



2009年4月21日

医药行业

业绩回顾

孙亮

分析员

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

天士力(600521.CH)

业绩稳步增长

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,784	3,420	3,970	4,743
(+/-)	15.3%	22.8%	16.1%	19.5%
主营业务利润	1,113	1,269	1,269	1,517
(+/-)	24.5%	14.0%	0.0%	19.6%
营业利润	212	317	362	446
(+/-)	-18.7%	49.7%	14.1%	23.4%
净利润	175	256	315	388
(+/-)	-15.0%	46.5%	22.9%	23.2%
每股收益(元)	0.04	0.14	0.64	0.79
市盈率	0.0	107.2	23.8	19.3
净资产收益率	9.6%	13.4%	15.5%	17.4%
投入资本回报率	7.1%	11.4%	10.8%	12.6%
现金分红收益率	2.0%	1.7%	2.1%	2.6%

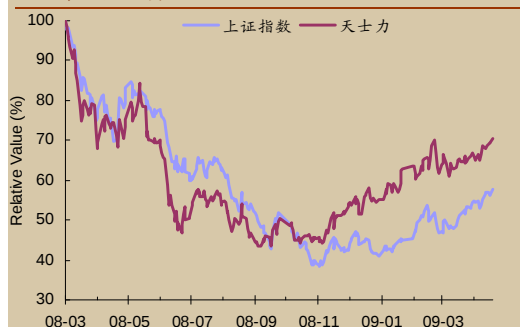
股票信息

	A股
当前股价	人民币15.32
股票代码	600521.CH
日成交量(百万股)	1.5
52周最高价/最低价	人民币25.48/9.47
总市值(百万元)	7,476
发行股数(百万股)	488
其中:流通股(百万股)	488
主要股东(持股比例)	天津天士力集团有限公司(50.02%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[天士力]	+1.39	+11.70	+18.30	+26.82
[中金A股指数]	+4.70	+14.25	+36.60	+52.50
[中金医疗保健指数]	+5.00	+9.21	+25.38	+35.04

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

业绩稳定增长

- 2009年一季度实现收入 8.5 亿元, 同比增长 12%, 实现净利润 0.52 亿元, 同比增长 29%, 每股收益 0.107 元, 较预期略好。

正面:

- 公司主营业务利润率提升 1 个百分点至 7.6%, 同时通过优化融资结构财务费用同比下降 36%, 对盈利起到积极作用。公司享受 15% 高新技术企业所得税率优惠, 实际税率同比大幅下降近 8 个百分点, 推动业绩增长近 30%, 高于销售收入增速。
- 报告期内, 公司存货控制较好, 应收账款和预付项目有所增长, 但都在可控范围之内。经营性现金流从去年同期的负 0.87 亿元扭转为 0.97 亿元, 显示经营质量较好。公司整体负债率 45%, 流动比率和速动比率分别为 1.2 和 1.0 左右, 整体财务状况不错。

- 院士造假风波牵涉到公司, 对经营造成短期影响, 公司进行了积极应对, 降低影响程度, 缩短影响时间, 保证了业绩稳定增长。

负面:

- 销售费率同比提升 1.3 个百分点至 12.6%, 吞噬了部分利润。

新产品推动发展

复方丹参滴丸如能进入基本用药, 面临销量扩张机会, 水林佳、益气复脉保持较快增长, 养血清脑也从销售波动中逐渐恢复。新品研发报审稳步推进, 尿激酶原生产线已经建设完毕, 等待新药审批, 亚单位流感疫苗生产线在进进行调试, 等待生产批文, 相关品种将带来新的增长点。

维持“审慎推荐”

基本药物带来发展机遇, 新品种可望陆续进入市场, 给公司发展带来新动力。我们预计 2009、2010 年实现每股收益 0.64、0.79 元, 对应动态市盈率 24x 和 19x, 估值水平在医药板块中不算太高, 维持“审慎推荐”评级。

