

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 40.00元

当前股价: 35.14元

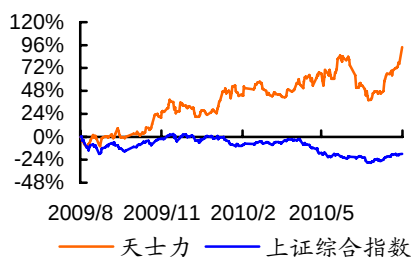
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2595.27
总股本(百万)	488
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	171
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.45
资产负债率	46.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天士力	30.88	17.70	36.70
上证综合指数	8.16	-0.59	-9.37



相关报告

《天士力-复方丹参滴丸FDA二期认证通过带来积极影响, 新品陆续进入收获期》
《天士力-募投资金投向复方丹参滴丸扩产等多个项目, 未来将进入加速增长期》
《天士力-亚单位流感疫苗获批, 生物药产业化进程加快》2010-5-7

天士力

600535

强烈推荐

中期业绩增速超预期, 维持强烈推荐评级

天士力10年上半年归属于母公司所有者的净利润1.96亿, 比上年同期增长41.89%, 对应EPS为0.40元, 超出之前市场预期。

投资要点:

- **上半年净利润增速较快。**1-6月公司实现营收21.48亿, 同比增长16.95%; 归属于母公司所有者的净利润1.96亿, 比上年同期增长41.89%。营业费用率同比下降2.78%是净利润快速增长的主要原因;
- **2季度业绩创新高。**2季度营业费用控制得比较好, 毛利率环比有明显提升, 单季实现EPS0.26元, 创下历年来新高;
- **二线产品快速增长推动医药工业整体增速有所加快。**医药工业10年上半年收入同比增长13.87%, 复方丹参滴丸在FDA认证和基层放量推动下, 预计未来增速有所加快; 主要二线产品中, 养血清脑颗粒、水林佳和益气复脉粉针增速都较快, 下半年良好增势有望延续;
- **医药商业平稳增长, 毛利率有所提升。**上半年医药商业达到13.05亿, 同比增长17.65%, 毛利率增加约1%;
- **新产品将逐渐贡献收益。**亚单位流感疫苗目前正在等待GMP认证公告, 预计9月开始生产。丹酚酸B和重组人尿激酶原年内获批的希望较大。糖敏灵丸等在研产品即将完成三期临床。此外还计划与法国TRANSGENE合作设立天士力创世杰生物制药公司;
- **增速有望逐渐加快, 维持强烈推荐评级。**复方丹参滴丸未来将受益于FDA认证和基层放量, 养血清脑颗粒等二线产品可望保持较快增长势头, 新品陆续开始进入收获期。暂不考虑亚单位流感疫苗等新品上市, 我们预计公司10-12年的EPS分别为0.88、1.06和1.30元, 调高目标价至40元, 维持强烈推荐评级。

风险提示:

- 复方丹参滴丸基数很大, 公司整体业绩保持高速增长势头有一定难度。

主要财务指标

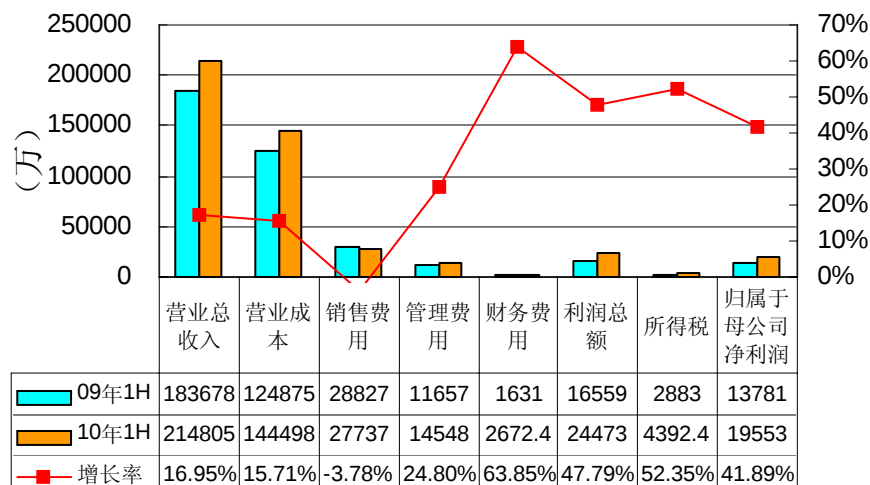
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3993	4776	5769	6936
同比(%)	16%	20%	21%	20%
归属母公司净利润(百万元)	317	429	517	632
同比(%)	24%	36%	20%	22%
毛利率(%)	32.7%	32.7%	32.9%	32.9%
ROE(%)	15.6%	18.9%	19.9%	22.1%
每股收益(元)	0.65	0.88	1.06	1.30
P/E	54.15	39.94	33.19	27.13
P/B	8.43	7.56	6.62	6.00
EV/EBITDA	32	26	21	18

