

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52288047

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 44.06元

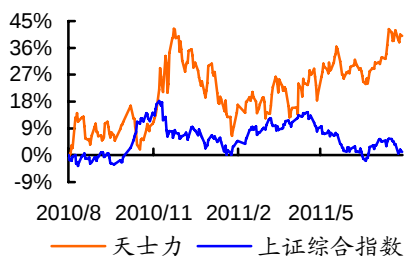
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2703.78
总股本(百万)	516
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	215
EPS (TTM)	1.05
每股净资产(元)	6.63
资产负债率	37.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天士力	7.54	18.22	21.96
上证综合指数	-2.01	-7.13	-3.40



相关报告

《天士力-1 季度经营业绩优良, 新品即将贡献收益》2011-4-24

《天士力-第 3 季度业绩继续超预期, 未来新品将逐渐贡献收益》2010-10-23

《天士力-中期业绩增速超预期, 维持强烈推荐评级》2010-8-10

天士力

600535

强烈推荐

主营业务实现较好增长, 新品进入收获期

天士力 1-6 月归属于母公司所有者净利润 3.60 亿, 比上年同期增长 84.28%, 对应 EPS0.70 元。

投资要点:

- **上半年经营业绩比较理想。**今年 1-6 月公司实现营收 29.93 亿, 同比增长 39.36%; 归属于母公司所有者的净利润 3.60 亿, 比上年同期增长 84.28%。去掉出售天津商汇股权约 6270 万税后净收益影响, 净利润同比增长约 52%, 销售和管理费用率有所下降, 财务费用率保持稳定;
- **2 季度盈利持续创新高。**2 季度销售费用率环比下降约 4 个百分点, 毛利率有所提升, 单季实现 EPS0.39 元, 继续创下新高;
- **医药工业、商业同比增速均有明显加快。**医药工业方面, 前 6 月营收增长 34.75%达到 11.06 亿, 毛利保持稳定。复方丹参滴丸预计增速约 20%, FDA3 期临床试验准备工作有序开展中, 而养血清脑颗粒、水林佳等二线产品下半年将延续较快增速。医药商业同比增速超过 40%, 毛利率稍有降低;
- **新品即将投放市场。**丹参多酚酸预计 8 月开始销售, 重组人尿激酶原 6 月下旬已提交 GMP 认证申请, 还有亚单位流感疫苗正在进行成品原液的制备, 这些新品未来 2 个季度有望陆续上市;
- **维持强烈推荐评级。**综合来看, 公司养血清脑颗粒等二线产品放量, 新品马上进入收获期, 新药研发稳步推进, 预计 11-13 年的 EPS 分别为 1.32、1.59 和 1.95 元, 同比增长 51%、20%和 23%, 维持强烈推荐的投资评级。

风险提示: 复方丹参滴丸基数很大, 公司整体业绩保持高增速有一定难度。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4652	5856	7098	8286
同比(%)	17%	26%	21%	17%
归属母公司净利润(百万元)	450	681	819	1007
同比(%)	42%	51%	20%	23%
毛利率(%)	33.7%	33.4%	34.3%	34.8%
ROE(%)	13.6%	18.5%	19.1%	21.2%
每股收益(元)	0.87	1.32	1.59	1.95
P/E	50.53	33.39	27.79	22.61
P/B	6.88	6.18	5.30	4.79
EV/EBITDA	31	23	19	16

