

天士力(600535)年报点评

——年报业绩符合预期，下调投资评级

谨慎推荐

下调评级

健康护理/化学制药

发布时间：2010年3月9日

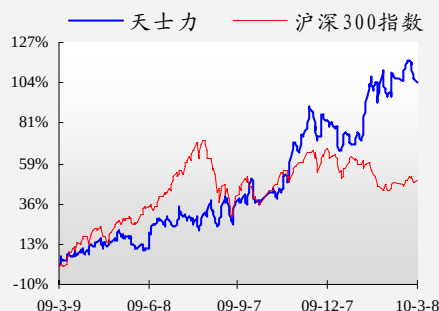
投资要点:

- 2009年，公司实现销售收入 39.93 亿元，同比增长 16.26%，实现属于母公司的净利润 3.17 亿元，同比增长 23.77%，每股收益 0.65 元，略低于我们每股收益 0.66 元的预期。
- 公司工业部分实现销售收入 16.25 亿元，同比增长 10.88%，毛利率 72.78%，提高了 1.07 个百分点，公司商业部分实现销售收入 11.6 亿元，毛利率 4.73%，提高 0.33 个百分点。
- 公司销售费用保持稳定，管理费用增加了 5000 万元，费用率提高了 0.35 个百分点，但是财务费用下降了 3000 万元，投资收益和营业外收支净额比去年同期增加了 1450 万元，抵销了管理费用的增长。
- 公司资产负债表变动不大，值得注意的是有息负债的持续增加，资产负债率又提升了 5 个百分点到 45%。
- 预计公司 2010 年每股收益 0.77 元，2011 年每股收益 1.02 元，对应的市盈率为 35 倍和 27 倍，相对于公司 2010 年的增长速度，公司目前的股价有所高估，因此下调评价到谨慎推荐。
- 公司股价刺激因素在于复方丹参滴丸在美国进入 III 期临床，新产品获得生产批件以及公司在渤海银行上的投资获得增值空间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	399,265	16.26	31,671	23.77	0.65	15.58	42	
2010E	456,271	14.28	37,444	18.23	0.77	16.58	35	
2011E	531,728	16.54	49,541	32.31	1.02	19.39	27	
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-8

收盘价:	26.98 元
52 周最高价:	29.30 元
52 周最低价:	13.21 元
平均持仓成本:	22.02 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	48,800
流通 A 股 (万股):	48,800
每股收益 (元):	0.65
每股净资产 (元):	4.17
每股经营现金流 (元):	0.82
市净率:	26.98

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)63367000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

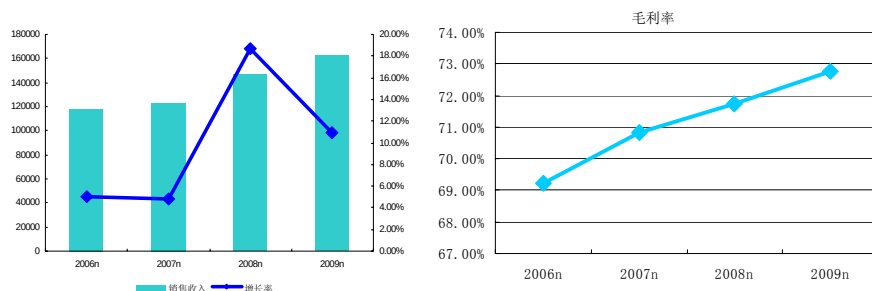
邮编: 200002

2010年3月9日，天士力公布了2009年年度业绩报告，2009年公司实现销售收入39.93亿元，同比增长16.26%，实现利润总额3.99亿元，同比增长26.86%，实现属于母公司的净利润3.17亿元，同比增长23.77%，每股收益0.65元，略低于我们每股收益0.66元的预期。

年报分析

公司工业部分实现销售收入16.25亿元，同比增长10.88%，我们预计复方丹参滴丸实现销售收入11.6亿元，同比增长8%，养血清脑颗粒实现销售收入2亿元，水林佳收入近亿元，其他产品保持平稳增长。收到复方丹参滴丸提价等因素影响，公司工业部分的毛利率继续提升，比2008年提高了1.07个百分点，达到72.78%，公司工业部分毛利率逐年提高，2009年比2008年的毛利率已经提高了3.5个百分点。