资料来源: 中投证券研究所

一、主要财务数据的解读

天士力 10 年中期销售收入同比增长 16.95%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 41.89%，实现 EPS0.40 元。

图 1：天士力 10 年中期主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司 2010 年中报 中投证券研究所

从分项指标来看：

营业收入同比增长 16.95%，成本的增长略低于收入的增长，相对平稳；

销售费用有所减少主要原因之一是 2 季度广告费用压缩；

公司财务费用增加较多是因为票据贴现利率提高；

所得税费用同比增长 52.35% 系经营业绩良好相应增加；

此外，经营活动现金流量净额同比下降 39.04%，主要是随着公司经营规模扩大，相应增加经营性支出所致。

从季度数据来看，10 年 2 季度营业费用控制得比较好，毛利率环比有明显提升，2 季度单季实现 EPS0.26 元，创下了历年新高。

表 1: 天士力的季度盈利性数据 (单位: 万)

财务指标	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 2Q 环比
营业收入	84641	99036	102469	113118	99418	115387	16.06%
营业成本	60778	64097	68702	75162	68854	75644	9.86%
营业费用	10654	18172	15443	12313	13517	14220	5.21%
管理费用	5488	6168	5639	10832	6329	8219	29.85%
财务费用	766	864	1503	1073	1449	1223	-15.59%
营业利润	6284	10103	10137	12590	8466	15006	77.25%
利润总额	6304	10255	10461	12889	8693	15781	81.54%
所得税	1194	1689	1691	2973	1806	2586	43.19%
归属于母公司净利润	5235	8546	8758	9131	6706	12847	91.58%
EPS	0.11	0.17	0.18	0.19	0.14	0.26	91.58%
毛利率	28.19%	35.28%	32.95%	33.55%	30.74%	34.44%	3.70%
营业费用率	12.59%	18.35%	15.07%	10.89%	13.60%	12.32%	-1.27%
管理费用率	6.48%	6.23%	5.50%	9.58%	6.37%	7.12%	0.76%
实际所得税率	18.94%	16.47%	16.16%	23.07%	20.78%	16.39%	-4.39%

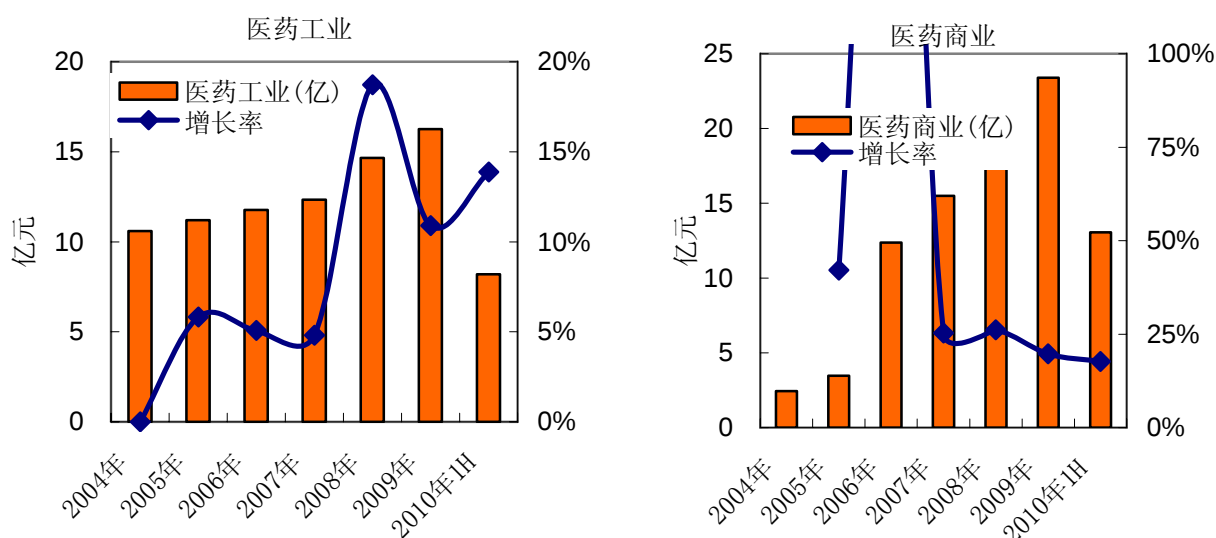
资料来源: 天士力历年报表 中投证券研究所

二、核心业务增长状况

公司核心业务 - 医药工业 10 年上半年同比增长 13.87%，毛利率同比提升 0.93% 至 74.72%。

医药商业延续了平稳增长势头，同比增长 17.65%。

图 2: 天士力历年主要业务的增长情况



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究所

公司主要产品中，复方丹参滴丸未来在 FDA 认证和基层放量推动下，增速

可望加快;