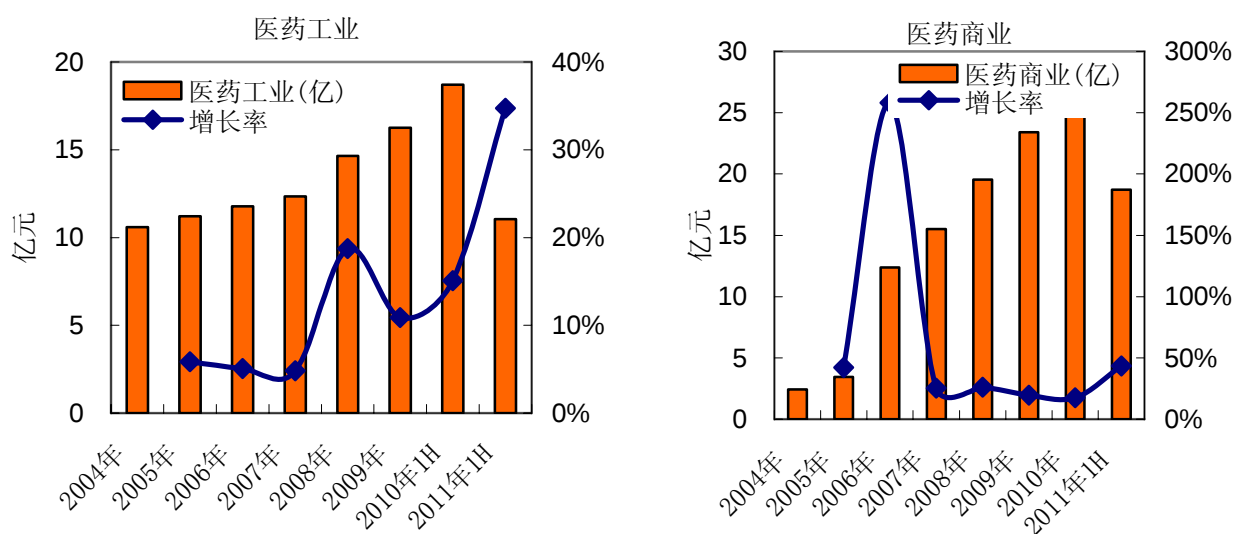
资料来源: 中投证券研究所

附表 1: 天士力的季度盈利性数据 (单位: 百万)

财务指标	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	112Q 环比
营业收入	994.18	1153.87	1218.14	1285.40	1373.22	1620.25	17.99%
营业成本	688.54	756.44	837.89	801.41	954.57	1112.89	16.58%
营业费用	135.17	142.20	154.68	199.57	200.25	167.96	-16.13%
管理费用	63.29	82.19	49.81	110.22	78.27	87.75	12.10%
财务费用	14.49	12.23	16.01	18.84	6.42	14.82	130.74%
营业利润	84.66	150.06	151.53	149.36	190.08	224.90	18.32%
利润总额	86.93	157.81	151.94	158.95	191.86	258.47	34.72%
所得税	18.06	25.86	21.80	30.47	33.09	41.08	24.15%
归属于母公司净利润	67.06	128.47	127.81	126.96	160.13	200.20	25.02%
EPS	0.14	0.26	0.26	0.25	0.31	0.39	0.078
毛利率	30.74%	34.44%	31.22%	37.65%	30.49%	31.31%	0.83%
营业费用率	13.60%	12.32%	12.70%	15.53%	14.58%	10.37%	-4.22%
管理费用率	6.37%	7.12%	4.09%	8.57%	5.70%	5.42%	-0.28%
实际所得税率	20.78%	16.39%	14.35%	19.17%	17.25%	15.89%	-1.35%

资料来源: 天士力历年报表 中投证券研究所

附图 1: 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

附表 2: 天士力主营业务预测 (单位: 百万)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3964.99	4626.15	5855.69	7098.03	8286.21
医药工业	1624.83	1876.00	2418.00	2972.80	3542.20
其中:复方丹参滴丸	1243.21	1300.00	1560.00	1747.20	1921.92
养血清脑颗粒	245.07	300.00	384.00	480.00	576.00
中药注射剂	35.00	40.00	120.00	250.00	400.00
其他	101.55	236.00	354.00	495.60	644.28
医药商业	2340.16	2750.15	3437.69	4125.23	4744.01
毛利率	32.62%	33.75%	33.37%	34.28%	34.76%
医药工业	72.78%	74.66%	73.04%	74.26%	73.98%
其中:复方丹参滴丸	77.29%	80.00%	78.00%	80.00%	80.00%
养血清脑颗粒	58.00%	60.00%	60.00%	62.00%	62.00%
中药注射剂	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
其他	50.81%	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%
医药商业	4.73%	5.84%	5.47%	5.47%	5.47%