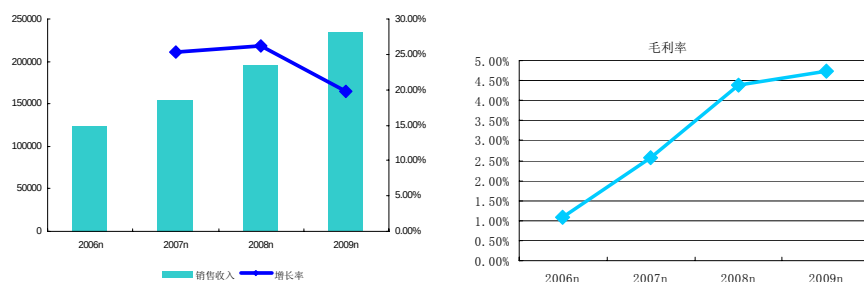
图一、天士力工业部分销售收入增长率和毛利率



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

公司商业部分保持良好的增长，实现销售收入23.4亿元，同比增长19.72%，毛利率也提高了0.33个百分点，达到了4.73%。

图二、天士力商业部分销售收入增长率和毛利率



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

商业部分虽然带来了销售收入的增长，但是公司利润增长的主要动力还是来自工业部分销售收入的增长和毛利率的提高，各贡献了11个和5个百分点。

公司销售费用5.66亿元，增长14%，费用率14.17%，由于商业部分销售收入增

长较多，所以销售费用率有所下降，实际工业部分销售费用增长在 20%左右，费用率在 30%左右。

管理费用 2.81 亿元，同比大幅增长了 22%，费用率提高 0.35 个百分点到 7%，复方丹参滴丸在美国进行 II 期临床试验，公司的多项产品都在审批前阶段，公司计提了 1300 万元的奖励基金，因此管理费用大幅增长。

2009 年利率下调，公司财务费用下降接近 3000 万元，成为公司利润增长的主要因素之一。

另外公司获得出售股权的投资收益 600 万元，营业外净收益 800 万元，两项合计比 2008 年同期增加 1450 万元，但是应该指出的是，随着国家医药重大专项的开展，公司获得政府补贴将在未来的几年里成为常态。

公司的少数股东收益从 2008 年-550 万元增加到正的近 700 万元，说明以中药注射液为主营业务的天之骄药业亏损额开始大幅的减少。

公司扣除非经常性损益 3.08 亿元，同比增长 18.61%。

从资产负债表上来看，公司资产项变动较大的是存货增长了 24%，主要是原材料和库存商品的增加，公司主要产品复方丹参滴丸的主要原材料之一的三七价格在 2009 年出现了较大幅度的上涨，进入 2010 年以后由于西南地区的干旱，三七今年有可能减产，因此公司较多的备货有利于规避原材料价格上涨带来的风险。

2009 年公司投入 2.84 亿元参与渤海银行的增发，如果渤海银行能够实现上市，公司间接持有的 2.32%的股权将会实现投资价值。

公司的短期负债增加了 1.8 亿元，长期负债增加了 1.25 亿元，公司的资产负债率已经从 2008 年的 40%提高到 2009 年的 45%，虽然目前看负债水平还不高，但是值得投资者注意。公司由于多个产品线建设需要较多的资金，如果这些项目不能够顺利达产带来现金流，对公司未来的资金链将会形成一定的压力。

2009 年公司实现经营性现金流 4 亿元，同比增长 50%以上，经营性现金流高于净利润主要来自于应付项目增加了 1.5 亿元。

2010 年展望与投资建议

随着药监局对药品审批的逐步放开，公司在 2010 年能够上市的品种将逐步的增加，改变目前公司缺乏新产品的局面。但是新的产品在 2010 年乃至 2011 年都不能够替代复方丹参滴丸在公司销售收入中的统治地位，因此公司在 2010 年和 2010 年工业部分的销售收入增长水平依然取决于复方丹参滴丸的销售业绩。在复方丹参滴丸进入基本药物目录以后，2010 年可能会带来一定的销量增长，但是这种增长还是比较温和的，预计在 10%左右，而公司整体的销售收入增长在 15%左右，依然低于行

