

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

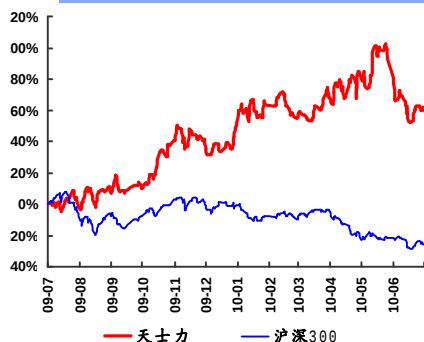
Tel: 021-68634510-8228

 E-Mail: ws2978@xcsc.com

基础数据:

收盘价:	26.48 元
流通 A 股市值:	129.22 亿元
沪深 300 指数:	2616.33
合理价值区间:	27.60-32.20 元

一年内股价与大盘走势:



调研要点:

- 公司以生产复方丹参滴丸为主打品种，占医药工业营业收入的 77%。复方丹参滴丸广泛用于治疗冠心病、心绞痛等病症。从销售渠道分析，目前医院与非医院的营收比例为 7:3。随着新农合医疗保障制度逐渐推广，06 年起公司开始拓展农村市场，并取得不错成效。复方丹参滴丸治疗糖尿病的研究还停留在临床前阶段，今后复方丹参的销量将持续增长。
- 养血清脑丸、水林佳都是二线潜力品种，其中养血清脑丸主治脑供血不足，08、09 年的营收分别达到 1.8、2.4 亿元，今年有望突破 3 亿元。水林佳 08、09 年的营收分别为 0.6、0.9 亿元。这些品种通过大医院的学术推广，从而带动在基层医疗机构的销售。
- 芪参益气滴丸是复方丹参滴丸的升级品种，将在今年 6 月底 7 月初结束四期临床试验。由于四期临床试验积累数千个病例，同时也为芪参益气滴丸做了疗效宣传。相对于复方丹参，芪参益气滴丸多加入黄芪、绛香两味药，适应症拓展至心梗的二级预防。09 年首次进入国家医保目录后，该品种具备大规模市场营销的前提，会与复方丹参滴丸形成协同效应，进一步提升公司在心血管药品领域的市场地位。
- 目前市场中基本没有流感亚单位疫苗的国内产品，公司 400 万支疫苗产能上市，有望抢占一定市场份额。相对于普通裂解疫苗，亚单位疫苗具有更高的活性和更低的副作用。疫苗生产线还需通过 GMP 认证，我们预计将在明年打开销路。
- 中药注射液品种益气复脉粉针进入天津、河北、云南等地方医保，09 年销售额为 3000 多万，未来公司争取推动该品种进入国家医保，进一步拓展产品市场。公司还拥有丹酚酸 B 和银杏内酯两个注射液品种，其中丹酚酸 B 有望在近期获得生产批文。
- 公司拥有天津商汇 29.33% 的股权，而天津商汇下属主要资产为 8% 的渤海银行股权。今年上半年渤海银行的利润大幅增长，实现税后利润 6.12 亿元。考虑到渤海银行正处于转型加速期，银行规模不断扩张，未来这部分股权具有较大增值潜力。

投资建议:

我们预测天士力 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.79 元、0.92 元、1.08 元。天士力是一家致力于中药现代化的优质企业，主打产品复方丹参滴丸是上市十余年的经典品种，未来如果 FDA 临床试验成功后，该产品有望进入国际市场，焕发第二春。疫苗业务及几个中药二线品种近期迎来飞速发展的机遇。我们首次给予天士力“增持”评级，公司合理价值区间为 27.60-32.20 元。

风险因素: 新产品审批进程晚于预期

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	3434.22	3992.65	4769.1	5677.1	6660.98
增长率	21.83%	16.26%	19.45%	19.04%	17.33%
净利润 (百万元)	255.89	316.71	386.86	447.92	528.48
增长率	37.66%	23.77%	22.15%	15.78%	17.99%
摊薄后每股收益 (元)	0.52	0.65	0.79	0.92	1.08

