

基层市场增长较快，流感疫苗带来新增长点

公司调研快报

报告关键点:

- 亚单位流感疫苗将为公司带来新的增长点
- 一季度主营产品在基层医疗市场销售增长较快
- 维持“增持-A”的评级，12个月目标价33元

报告摘要:

- **亚单位流感疫苗将为公司带来新的增长点。**目前国内市场的亚单位流感疫苗厂商主要是诺华，售价80元一支，尽管价格贵，但较裂解流感疫苗抗原的纯度高，杂蛋白少，因此安全性较高，对儿童更适用。公司的亚单位疫苗价格即使是诺华的几分之一，仍有巨大的盈利空间，但具体价格目前还没有定。该产品上市后可能主要针对儿童市场，市场潜力巨大。目前设计产能为400万支，但根据需要可随时扩大产能。
- **2010年一季度主营产品在基层医疗市场销售增长较快。**目前公司的产品销售在医院、药店、基层医疗市场各占三分之一，其中增速最快的是基层医疗市场，和《国家基本药品目录》的推行有一定的关系。
- **复方丹参滴丸去年收入12亿元，今年一季度还有百分之十几的增长。**增长的主要原因是丹滴还在继续提价。国家对终端定价上限为25元，但公司原来在终端的销售大部分低于25元，因此给终端销售带来提价空间。公司正在逐步提高了出厂价，目前的最高出厂价为21.7元，后续还有进一步的提价空间。
- **中药材涨价目前对公司影响不大。**丹滴的主要原材料是丹参和三七，丹参主要从自己的生产基地购买，三七公司储存的量够三年用，所以短期内药材涨价对产品毛利率影响不大。预计国家对于中药材涨价的政策，或是打压中药材市场的炒作，或是提高中成药终端售价。
- **芪参益气滴丸是公司管理层看好的未来大品种。**该产品是丹滴的升级品种，2009年收入是2000万元，今年9月份将结束4000例的四期临床实验，和阿司匹林做比照实验，良好实验数据结果将有助于该产品在市场的学术推广。该产品终端零售价为29元每盒，已进入新版国家医保目录。随着该产品市场推广的逐步深入，我们预计2011年会有大幅增长，将在2-3年内成为过亿品种。
- **两个中药粉针新药注册正稳步推进。**丹酚酸B今年以内拿到批文可能性非常大，银杏内酯注射液的进度会稍慢些，在上市前专家评审阶段。
- **维持“增持-A”的评级，12个月目标价33元。**随着基层市场销售的加快，以及二线产品和新药上市的推动，我们预计公司2010-2011年EPS为0.82元和1.05元，维持“增持-A”的评级。考虑到公司进入生物制药产业的战略和储备新药未来的增长潜力，我们给予2010年40倍PE的估值，得到未来12个月目标价33元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,434.2	3,992.6	4,691.4	5,479.5	6,339.8
Growth(%)	22.9%	16.3%	17.5%	16.8%	15.7%
净利润	250.4	323.6	424.9	546.1	659.2
Growth(%)	44.0%	23.8%	25.9%	28.6%	20.8%
毛利率(%)	33.2%	32.7%	33.5%	34.2%	34.5%
净利润率(%)	7.5%	7.9%	8.5%	9.4%	9.8%
每股收益(元)	0.52	0.65	0.82	1.05	1.27
每股净资产(元)	4.29	4.45	5.16	6.07	7.16
市盈率	53.4	43.2	34.3	26.7	22.1
市净率	6.5	6.3	5.4	4.6	3.9
净资产收益率(%)	12.0%	14.9%	16.9%	18.4%	18.9%
ROIC(%)	12.3%	13.5%	16.1%	18.3%	19.5%
EV/EBITDA	29.7	27.5	22.2	17.7	14.8
股息收益率	0.0%	1.4%	0.6%	0.8%	0.9%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: **33.00 元**