表 1: 08 年度业绩分析

	2007A	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008A	1Q2009	CICC Comments
(百万元)								
主营业务收入	2,784	756	832	844	988	3,420	846	
同比增长率	15%	18%	23%	25%	24%	23%	12%	
环比增长率		-5%	10%	1%	17%		-14%	
主营业务成本	1,869	551	518	548	667	2,284	608	
成本率	67.1%	72.9%	62.2%	65.0%	67.5%	66.8%	71.8%	
主营业务税金及附加	21	4	6	6	7	23	5	
占销售收入的 %	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	
主营业务利润	894	201	309	290	314	1,113	234	
毛利率	32.1%	26.6%	37.1%	34.4%	31.7%	32.5%	27.6%	主营业务利润率上升约1个百分点
同比增长率	8%	-1%	48%	39%	21%	24%	16%	
其他业务利润	5	0	0	0	2	2	0	
营业费用	408	86	158	135	118	496	107	
占销售收入的 %	14.7%	11.3%	18.9%	16.0%	11.9%	14.5%	12.6%	营业费率上升约1.3个百分点
管理费用	225	48	53	60	68	230	55	
占销售收入的 %	8.1%	6.4%	6.4%	7.1%	6.9%	6.7%	6.5%	管理费率上升0.1个百分点
财务费用	41	12	21	19	19	71	8	财务费用同比下降36%
营业利润	212	52	77	76	112	317	63	
营业利润率	8%	7%	9%	9%	11%	9%	7%	
同比增长率	-19%	192%	19%	84%	27%	50%	20%	
投资收益	2	0	0	0	0	0	0	
补贴收益	0	0	0	0	0	0	0	
营业外收入	14	0	1	0	5	7	1	
营业外支出	2	0	4	0	5	9	0	
税前利润	225	52	74	76	112	315	63	
税前利润率	8%	7%	9%	9%	11%	9%	7%	
同比增长率	-14%	165%	17%	76%	13%	40%	21%	
所得税	62	13	21	16	14	64	12	
有效税率	27.6%	25.5%	28.4%	21.4%	12.1%	20.4%	18.9%	实际说得税率下降近8个百分点
少数股东权益	-12	-2	-5	1	0	-6	-1	
净利润	175	41	58	59	98	256	52	
净利润率	6%	5%	7%	7%	10%	7%	6%	
同比增长率	-15%	99%	38%	42%	55%	46%	29%	
环比增长率		-36%	42%	3%	65%		-47%	
每股收益 (元)	0.358	0.083	0.118	0.122	0.201	0.524	0.107	

数据来源：彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

表 2: 公司主要资产项目变动情况

人民币 百万	期末余额	年初余额	变动金额	变动幅度		期末余额	年初余额	变动金额	变动幅度
货币资金	369	404	-35	-9%	短期借款	587	621	-34	-5%
应收票据	195	144	50	35%	应付票据	308	317	-9	-3%
应付账款	548	519	29	6%	应付账款	237	178	58	33%
其它应收预付项目	52	42	10	25%	其它应付预收款项	124	121	3	3%
存货	326	313	13	4%	应付股利	195	0	195	-
流动资产合计	1575	1511	64	4%	流动负债合计	1450	1236	214	17%
长期股权投资	173	172	0	0%	长期借款	100	100	0	0%
固定资产	1093	1121	-28	-2%	非流动负债合计	14	15	-1	-6%
非流动资产合计	1927	1937	-10	-1%	负债合计	1569	1355	213	16%
资产总计	3502	3448	54	2%	股东权益合计	1934	2093	-159	-8%

