



医药/必需消费

天士力 (600535)

天士力的跨越

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

S0880208080357

本报告导读:

复方丹参引领成长, 新品种将大量获批

投资要点:

- 天士力 10 年中报: 经营业绩实现稳步增长, 1-6 月份营业总收入 214,804 万元, 比上年同期增长 16.95%; 归属于母公司所有者的净利润 19,553 万元, 比上年同期增长 41.89%。EPS0.40 元。分品种看: 工业收入 8.2 亿, 增幅 13.87%; 商业 13.04 亿, 增幅 17.65%。
- 公司主打产品复方丹参滴丸成为我国第一例圆满完成向 FDA 申请之 II 期临床试验, 这是中国中医药发展历史上具有标志性意义的大事。公司计划展开全球的 III 期临床方案: 即在全球 150 个临床中心选择 1000-1500 个病人 (主要在美国) 同时进行实验。预计最早 2012 年底将完成试验, 2013 年有望上市; III 期临床总共需要不到 2.5 亿元。
- 研发进展: 注射用丹参总酚酸冻干粉即将取得生产批件, 预计 9 月开始正式生产; 以“糖敏灵丸”为代表的一批在研产品, 即将完成三期临床; 第三代亚单位流感病毒疫苗取得了药品注册批件; 和法国 TRANSGENE 的合作项目也在积极推动中。
- 定向增发方案: 公司已公告拟向不超过 10 家特定对象发行股份数量不超过 4000 万股但不低于 2000 万股, 募集资金 10.69 亿元, 增发价不低于 26.73 元/股。其募集资金项目主要投向制剂扩产、原材料种植基地建设、研发中心建设、物流及信息技术建设等项目, 这些项目将增加公司的核心竞争力。
- 业绩展望: 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.85、1.08、1.31 元, 考虑到在“墙外开花墙内香”的效应下, 国内营销有望拉动, 且公司 FDA 新药认证获得重大突破应给予估值溢价, 我们以 2011 年 35 倍 PE 给公司定价, 目标价 38 元, 维持“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,434	3,993	4,790	5,532	6,369
(+/-)%	21.8%	16.3%	20.0%	15.5%	15.1%
经营利润 (EBIT)	388	433	533	654	803
(+/-)%	44.6%	11.7%	23.1%	22.7%	22.7%
净利润	256	317	415	529	662
(+/-)%	37.7%	23.8%	31.0%	27.4%	25.2%
每股净收益 (元)	0.52	0.65	0.85	1.08	1.36
每股股利 (元)	0.40	0.40	0.09	0.11	0.14

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	11.3%	10.9%	11.1%	11.8%	12.6%
净资产收益率 (%)	13.4%	15.6%	18.4%	19.3%	19.8%
投入资本回报率 (%)	17.5%	19.8%	24.9%	30.7%	35.5%
EV/EBITDA	34.4	31.7	26.8	22.3	18.6
市盈率	67.0	54.1	41.3	32.4	25.9
股息率 (%)	1.1%	1.1%	0.2%	0.3%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 38.00

上次预测: 34.00

当前价格: 35.14

2010.08.11

交易数据

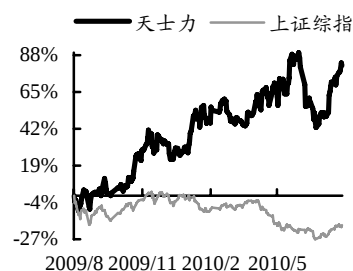
52 周内股价区间 (元)	16.08-35.56
总市值 (百万元)	17,148
总股本/流通 A 股 (百万股)	488/488
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	107

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,100
每股净资产	4.30
市净率	8.2
净负债率	42%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.11	0.14
Q2	0.18	0.26
Q3	0.18	0.22
Q4	0.18	0.23
全年	0.65	0.85

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	31%	18%	98%
相对指数	26%	22%	119%

相关报告

《复方丹参滴丸如期进入 FDA 三期》	2010.08.09
《非公开发行股票方案点评》	2010.05.25
《5 月份颇具看点》	2010.04.26
《复方丹参引领成长》	2010.03.09
《丹参滴丸带领下的前进》	2009.08.03

模型更新时间: 2010.08.11

股票研究

必需消费

医药

天士力 (600535)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 38.00

上次预测: 34.00

当前价格: 35.14

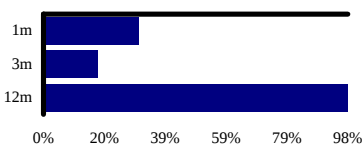
公司网址

www.tasly.com

公司简介

公司是以制药业为中心的高科技企业,是天津市重点支持的大企业集团之一,主营现代中药、化学药等的科研、种植、提取、销售等。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