期限: 12 个月 上次预测: 22.80 元

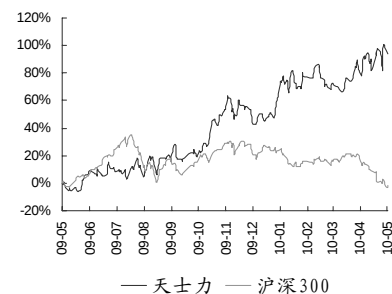
现价: 29.93 元

报告日期: **2010-05-18**

市场数据

总市值(百万元)	14,605.84
流通市值(百万元)	14,605.84
总股本(百万股)	488.00
流通股本(百万股)	488.00
12 个月最高/最低	14.38/31.49 元
十大流通股(%)	66.10%
股东户数	19,273

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.94	23.67	95.38
绝对收益	6.51	8.91	93.98

研究员

洪露

021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师

honglu@essence.com.cn
S1450210010306

李秋实

021-68765361

行业分析师

liqs@essence.com.cn

前期研究成果

- 天士力: 保持快速增长, 未来趋势向好
2009-10-27
- 天士力: 向好趋势明显
2009-08-04
- 天士力: “复方丹参滴丸”事件影响不大, 公司整体上趋势向好
2009-04-21

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-18

利润表			2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,434.2	3,992.6	4,691.4	5,479.5	6,339.8	成长性					
减: 营业成本	2,295.7	2,687.4	3,119.8	3,605.5	4,152.6	营业收入增长率	22.9%	16.3%	17.5%	16.8%	15.7%
营业税费	23.2	25.8	30.0	34.5	39.9	营业利润增长率	48.4%	23.4%	33.6%	28.4%	20.6%
销售费用	496.0	565.8	647.4	753.4	868.6	净利润增长率	44.0%	23.8%	25.9%	28.6%	20.8%
管理费用	229.9	281.3	305.4	352.3	403.2	EBITDA 增长率	47.4%	9.1%	23.8%	24.9%	18.7%
财务费用	70.8	42.1	54.6	57.6	58.6	EBIT 增长率	52.1%	11.7%	33.3%	26.2%	19.1%
资产减值损失	1.7	5.8	16.5	7.5	8.3	NOPLAT 增长率	59.0%	16.6%	31.2%	26.3%	19.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.1%	10.3%	11.1%	11.5%	10.1%
投资和汇兑收益	0.2	6.6	5.0	2.6	1.0	净资产增长率	6.0%	3.7%	15.9%	17.6%	18.1%
营业利润	317.0	391.1	522.7	671.2	809.6	利润率					
加: 营业外净收支	-2.5	8.0	-	-	-	毛利率	33.2%	32.7%	33.5%	34.2%	34.5%
利润总额	314.6	399.1	522.7	671.2	809.6	营业利润率	9.2%	9.8%	11.1%	12.2%	12.8%
减: 所得税	64.2	75.5	97.7	125.2	150.4	净利润率	7.5%	7.9%	8.5%	9.4%	9.8%
净利润	250.4	323.6	424.9	546.1	659.2	EBITDA/营业收入	14.1%	13.3%	14.0%	14.9%	15.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.3%	10.9%	12.3%	13.3%	13.7%
货币资金	403.6	556.3	738.2	957.9	1,279.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	102	92	86	81
应收帐款	560.8	613.3	692.0	793.3	902.6	流动营业资本周转天数	77	71	67	67	67
应收票据	144.5	194.7	218.5	243.2	277.9	流动资产周转天数	145	151	154	156	161
预付帐款	88.9	89.3	90.9	92.7	94.7	应收帐款周转天数	47	48	44	43	43
存货	313.3	387.8	431.6	479.2	543.0	存货周转天数	29	32	32	30	29
其他流动资产	0.0	0.0	0.7	1.5	2.3	总资产周转天数	343	337	328	318	312
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	270	251	237	225	216