数据来源: 公司历年年报 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3172	3733	4544	5216	营业收入	4652	5856	7098	8286
现金	1604	1755	2159	2441	营业成本	3084	3902	4665	5406
应收账款	564	711	861	1005	营业税金及附加	31	39	48	55
其它应收款	54	68	83	96	营业费用	632	773	930	1077
预付账款	105	133	158	184	管理费用	306	381	461	539
存货	561	710	849	984	财务费用	62	8	-3	-18
其他	284	357	433	505	资产减值损失	8	8	8	8
非流动资产	2281	2315	2328	2325	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	469	471	471	471	投资净收益	6	80	0	0
固定资产	1160	1329	1414	1451	营业利润	536	826	990	1219
无形资产	172	159	146	133	营业外收入	25	15	18	20
其他	479	356	297	271	营业外支出	5	7	6	6
资产总计	5453	6048	6871	7541	利润总额	556	834	1002	1232
流动负债	1780	1994	2195	2391	所得税	96	144	174	213
短期借款	802	802	802	802	净利润	459	690	829	1019
应付账款	193	245	292	339	少数股东损益	9	8	10	12
其他	785	947	1101	1250	归属母公司净利润	450	681	819	1007
非流动负债	248	248	248	248	EBITDA	713	959	1133	1364
长期借款	225	225	225	225	EPS (元)	0.87	1.32	1.59	1.95
其他	23	23	23	23	主要财务比率				
负债合计	2028	2242	2443	2638	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	118	127	137	149	成长能力				
股本	516	516	516	516	营业收入	16.5%	25.9%	21.2%	16.7%
资本公积	1554	1554	1554	1554	营业利润	36.9%	54.2%	19.9%	23.1%
留存收益	1237	1608	2221	2683	归属于母公司净利润	42.2%	51.3%	20.2%	22.9%
归属母公司股东权益	3307	3679	4291	4754	获利能力				
负债和股东权益	5453	6048	6871	7541	毛利率	33.7%	33.4%	34.3%	34.8%
现金流量表					净利率	9.7%	11.6%	11.5%	12.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	13.6%	18.5%	19.1%	21.2%
经营活动现金流	395	543	763	963	ROIC	25.1%	31.9%	34.8%	39.5%
净利润	459	690	829	1019	偿债能力				
折旧摊销	116	126	146	163	资产负债率	37.2%	37.1%	35.6%	35.0%
财务费用	62	8	-3	-18	净负债比率				
投资损失	-6	-80	0	0	流动比率	1.78	1.87	2.07	2.18
营运资金变动	-211	-211	-220	-212	速动比率	1.47	1.52	1.68	1.77
其它	-25	11	11	11	营运能力				
投资活动现金流	-164	-74	-155	-154	总资产周转率	0.98	1.02	1.10	1.15
资本支出	166	150	150	150	应收账款周转率	8	9	8	8
长期投资	-29	0	0	0	应付账款周转率	17.63	17.82	17.37	17.13
其他	-26	76	-5	-4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	781	-318	-203	-527	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.32	1.59	1.95
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.05	1.48	1.86
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.40	7.12	8.31	9.21
普通股增加	28	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	990	0	0	0	P/E	50.53	33.39	27.79	22.61
其他	-238	-318	-203	-527	P/B	6.88	6.18	5.30	4.79
现金净增加额	1012	151	405	282	EV/EBITDA	31	23	19	16

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

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 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 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名; 2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;
余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 2 年证券从业经验, 负责中药行业研究;
余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;
江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;
王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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