路时代已经远去，产品梯队日趋丰富。**众所周知，天士力是靠复方丹参滴丸发展壮大起来的，这个产品主要用于冠心病、心绞痛、心肌梗塞等病症，2009年单品实现收入超过12亿元，位列医院心脑血管用药市场之首，远远领先于后面的其它产品。除了复方丹参滴丸，公司二线梯队产品日趋丰富，其中以养血清脑颗粒和水林佳为主，养血清脑颗粒可以治疗慢性脑供血不足引起的头晕、头昏、失眠的症状。公司2009年产品实现收入2.5亿元，同比增长接近40%，2010年公司收入目标是超过3亿元；而水林佳具有直接修复、稳定肝细胞膜，调节肝脂肪代谢，减轻有毒物质引起的脂质过氧化反应的作用，适合于慢性肝炎及脂肪肝的长期治疗，该产品09年实现收入接近1亿元，同比增长率超过90%，今年收入目标超过1.5亿元。这两个产品目前已经在国家09年新版医保目录中，未来将会持续快速增长。此外公司进一步拓展生物医药领域，包括5月公告与法国TRANSGENE股份有限公司签订了《合资合同》，双方约定各自以现金方式出资100万元人民币组建天士力创世杰生物制药公司。Transgene是属于法国Mérieux Alliance（梅里埃集团）旗下的开发免疫治疗产品的生物技术公司，相信此次合作只是开始，这将奠定公司向一线医药股进军的基础。对于刚刚获批的亚单位流感疫苗，公司预计今年下半年可以上市，批准产品包括西林瓶120万瓶和注射器280万支。而另一个潜力产品重组人尿激酶目前已经进入内部审核阶段，预计将在年底或明年获批，这样公司的产品梯队将日趋丰富。

■ **定向增发提升公司综合竞争力。**公司5月25日公告计划以不低于每股26.73元的价格非公开发行股票，计划发行数量在2000万-4000万股，募集资金10亿元投向复方丹参滴丸的扩建项目、中药固体制剂、研发中心、三七药材储备基地等7个大项目。我们认为此次增发将进一步扩大公司的经营规模，改善其产品结构及收入结构，巩固竞争中的技术、管理、资源及产业链等优势，全面提升公司核心竞争力，增强盈利能力和可持续发展能力。我们预计公司2010年和2011年净利润分别为4亿和4.9亿元，每股收益为0.83元和1.01元。目前来看公司2010年动态PE为39倍，基本与整体医药行业的PE水平持平，但鉴于公司稳定的业绩成长，以及横跨中药和生物医药两大重点领域的战略发展目标，我们认为其具备未来成为医药行业一线企业的潜质，所以长期来看给予公司“增持”的投资评级。

2008 - 2011 年公司盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E
复方丹参滴丸(万元)	115000	121900	134090	147499
增长率	15%	6%	10%	10%
养血清脑颗粒(万元)	18000	24840	33534	45271
增长率	13%	38%	35%	35%
水林佳(万元)	5000	10000	15000	22500
增长率	150%	100%	50%	50%
其它产品(万元)	8500	10200	12240	14688
增长率	57%	20%	20%	20%
医药工业收入合计(万元)	146500	166940	194864	229958
医药工业毛利率	72%	73%	73%	73%
医药工业毛利收入	105054	121499	142251	167869
医药商业收入合计(万元)	195500	234600	281520	337824
增长率	26%	20%	20%	20%
医药商业毛利率	4%	4%	5%	5%
医药商业毛利收入	8540	10248	14076	16891
营业收入合计	3,419,990,384	4,029,000,000	4,763,840,000	5,677,820,000
毛利收入合计	1,135,940,000	1,305,000,000	1,563,270,000	1,847,600,000
税金及附加	23,206,538	27,671,756	33,036,698	38,367,582
税金及附加占收入比	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
期间费用合计	796,693,307	886,380,000	1,048,044,800	1,234,925,850
期间费用率	23%	22%	22%	22%
资产减值损失	1,710,331	5,762,422	1,500,000	1,500,001
投资净收益	178,135	6,600,937	6,600,937	6,600,937
营业外净收入	(2,453,071)	8,000,000	8,000,000	8,000,000
利润总额	314,590,585	399,786,759	496,789,439	588,907,505
所得税	64,214,285	75,464,558	89,422,099	94,225,201
少数股东损益	(5,511,218)	6,927,678	3,000,000	3,000,000
净利润	255,887,518	317,394,523	404,367,340	491,682,304
每股收益	0.52	0.65	0.83	1.01

数据来源: 日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。