表 1、天士力主要产品和业务营收预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
复方丹参滴丸	1140.0	1254.0	1417.0	1601.2	1793.4
养血清脑丸	180.0	243.0	298.9	367.6	441.2
水佳林	60.0	91.0	113.8	136.5	163.8
医药工业	1465.3	1624.8	1960.9	2307.2	2684.5
毛利率	71.71%	72.78%	72.70%	72.85%	72.90%
医药商业	1954.7	2340.2	2808.2	3369.9	3976.5
毛利率	4.37%	4.74%	4.80%	4.90%	5.00%
营业收入合计	3420.0	3965.0	4769.1	5677.1	6661.0
毛利率	33.22%	32.62%	32.72%	32.52%	32.37%

数据来源：湘财证券研究所

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1841	2045	2518	3072
现金	556	459	833	1076
应收账款	536	754	782	1021
其他应收款	77	75	100	111
预付账款	89	112	134	158
存货	388	288	308	324
其他流动资产	195	357	360	382
非流动资产	2184	2094	1994	1890
长期投资	448	449	449	449
固定资产	1140	1160	1116	1041
无形资产	173	173	173	173
其他非流动资产	423	313	256	228
资产总计	4025	4140	4511	4962
流动负债	1611	1521	1665	1820
短期借款	802	752	757	734
应付账款	157	193	230	270
其他流动负债	653	577	679	816
非流动负债	243	245	245	245
长期借款	225	225	225	225
其他非流动负债	18	20	20	20
负债合计	1854	1766	1910	2066
少数股东权益	138	148	159	173
股本	488	488	488	488
资本公积	564	564	564	564
留存收益	982	1173	1389	1671
归属母公司股东权益	2033	2226	2442	2724
负债和股东权益	4025	4140	4511	4962

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	400	194	640	542
净利润	324	397	459	542
折旧摊销	112	94	100	104
财务费用	42	44	39	31
投资损失	-7	-1	-1	-1

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3993	4769	5677	6661
营业成本	2687	3209	3831	4505
营业税金及附加	26	32	37	44
营业费用	566	668	800	939
管理费用	281	324	397	466
财务费用	42	44	39	31
资产减值损失	6	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	1	1	1
营业利润	391	492	571	675
营业外收入	14	10	10	10
营业外支出	6	3	3	3
利润总额	399	499	578	682
所得税	75	102	118	140
净利润	324	397	459	542
少数股东损益	7	10	12	14
归属母公司净利润	317	387	448	528
EBITDA	546	630	710	809
EPS (元)	0.65	0.79	0.92	1.08

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.3%	19.4%	19.0%	17.3%
营业利润	23.4%	25.8%	16.0%	18.2%
归属于母公司净利润	23.8%	22.2%	15.8%	18.0%
获利能力				
毛利率(%)	32.7%	32.7%	32.5%	32.4%
净利率(%)	7.9%	8.1%	7.9%	7.9%
ROE(%)	15.6%	17.4%	18.3%	19.4%
ROIC(%)	16.1%	17.4%	21.1%	24.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.1%	42.7%	42.3%	41.6%
净负债比率(%)	55.49%	55.41%	51.49%	46.52%
流动比率	1.14	1.35	1.51	1.69

营运资金变动	-65	-354	39	-148	速动比率	0.90	1.16	1.33	1.51
其他经营现金									
流	-6	15	4	14	营运能力				
投资活动现金流	-378	-3	1	1	总资产周转率	1.07	1.17	1.31	1.41
资本支出	117	0	0	0	应收账款周转率	7	7	7	7
长期投资	-270	-1	-0	0	应付账款周转率	16.06	18.39	18.14	18.01
其他投资现金									
流	-531	-4	1	1	每股指标(元)				
筹资活动现金流	108	-289	-266	-300	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.79	0.92	1.08
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.40	1.31	1.11
短期借款	181	-50	5	-23	每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.56	5.00	5.58
长期借款	125	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	25.98	21.27	18.37	15.57
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.05	3.70	3.37	3.02
其他筹资现金					EV/EBITDA	15	13	12	10
流	-199	-239	-271	-277					
现金净增加额	130	-98	375	243					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3993	4769	5677	6661
收入同比(%)	16%	19%	19%	17%
归属母公司净利润	317	387	448	528
净利润同比(%)	24%	22%	16%	18%
毛利率(%)	32.7%	32.7%	32.5%	32.4%
ROE(%)	15.6%	17.4%	18.3%	19.4%
每股收益(元)	0.65	0.79	0.92	1.08
P/E	25.98	21.27	18.37	15.57
P/B	4.05	3.70	3.37	3.02
EV/EBITDA	15	13	12	10

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。