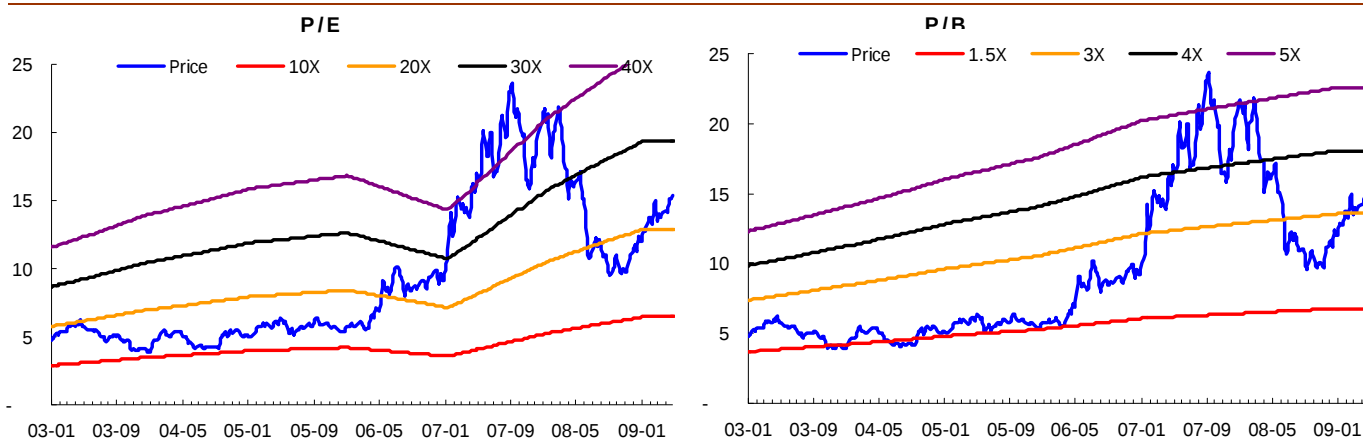
资料来源：公司公告，中金公司研究部

表 3: 公司主要财务数据和预测

单位: 人民币百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表						财务指标					
主营业务收入	2,414	2,784	3,420	3,970	4,743	成长性指标					
主营业务成本	-1,567	-1,869	-2,284	-2,673	-3,193	主营业务收入增长率	64.7%	15.3%	22.8%	16.1%	19.5%
主营业务利润	828	894	1,113	1,269	1,517	净利润增长率	6.2%	-15.0%	46.5%	22.9%	23.2%
营业费用	-353	-408	-496	-596	-711	盈利性指标					
管理费用	-171	-225	-230	-258	-308	毛利率	34.3%	32.1%	32.5%	32.0%	32.0%
财务费用	-46	-41	-71	-53	-51	三项费用	23.6%	24.2%	23.3%	22.8%	22.6%
营业利润	260	212	317	362	446	息税前利润率	10.8%	7.6%	9.3%	10.3%	10.4%
税前利润	262	225	315	359	445	净利润率	8.5%	6.3%	7.5%	7.9%	8.2%
净利润	206	175	256	315	388	收益率指标					
现金流量表						资产收益率	6.3%	5.6%	7.4%	8.5%	9.7%
经营活动现金流	140	227	260	289	390	净资产收益率	14.3%	9.6%	13.4%	15.5%	17.4%
营运资本的变动	-150	-26	-51	-142	-124	运营效率性指标					
投资活动现金流	-142	-255	-179	-160	-160	应收帐款回收期(天)	48	56	59	60	60
资本支出	-255	-200	-157	-140	-140	存货周转期(天)	46	47	49	49	49
自由现金流	-115	27	103	149	250	负债指标					
融资活动现金流	-23	-241	5	-157	-227	净债务/所有者权益	净现金	12.3%	16.1%	18.2%	15.4%
货币资金增加额	-25	-270	86	-28	3	资产负债率	47.2%	36.2%	39.3%	39.4%	39.0%
资产负债表						流动比率	1.18	1.39	1.22	1.21	1.28
货币资金	619	255	404	303	307	速动比例	1.02	1.12	0.97	0.94	0.98
应收款项	324	432	561	662	791	估值指标					
存货	200	241	313	367	438	摊薄每股收益(元)	0.42	0.36	0.52	0.64	0.79
固定资产	1,172	1,263	1,345	1,481	1,505	每股经营现金流(元)	0.29	0.47	0.53	0.59	0.80
短期借款	273	285	621	621	621	市盈率	36.4	42.8	29.2	23.8	19.3
应付款项	410	447	596	668	798	市净率	4.3	3.8	3.6	3.4	3.1
股东权益	1,439	1,819	1,913	2,032	2,227	EV/EBITDA	13.1	25.6	19.2	15.3	12.9
总资产	3,265	3,094	3,448	3,702	3,987	现金分红收益率	1.8%	2.0%	1.7%	2.1%	2.6%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 1: 历史市盈率、市净率区间