主要二线产品中, 养血清脑颗粒、水林佳和益气复脉粉针增速都较快, 下半年这种良好增势有望延续;

新产品方面, 天士力金纳生物技术的亚单位流感疫苗 9 月有望开始生产, 尿激酶原和丹酚酸 B 粉针年内获批的希望很大, 未来将逐渐贡献收益。

三、前景预期和盈利预测

综合来看, 复方丹参滴丸未来将受益于 FDA 认证和基层放量, 养血清脑颗粒等二线产品可望保持较快增长势头, 新品陆续进入收获期。

暂不考虑亚单位流感疫苗等新品上市, 我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.88、1.06 和 1.30 元, 调高目标价至 40 元, 维持强烈推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1841	2297	2883	3468	营业收入	3993	4776	5769	6936
现金	556	760	1029	1238	营业成本	2687	3214	3869	4653
应收账款	536	641	774	931	营业税金及附加	26	31	37	45
其它应收款	77	93	112	135	营业费用	566	654	790	947
预付账款	89	107	129	155	管理费用	281	315	395	474
存货	388	464	558	671	财务费用	42	55	55	55
其他	195	233	281	338	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	2184	2207	2223	2222	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	448	449	449	449	投资净收益	7	7	7	7
固定资产	1140	1304	1393	1438	营业利润	391	507	622	764
无形资产	173	160	148	135	营业外收入	14	12	11	12
其他	423	293	233	200	营业外支出	6	6	7	6
资产总计	4025	4504	5106	5690	利润总额	399	513	626	769
流动负债	1611	1739	1898	2088	所得税	75	92	113	138
短期借款	802	802	802	802	净利润	324	421	513	631
应付账款	157	187	225	271	少数股东损益	7	-8	-3	-1
其他	653	750	870	1015	归属母公司净利润	317	429	517	632
非流动负债	243	368	493	618	EBITDA	546	678	811	967
长期借款	225	350	475	600	EPS (元)	0.65	0.88	1.06	1.30
其他	18	18	18	18	主要财务比率				
负债合计	1854	2107	2391	2706	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	138	129	126	125	成长能力				
股本	488	488	488	488	营业收入	16.3%	19.6%	20.8%	20.2%
资本公积	564	564	564	564	营业利润	23.4%	29.7%	22.6%	22.7%
留存收益	982	1216	1537	1808	归属于母公司净利润	23.8%	35.6%	20.3%	22.3%
归属母公司股东权益	2033	2268	2590	2860	获利能力				
负债和股东权益	4025	4504	5106	5690	毛利率	32.7%	32.7%	32.9%	32.9%
现金流量表					净利率	7.9%	9.0%	9.0%	9.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	15.6%	18.9%	19.9%	22.1%
经营活动现金流	400	476	541	648	ROIC	19.8%	24.3%	27.2%	30.7%
净利润	324	421	513	631	偿债能力				
折旧摊销	112	115	134	149	资产负债率	46.1%	46.8%	46.8%	47.6%
财务费用	42	55	55	55	净负债比率				
投资损失	-7	-7	-7	-7	流动比率	1.14	1.32	1.52	1.66
营运资金变动	-65	-116	-164	-191	速动比率	0.90	1.05	1.23	1.34
其它	-6	7	9	11	营运能力				
投资活动现金流	-378	-146	-147	-146	总资产周转率	1.07	1.12	1.20	1.28
资本支出	117	150	150	150	应收账款周转率	7	8	8	8
长期投资	-270	0	0	0	应付账款周转率	16.06	18.70	18.76	18.75
其他	-531	4	3	4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	108	-126	-126	-292	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.88	1.06	1.30
短期借款	181	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.97	1.11	1.33
长期借款	125	125	125	125	每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.65	5.31	5.86
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	54.15	39.94	33.19	27.13
其他	-199	-251	-251	-417	P/B	8.43	7.56	6.62	6.00
现金净增加额	130	204	269	209	EV/EBITDA	32	26	21	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434