

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国俊 分析师

执业编号： S0500210090002

联系人：

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

Mail: cgd2854@xcsc.com

基础数据：

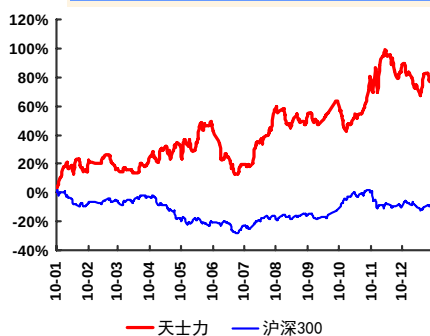
收盘价： 40.10 元

流通 A 股市值： 195.69 亿元

总市值： 207.08 亿元

沪深 300 指数： 3166.62

一年内股价与大盘走势：



第四届董事会第十二次会议审议通过了《关于出让参股子公司天津商汇投资（控股）有限公司部分股权的议案》。拟向天津融昇鑫业投资发展有限公司转让本公司持有商汇公司的6000 万元注册资本出资（约占商汇公司注册资本总额的4.348%）。

投资要点：

- 天津商汇投资有限公司是一家以自有资金进行投资和咨询管理的公司，主要资产为8%渤海银行股权，2010 年天津商汇的净资产为13.86 亿元，实现净利润717.59 万元。渤海银行在发起设立时就引入渣打银行境外投资者，经营管理情况良好，近几年业务快速发展，2009 年净利润较2008 年实现翻番，达到2.56 亿元。
- 目前公司是天津商汇的第二大股东，持有29.33%股权，此次准备向第一大股东天津融昇鑫业投资转让4.348%股权，转让后仍持有天津商汇24.98%。考虑到渤海银行股权价值，双方最终确定最终转让价格为13406.21 万元，而公司计入账面价值为6000 万元。天津商汇部分股权转让成功后，公司将能得到税后收益6270 万元。由于公司以中成药的生产、销售为主营业务，金融业股权投资并非今后发展重点。此次天津商汇股权转让后，能使公司获得较为丰厚投资收益，补充运营资金。
- 近期国家对基药采购招标制度和补偿机制做出指导性意见，基本药物在基层医疗机构普及有望加速。公司主要产品复方丹参滴丸为基本药物独家品种，营收占公司医药工业比例达到77%以上。目前有50%基层机构实施基本药物制度，随着基药推广范围的扩大，复方丹参滴丸需求量有望在明年大幅增加。

投资建议：

此次股权转让短期能增加公司利润，从长期来看能资金集中在医药主业，保障医药业务发展的资金需求。考虑到此次转让收益，我们相应调高天士力盈利预测，预计2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为0.88、1.16、1.25 元。我们继续给予天士力“增持”评级。

风险因素：中药材价格上涨

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	3434.22	3992.65	4722.3	5620.93	6594.71
增长率	21.83%	16.26%	18.27%	19.03%	17.32%
净利润（百万元）	255.89	316.71	453.05	601.3	647.32
增长率	37.66%	23.77%	43.05%	32.72%	7.65%
摊薄后每股收益（元）	0.52	0.65	0.88	1.16	1.25

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	3286	3529	4315
现金	556	1674	1832	2310
应收账款	536	742	779	1005
其他应收款	77	101	120	141
预付账款	89	128	134	157
存货	388	288	308	324
其他流动资产	195	354	356	378
非流动资产	2184	2121	1970	1866
长期投资	448	465	415	415
固定资产	1140	1160	1116	1041
无形资产	173	183	183	183
其他非流动资产	423	313	256	228
资产总计	4025	5406	5499	6181
流动负债	1611	1687	1435	1784
短期借款	802	820	500	660
应付账款	157	192	229	269
其他流动负债	653	675	706	856
非流动负债	243	250	250	250
长期借款	225	225	225	225
其他非流动负债	18	25	25	25
负债合计	1854	1937	1686	2035
少数股东权益	138	149	164	181
股本	488	516	516	516
资本公积	564	1565	1565	1565
留存收益	982	1240	1569	1886
归属母公司股东权益	2033	3320	3649	3966
负债和股东权益	4025	5406	5499	6181

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	345	673	676
净利润	324	465	617	664
折旧摊销	112	94	100	104
财务费用	42	51	37	29
投资损失	-7	-2	-63	-2
营运资金变动	-65	-282	-21	-133
其他经营现金流	-6	20	4	14
投资活动现金流	-378	-28	113	2

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3993	4722	5621	6595
营业成本	2687	3196	3815	4478
营业税金及附加	26	30	36	42
营业费用	566	604	703	824
管理费用	281	274	337	409
财务费用	42	51	37	29
资产减值损失	6	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	2	63	2
营业利润	391	563	751	809
营业外收入	14	12	12	12
营业外支出	6	2	2	2
利润总额	399	573	761	819
所得税	75	109	145	156
净利润	324	465	617	664
少数股东损益	7	11	15	16
归属母公司净利润	317	453	601	647
EBITDA	546	708	888	942
EPS (元)	0.65	0.88	1.16	1.25

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.3%	18.3%	19.0%	17.3%
营业利润	23.4%	44.1%	33.3%	7.8%
归属于母公司净利润	23.8%	43.1%	32.7%	7.7%
获利能力				
毛利率(%)	32.7%	32.3%	32.1%	32.1%
净利率(%)	7.9%	9.6%	10.7%	9.8%
ROE(%)	15.6%	13.6%	16.5%	16.3%
ROIC(%)	16.1%	20.9%	27.8%	29.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.1%	35.8%	30.6%	32.9%
净负债比率(%)	55.49%	54.05%	43.13%	43.59%
流动比率	1.14	1.95	2.46	2.42
速动比率	0.90	1.78	2.24	2.24
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.00	1.03	1.13

资本支出	117	0	0	0	应收账款周转率	7	7	7	7
长期投资	-270	16	-50	0	应付账款周转率	16.06	18.35	18.14	18.00
其他投资现金流	-531	-13	63	2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	108	801	-628	-200	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.88	1.16	1.25
短期借款	181	18	-320	160	每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.67	1.30	1.31
长期借款	125	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.94	6.43	7.07	7.68
普通股增加	0	28	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	1000	0	0	P/E	65.39	45.71	34.44	31.99
其他筹资现金流	-199	-246	-308	-360	P/B	10.18	6.24	5.67	5.22
现金净增加额	130	1118	158	478	EV/EBITDA	38	29	23	22

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	4722	5621	6595
收入同比(%)	16%	18%	19%	17%
归属母公司净利润	317	453	601	647
净利润同比(%)	24%	43%	33%	8%
毛利率(%)	32.7%	32.3%	32.1%	32.1%
ROE(%)	15.6%	13.6%	16.5%	16.3%
每股收益(元)	0.61	0.88	1.16	1.25
P/E	65.39	45.71	34.44	31.99
P/B	10.18	6.24	5.67	5.22
EV/EBITDA	38	29	23	22

分析师说明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。