资料来源: Wind, 中金公司研究部

表4：全部A股医药公司估值对比

公司名称	代码	收盘价(元) 09-4-20	总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	摊薄后每股收益(元)			P/E			股息收益率	净资产收益率			市净率		
					2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
大宗原料药																	
海正药业	600267	15.82	7,108	7,108	0.31	0.44	0.58	51	36	27	0.6%	10%	14%	16%	5.2	4.7	4.4
华海药业	600521	14.30	4,279	4,279	0.44	0.50	0.63	32	29	23	0.7%	14%	15%	16%	4.5	3.9	3.2
华北制药	600812	9.26	9,525	7,822	0.06	0.26	0.41	154	35	22	0.0%	4.9%	19.9%	21.6%	7.6	6.5	5.0
浙江医药	600216	18.41	8,286	8,284	0.13	2.16	2.39	142	8.5	7.7	0.2%	6.8%	72.9%	37%	9.5	4.6	3.3
新和成	002001	29.49	10,087	3,883	0.23	4.02	3.45	128	7.3	8.5	0.3%	9.6%	103.2%	43%	12.1	5.5	3.3
普洛股份	000739	6.82	1,751	1,427	0.12	0.11	0.00	55	60.2		0.0%	5.5%	4.0%		2.5	2.4	
新华制药	000756	5.70	2,607	681	0.07	0.07	0.12	81	81.4	47.4	0.5%	2.2%	2.2%		1.6	1.8	
天药股份	600488	7.76	4,213	2,806	0.05	0.09	0.31	162	83	25	0.3%	2.1%	3.5%	10.4%	2.9	2.9	2.6
普抗医药	600789	5.16	3,001	1,799	0.04	0.06	0.00	129	86.0		0.0%	1.8%	2.4%		2.1	2.0	
东北制药	000597	20.67	6,900	6,197	0.16	1.16	1.32	133	18	16	0.3%	5.1%	29.1%	23%	7.8	4.4	3.6
中间值			5,589	4,081	0.13	0.35	0.50	129	36	22	0.3%	5.3%	14.1%	21.6%	4.8	4.2	3.3
品牌中药																	
云南白药	000538	36.74	19,621	8,995	0.63	0.87	1.14	58	42	32	0.3%	25%	14%	16%	14.6	6.2	5.3
同仁堂	600085	16.80	8,750	8,750	0.45	0.50	0.57	37	34	30	0.6%	9%	9%	10%	3.3	3.1	3.0
广州药业	600332	8.04	6,520	1,636	0.41	0.23	0.19	19	36	42	1.5%	11%	6%	5%	2.1	2.1	2.2
东阿阿胶	000423	18.06	9,459	7,268	0.39	0.44	0.68	46	41	27	1.1%	17%	22%	23%	7.7	7.1	6.4
片仔癀	600436	24.50	3,430	1,559	0.68	1.01	0.85	36	24	29	2.0%	13%	19%	15%	4.7	4.7	4.5
九芝堂	000989	11.01	3,277	2,282	0.52	0.67	0.49	21	16	22	2.7%	11.8%	16.6%		2.8	2.7	
独一味	002219	19.82	1,851	464	0.48	0.50	0.66	41	40	30	0.0%	26.9%	19.6%	17%	13.0	5.9	5.0
*ST中新	600329	15.56	5,752	1,379	-0.20	0.49	0.57		32	27	0.0%	-6.2%	15.6%	13%	5.2	4.7	3.7
马应龙	600993	33.98	3,130	2,312	2.19	0.94	1.14	16	36	30	0.9%	20.2%	0.0%	12%	4.4	4.2	4.0
中间值			5,752	2,282	0.48	0.50	0.66	37	36	30	0.9%	13.2%	15.6%	14.0%	4.7	4.7	4.3
现代中药																	
天士力	600535	15.32	7,476	7,476	0.36	0.52	0.64	42	29	24	2.0%	10%	14%	14%	4.1	3.9	3.6