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	172.5	448.4	488.5	578.3	618.1	ROE	12.0%	14.9%	16.9%	18.4%	18.9%
投资性房地产	28.1	27.4	27.6	27.5	27.1	ROA	7.3%	8.0%	9.4%	10.6%	11.3%
固定资产	1,121.4	1,139.9	1,262.9	1,366.5	1,488.5	ROIC	12.3%	13.5%	16.1%	18.3%	19.5%
在建工程	223.3	227.3	248.3	278.4	305.5	费用率					
无形资产	195.3	172.7	172.3	171.8	171.5	销售费用率	14.4%	14.2%	13.8%	13.8%	13.7%
其他非流动资产	34.3	42.9	37.1	38.4	35.7	管理费用率	6.7%	7.0%	6.5%	6.4%	6.4%
资产总额	3,448.1	4,025.3	4,528.5	5,144.6	5,854.6	财务费用率	2.1%	1.1%	1.2%	1.1%	0.9%
短期债务	620.6	801.9	749.8	696.7	641.8	三费/营业收入	23.2%	22.3%	21.5%	21.2%	21.0%
应付帐款	251.1	239.0	274.4	313.1	349.3	偿债能力					
应付票据	317.0	483.7	538.5	612.4	659.9	资产负债率	39.3%	46.1%	44.4%	42.5%	40.3%
其他流动负债	47.7	86.6	56.3	30.2	41.0	负债权益比	64.8%	85.4%	79.9%	73.8%	67.5%
长期借款	100.0	225.0	375.0	515.0	651.0	流动比率	1.22	1.14	1.34	1.55	1.83
其他非流动负债	18.9	18.0	17.3	16.5	15.7	速动比率	0.97	0.90	1.07	1.26	1.50
负债总额	1,355.2	1,854.2	2,011.3	2,183.9	2,358.6	利息保障倍数	5.48	10.30	10.57	12.66	14.82
少数股东权益	181.0	137.7	164.1	197.5	237.3	分红指标					
股本	488.0	488.0	488.0	488.0	488.0	DPS(元)	-	0.40	0.16	0.21	0.25
留存收益	1,424.7	1,546.2	1,865.1	2,275.2	2,770.7	分红比率	0.0%	61.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,092.9	2,171.1	2,517.2	2,960.7	3,496.0	股息收益率	0.0%	1.4%	0.6%	0.8%	0.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	250.4	323.6	424.9	546.1	659.2	EPS(元)	0.52	0.65	0.82	1.05	1.27
加: 折旧和摊销	115.2	112.5	78.1	89.7	103.3	BVPS(元)	4.29	4.45	5.16	6.07	7.16
资产减值准备	1.7	5.8	16.5	7.5	8.3	PE(X)	53.4	43.2	34.3	26.7	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	6.3	5.4	4.6	3.9
财务费用	23.8	41.5	28.5	54.6	57.6	P/FCF	-	38.8	78.8	60.3	40.7
投资收益	-0.2	-6.6	-5.0	-2.6	-1.0	P/S	4.0	3.4	2.9	2.5	2.2
少数股东损益	-5.5	6.9	26.3	33.4	39.8	EV/EBITDA	29.7	27.5	22.2	17.7	14.8
营运资金的变动	-193.4	-25.6	-90.9	-91.5	-121.0	CAGR(%)	29.7%	26.8%	22.9%	6.3%	6.2%
经营活动产生现金流量	260.2	400.4	504.6	640.1	747.1	PEG	1.8	1.6	1.5	4.2	3.6
投资活动产生现金流量	-179.5	-378.0	-255.5	-307.4	-289.0	ROIC/WACC	1.3	1.4	1.7	1.9	2.1
融资活动产生现金流量	5.3	107.9	-35.4	-74.3	-101.3	REP	4.2	3.5	2.6	2.1	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，药学和经济学双学位，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，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。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034