16.08-35.56

市值 (百万)

17,148

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

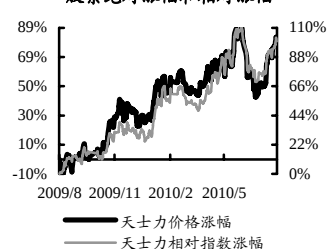
EV/EBITDA

P/S

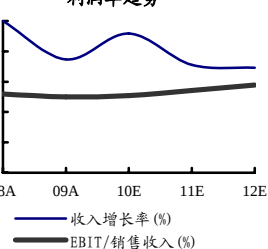
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,434	3,993	4,790	5,532	6,369
营业成本	2,296	2,687	3,213	3,663	4,172
税金及附加	23	26	34	39	45
营业费用	496	566	690	797	917
管理费用	230	281	326	376	433
EBIT	388	433	533	654	803
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	8	0	0
财务费用	71	42	35	20	9
营业利润	317	391	498	635	794
所得税	64	75	75	95	119
少数股东损益	-6	7	8	11	14
净利润	256	317	415	529	662
货币资金、交易性金融资产	404	556	927	1,433	1,925
其他流动资产	1,108	1,285	1,554	1,786	2,048
长期投资	172	448	172	172	172
固定资产合计	1,121	1,140	1,218	1,191	1,178
无形资产及其他资产	210	187	159	145	132
资产合计	3,448	4,025	4,093	4,702	5,450
流动负债	1,236	1,611	1,463	1,574	1,699
长期负债	119	243	230	230	230
股东权益	2,093	2,171	2,400	2,898	3,520
投入资本(IC)	2,222	2,187	2,142	2,133	2,264
NOPLAT	309	351	453	556	682
折旧与摊销	115	112	112	122	129
流动资金增量	10	(14)	213	121	137
资本支出	82	22	(5)	(10)	120
自由现金流	516	472	773	789	1,068
经营现金流	426	477	350	560	675
投资现金流	(114)	(249)	456	8	(122)
融资现金流	(159)	71	(435)	(61)	(61)
现金流净增加额	153	299	370	506	492
收入增长率	21.8%	16.3%	20.0%	15.5%	15.1%
EBIT 增长率	44.6%	11.7%	23.1%	22.7%	22.7%
净利润增长率	37.7%	23.8%	31.0%	27.4%	25.2%
利润率					
毛利率	33.2%	32.7%	32.9%	33.8%	34.5%
EBIT 率	11.3%	10.9%	11.1%	11.8%	12.6%
净利率	7.5%	7.9%	8.7%	9.6%	10.4%
净资产收益率(ROE)	13.4%	15.6%	18.4%	19.3%	19.8%
总资产收益率(ROA)	7.4%	7.9%	10.1%	11.2%	12.1%
投入资本回报率(ROIC)	17.5%	19.8%	24.9%	30.7%	35.5%
存货周转天数	44	47	46	46	46
应收账款周转天数	50	50	50	54	54
总资产周转天数	343	337	305	286	287
净利润现金含量	1.70	1.47	0.83	1.04	1.00
资本支出/收入	2.38%	0.56%	-0.10%	-0.18%	1.88%
资产负债率	39.3%	46.1%	41.4%	38.4%	35.4%
净负债率	16.6%	23.2%	-4.5%	-22.2%	-32.8%
PE	67.0	54.1	41.3	32.4	25.9
PB	9.0	8.4	7.6	6.3	5.1
EV/EBITDA	34.4	31.7	26.8	22.3	18.6
P/S	4.99	4.29	3.58	3.10	2.69
股息率	1.1%	1.1%	0.2%	0.3%	0.4%

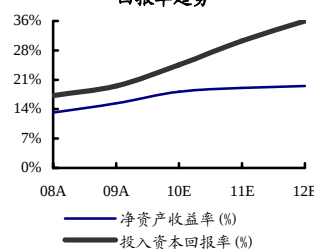
股票绝对涨幅和相对涨幅



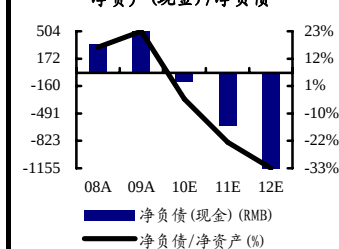
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		