康缘药业	600557	18.31	4,879	3,605	0.36	0.53	0.70	51	34	26	0.5%	11%	19%	16%	5.6	5.1	4.4
益佰制药	600594	11.24	2,643	2,643	0.51	0.42	0.56	22	27	20	1.3%	19.9%	18.0%	18%	5.2	4.6	3.3
亚宝药业	600351	11.98	3,791	3,791	0.34	0.58	0.76	35	21	16	0.0%	12.9%	14.7%	14%	10.3	4.7	2.2
仁和药业	000650	12.50	2,751	1,071	0.18	0.32	0.78	69	39	16	0.0%	18.1%	25.9%	18%	11.7	9.0	4.2
江中药业	600750	13.62	4,030	2,473	0.33	0.44	0.54	41	31	25	1.2%	12.2%	14.9%	16%	4.8	4.4	3.9
千金药业	600479	21.70	3,937	3,275	1.15	0.72	0.82	19	30	27	2.4%	22.6%	15.1%	16%	4.5	4.6	4.2
沃华医药	002107	40.30	3,304	884	0.51	1.32	0.94	79	31	43	0.7%	14.5%	23%	17%	9.7	7.6	6.6
康恩贝	600572	7.62	2,469	1,283	0.63	0.28	0.39	12	27	19	2.0%	13.8%	10.5%	12%	2.9	2.7	2.4
羚锐股份	600285	7.84	1,574	1,574	0.35	0.00	0.00	23			0.6%	13.3%	0%	0%	2.8		
中间值			3,548	2,558	0.36	0.48	0.67	38	30	24	1.0%	13.6%	15.0%	15.6%	5.0	4.6	3.9
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	40.19	20,790	14,231	0.80	0.82	1.36	50	49	29	0.2%	26%	23%	28%	12.9	10.4	8.5
白云山A	000522	8.18	3,837	2,863	0.27	0.23	0.32	30	36	26	0.3%	19.5%	11%	13%	5.2	4.2	3.7
现代制药	600420	8.40	2,417	2,417	0.36	0.19	0.26	23	45	32	1.2%	19.2%	10.0%	13%	4.6	4.4	3.6
康美药业	600518	15.97	12,207	12,207	0.32	0.39	0.54	50	41	30	0.1%	8.4%	11.3%	13%	10.5	8.4	4.1
恩华药业	002262	19.65	2,358	590	0.30	0.34	0.49	66	57	40	0.0%	20.4%	12%	14%	16.2	6.1	5.9
华邦制药	002004	19.40	2,561	1,130	1.56	0.64	0.74	12	30	26	0.0%	36.5%	12.5%	13%	3.8	3.4	3.0
华东医药	000963	12.48	5,417	3,075	0.40	0.39	0.56	31	32	22	0.0%	32.7%	25.3%	23%	9.3	7.2	4.4
中间值			3,837	2,863	0.36	0.39	0.54	31	41	29	0.1%	20.4%	12.1%	13.1%	9.3	6.1	4.1
生物制药																	
双鹭药业	002038	35.00	8,694	4,850	0.54	0.86	1.28	64	41	27	0.3%	12%	33%	32%	7.9	11.4	8.5
科华生物	002022	21.75	6,863	5,737	0.56	0.53	0.68	39	41	32	0.2%	28.2%	30.9%	29%	14.9	11.2	9.5
天坛生物	600161	19.11	9,330	4,547	0.32	0.27	0.43	60	71	44	1.0%	16.8%	20.3%	20%	14.4	14.1	7.6
通化东宝	600867	17.93	6,608	4,327	0.21	0.13	0.49	85	138	36	0.0%	5.5%	3.2%	11%	4.4	4.1	3.8
华兰生物	002007	41.26	9,287	8,956	0.55	0.85	1.22	75	49	34	0.0%	20.1%	21.5%	20%	14.5	8.4	6.8
上海莱士	002252	29.71	4,754	1,188	0.68	0.75	0.87	44	40	34	0.0%	50.4%	22.8%	20%	28.3	6.3	7.0
达安基因	002030	10.92	2,191	2,094	0.28	0.19	0.28	39	57	40	1.2%	12.0%	12.4%	14%	7.2	6.7	5.8