业的增长水平。

2010 年由于成本上涨，公司的毛利率水平的提高程度会有所放缓，销售费用率保持稳定或小幅下降，由于公司几个新品种在 2010 年可能会获得批文并投入市场，而复方丹参滴丸在美国的临床研究将需要持续的投入，因此公司的管理费用在 2010 年将会进一步的提高，财务费用不再有大幅下降的空间。但是预计公司在 2010 年以后将会持续获得国家的财政补助，成为公司在主营业务之外的利润来源。

预计公司 2010 年和 2011 年每股收益为 0.77 元和 1.02 元，2011 年较高的业绩预测假设为公司新产品能在 2010 年获得批文并在 2011 年有较好的销售额。

目前公司股价对应 2010 年和 2011 年市盈率为 35 倍和 27 倍，相对于公司 2010 年较低的增长速度，公司目前的股价已经有所高估，因此下调公司的评级到谨慎推荐。

公司的股价刺激因素为复方丹参滴丸超过预期的销售收入，在美国进入 III 期临床，公司的多个品种获得新药证书和生产批件，以及公司在渤海银行上的投资能够获得增值空间。

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2794.91	3434.22	3992.65	4562.71	5317.28
减：营业成本	1875.26	2295.74	2687.39	3066.60	3545.03
营业税金及附加	20.85	23.21	25.79	27.00	30.00
营业费用	408.30	496.05	565.83	635.59	720.49
管理费用	224.74	229.87	281.28	323.95	368.49
财务费用	41.43	70.78	42.07	45.98	47.43
资产减值损失	12.60	1.71	5.76	6.00	6.00
加：投资收益	1.88	0.18	6.60	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	213.60	317.04	391.14	457.60	599.84
加：其他非经营损益	11.61	-2.45	7.96	11.00	20.00
利润总额	225.21	314.59	399.10	468.60	619.84
减：所得税	62.24	64.21	75.46	89.16	116.43
净利润	162.97	250.38	323.63	379.44	503.41
减：少数股东损益	-14.77	-5.51	6.93	5.00	8.00
归属母公司股东净利润	177.74	255.89	316.71	374.44	495.41
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	197.84	384.29	496.03	684.41	797.59
应收和预付款项	759.14	794.24	897.34	981.61	1078.29
存货	241.46	313.34	387.76	419.24	467.02
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

长期股权投资	172.40	172.46	448.40	448.40	448.40
投资性房地产	27.72	28.14	27.43	27.43	27.43
固定资产和在建工程	1263.09	1344.81	1367.26	1346.10	1324.95
无形资产和开发支出	357.96	371.88	312.50	299.97	287.44
其他非流动资产	2.37	8.67	15.29	14.52	13.76
资产总计	3021.99	3417.84	3952.00	4221.67	4444.88
短期借款	284.79	620.56	801.95	941.76	583.89
应付和预收款项	446.47	585.43	733.94	634.13	909.97
长期借款	195.00	100.00	225.00	225.00	225.00
其他负债	121.00	18.94	20.02	20.02	20.02
负债合计	1047.26	1324.93	1780.90	1820.91	1738.87
股本	488.00	488.00	488.00	488.00	488.00
资本公积	643.22	564.43	564.43	564.43	564.43
留存收益	687.07	859.44	980.94	1205.61	1502.85
归属母公司股东权益	1818.29	1911.87	2033.37	2258.03	2555.28
少数股东权益	156.44	181.04	137.73	142.73	150.73
股东权益合计	1974.72	2092.90	2171.10	2400.76	2706.01
负债和股东权益合计	3021.99	3417.84	3952.00	4221.67	4444.88
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	262.99	330.99	442.45	237.36	692.68
投资性现金净流量	-255.40	-179.47	-378.04	6.95	13.34
筹资性现金净流量	-240.84	5.29	107.87	-55.93	-592.84
现金流量净额	-233.66	156.58	172.25	188.38	113.19

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。