

天士力 (600535): 年报显示拐点, 未来值得期待

增持 (维持)

医药行业/中药

当前股价: 17.70 元

报告日期: 2008 年 3 月 25 日

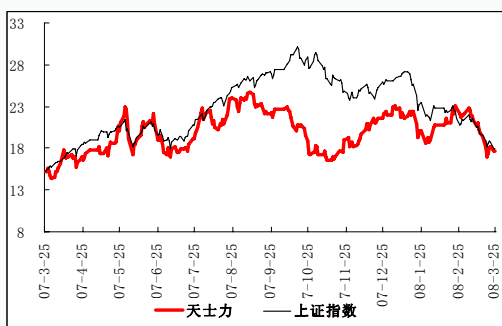
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	2,414	2,795	3,198	3,698
(+/-)	64.7%	15.8%	14.4%	15.6%
营业利润	263	214	309	435
(+/-)	13.0%	-18.8%	44.5%	41.0%
归属于母公司的净利润	206	178	250	343
(+/-)	6.2%	-13.5%	40.5%	37.3%
每股收益 (元)	0.42	0.36	0.51	0.70
市盈率 (倍)	42.0	48.6	34.6	25.2

公司基本情况 (2007 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	48,800/24,726
流通市值 (亿元)	54.42
每股净资产 (元)	3.73
资产负债率 (%)	36.18

股价表现 (最近一年)



天相消费品小组

联系人—周浩

021-58824282-889 zhouh@txsec.com

联系人—施剑刚

服务热线 010-66045555

- 2007 年报显示, 公司全年实现营业收入 27.95 亿元, 同比增长 15.76%, 实现营业利润 2.14 亿元, 同比下降 18.64%, 归属于母公司净利润 1.78 亿元, 同比下降 13.51%, 摊薄后每股收益 0.36 元; 拟定 2007 年利润分配预案: 每 10 股派现金 3.00 元 (含税)。
- 公司 07 年业绩完全符合我们的预期。公司报告期内营业收入增长主要是医药商业大幅增长所拉动, 净利润同比去年下降主要是 1、由于公司 07 年执行新会计准则, 将天士力之骄药业和上海天士力的开办费用 5000 余万元一次计入管理费用, 初步测算这部分费用摊低每股收益近 0.08 元; 2、医药商业增长较快, 这部分毛利率较低, 因此带动了公司整体毛利率下降了 2.19 个百分点, 降到 32.90%。
- 公司主打产品复方丹参滴丸销售依然向好。复方丹参滴丸是公司的支柱产品, 已经连续多年名列中国单品种药品销售榜首位置, 07 年依然如此。据我们跟踪得知该品种在提价 10% 后依然销量不减, 报告期内实现 2 位数以上的增长, 销售收入占营业收入 1/3 以上, 这为公司业绩提供了相当的保障。我们认为 08 年提价后的复方丹参滴丸得益于公司销售策略依然销售旺盛, 全年仍有望持续 10% 以上的增长势头。以目前该品种的销售收入为基数, 维持正常相关费率不变, 每增长 10%, 将增厚公司每股收益近 1 毛钱。另外公司报告期内其他药品销售收入也相应有所增长。
- 中药粉针剂成功上市, 为公司可持续性发展做出贡献。公司一直以来受到单一品种经营的诟病, 通过多年的努力, 公司的第一个粉针剂终于在 07 年成功上市。虽然在报告期内销量不大, 提供利润也不多, 这与公司对该品种的销售策略有关, 我们认为公司会通过第一个粉针剂的推广汲取经验, 为以后的中药粉针剂乃至生物制剂推广打下良好的基础。随着益气复脉的销量逐渐增长, 和后续粉针剂的上市, 中药注射液将成为公司新一轮增长的支点。
- 得益于政策扶持, 符合中药现代化发展思路。按照我国新颁布实施的《生物产业发展“十一五”规划》中的现代中药专项的内容, 参考此前颁发的《中药现代化发展纲要 (2002~2010 年)》和《中医药创新发展规划纲要 (2006-2020 年)》, 和最近颁布执行的《中药、天然药物注射剂基本技术要求》、



《中药注册管理补充规定》等政策，可以看出国家对中药的发展越来越重视，导向性也越来越强。我们认为现代中药是未来中药行业的重要发展的重要途径，公司是中药现代化的龙头企业，一方面继承了传统医药学的精髓，一方面发扬了企业不断创新的良好品质，拥有了优质的产品梯队，形成了良好的可持续性发展能力，主打产品在美国 FDA 进行二期临床认证，为我国中药国际化做出努力。

- **盈利预测和评级。**公司是现代中药龙头企业，无论从生产、质量控制、管理水平、激励机制以及各项科技成果等指标来看均领先于业内。公司07年执行新会计准则和推广新产品等因素，导致业绩下滑，我们重申07年是公司业绩的拐点，公司的困难时期已经过去，据我们最新跟踪的情况显示，公司1季度经营状况良好，各项产品均有不同程度的增长，由以复方丹参滴丸和水林佳增长较快，我们预计公司08年1季度业绩将同比07年增长100%左右，暂时维持此前对公司08年、09年EPS分别为0.51元、0.70元的预测，以目前股价17.70元计算对应08年、09年的动态市盈率分别为34.7倍和25.2倍，维持“增持”评级。我们会紧密跟踪公司动态，调整其盈利预测和评级。
- **风险提示：**1) 新产品推广低于预期；2) 政策性风险；3) 近期大盘调整而带来的系统性风险。

图表 天士力盈利预测（万元）

项 目	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	241,435	279,491	319,832	369,841
增长率(%)	64.7%	15.8%	14.4%	15.6%
减：主营业务成本	156,709	187,526	212,521	238,994
营业税金及附加	1,889	2,085	2,559	2,959
营业费用	35,277	40,830	50,853	59,175
管理费用	17,149	22,474	18,550	20,341
财务费用	4,639	4,143	4,797	5,178
期间费用率(%)	23.6%	24.1%	23.2%	22.9%
加：投资收益	209	188	60	60
补贴收入	41	0	0	0
营业利润	26,296	21,360	30,871	43,515
增长率(%)	13.0%	-18.8%	44.5%	41.0%
营业外收入	13	1,402	100	100
减：营业外支出	92	241	100	100
利润总额	26,217	22,521	30,871	43,515
增长率(%)	13.0%	-14.1%	37.1%	41.0%
利润率(%)	10.9%	8.1%	9.7%	11.8%
减：所得税	4,846	6,224	6,390	9,008
实际税负比率(%)	18.5%	27.6%	20.7%	20.7%
净利润	20,550	17,774	24,981	34,308



增长率 (%)	6.2%	-13.5%	40.5%	37.3%
净利润率 (%)	8.5%	6.4%	7.8%	9.3%
每股收益 (元)	0.42	0.36	0.51	0.70

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014