天康生物	002100	18.38	2,316	1,174	0.50	0.56	0.70	37	33	26	0.2%	13.2%	12.6%		6.0	3.6	
中牧股份	600195	19.64	7,660	3,948	0.40	0.42	0.59	49	47	34	1.3%	14.9%	14.7%	19%	7.0	7.0	5.9
金宇集团	600201	8.98	2,522	2,354	0.33	0.26	0.40	27	35	23	2.2%	14.3%	10.2%	16%	3.6	3.5	
中间值			6,736	4,137	0.45	0.47	0.63	46	44	34	0.3%	14.6%	17.5%	19.6%	7.5	6.8	6.9
保健品																	
健康元	600380	7.08	7,773	4,324	1.19	0.45	0.00	6	16		1.4%	28.5%	19%	0%	2.7	1.4	
交大昂立	600530	6.15	1,919	1,919	0.02	-0.45	0.00	308			0.0%	0.5%	-15.6%		1.9	2.4	
人福科技	600079	7.90	3,074	2,569	0.18	0.20	0.25	44	39.5	31.8	0.2%	7.7%	8.1%	9%	3.3	3.1	2.8
中间值			3,074	2,569	0.18	0.20	0.00	44	28		0.2%	7.7%	8.1%	4.4%	2.7	2.4	
医疗器械																	
鱼跃医疗	002223	37.50	3,863	975	0.54	0.66	0.83	69	57	45	0.5%	26.9%	22.8%	13%	42.2	14.3	
万东医疗	600055	9.61	2,080	2,080	0.19	0.13	0.20	51	73	49	0.2%	6.1%	5.9%	8%	4.4	4.2	3.9
新华医疗	600587	11.84	1,591	1,215	0.23	0.22	0.29	51	54	40	0.0%	4.9%	5.0%	6%	2.7	2.6	2.3
山东药玻	600529	12.63	3,251	3,251	0.44	0.55	0.65	29	23	20	0.0%	9.9%	10.3%	11%	2.5	2.2	2.1
中间值			2,665	1,648	0.34	0.39	0.47	51	55	43	0.1%	8.0%	8.1%	9.3%	3.6	3.4	2.3
综合性制药企业																	
丽珠集团	000513	23.20	7,100	3,675	1.66	0.17	0.99	14	136	23	2.2%	26%	3%	14%	3.6	4.0	3.3
哈药股份	600664	13.00	16,146	10,534	0.48	0.64	0.74	27	20	18	0.8%	12.5%	14%	14%	3.2		
复星医药	600196	13.66	16,908	8,618	0.51	0.56	0.61	27	24	22	0.7%	18.1%	17.5%	15%	4.4	4.2	
双鹤药业	600062	26.43	12,592	5,897	0.99	0.86	1.08	27	31	24	0.7%	21.7%	15%	16%	5.7	4.3	3.9
三精制药	600829	16.30	6,301	2,847	0.69	0.70	0.85	24	23	19	0.6%	23.8%	19.6%	0%	5.0	4.2	
S三九	000999	16.31	15,966	5,513	0.29	0.51	0.66	57	32	25	0.0%	10.8%	16.7%	17%	5.7	5.0	4.2
上实医药	600607	17.85	6,565	4,030	0.38	0.54	1.26	48	33	14	0.7%	7.6%	10.2%	22%	3.5	3.3	2.4
中间值			12,592	5,513	0.51	0.56	0.85	27	31	22	0.7%	18.1%	15.1%	14.7%	4.4	4.2	3.6
医药流通企业																	
国药股份	600511	31.64	7,575	4,392	0.55	0.81	1.05	58	39	30	1.1%	19%	25%	27%	11.0	9.1	8.6
上海医药	600849	9.99	5,686	3,714	0.12	0.14	0.25	86	69	40	0.5%	4.1%	4.9%	8%	3.5	3.4	3.1
南京医药	600713	8.66	2,172	1,716	0.19	0.12	0.28	47	72	31	0.9%	9.6%	6.1%	9%	4.3	4.5	

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。