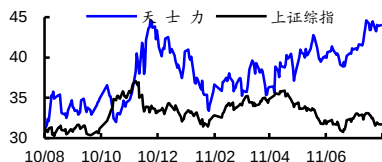


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
天士力(600535)
推荐
2011 年中报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 2 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	516.4/488.0
总市值 (百万元)	22,753.5/21,501.3
沪深 300/深圳成指	2,703.78/12,002.42
12 个月最高/最低 (元)	44.65/31.36

相关研究报告:

《天士力-600535-一季报显示强劲增长, 健步进入收获期》——2011-4-25

《天士力-600535-两重要新药获批, 再添成长动力》——2011-4-21

《天士力-600535-分享“收获期”成长》——2011-3-29

《天士力-600535-10 年 3 季报点评: 业绩提速, “二次腾飞”趋势确立》——2010-10-25

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

半年报点评

业绩强劲增长, 提高预测和目标价

●2011 年中期 EPS0.70 元略超预期, 制药盈利劲增 52%表现优异

上半年收入 29.9 亿元(+39%)、归属母公司净利润 3.6 亿元(+84%), EPS0.70 元, 略超我们预测(+79%、EPS0.68)的原因是获更多政府扶持资金。扣除非经常性损益后净利 2.84 亿同比大幅增长 52%, EPS0.55 元, ROE10.5%。

●制药工业收入大幅增长 35%, 毛利率提升; 整体净利润率创新高

医药工商业收入均大幅增长, 特别是医药工业收入增长强劲, 同时毛利率小幅提升, 而销售和管理费用率进一步降低, 促使利润大幅增长, 净利润率创新高——符合我们对公司“进入收获期, 利润增速将持续高于收入增速”的判断。

●“大品牌、大产品、大终端、全覆盖、大市场”战略定位更清晰

估计核心产品复方丹参滴丸收入增速超过 23%, 其通过美国 FDA II 期临床试验里程碑事件对公司带来的全方位促进效应超预期, 并促使公司不断完善产业链, 研发、生产、营销及管理目标更清晰, 经营效率更高、核心竞争力更突出。特别是扩大重点中药材种植、报告期获得丹参多酚酸和尿激酶原 2 个重磅新品种, 强化了我们对其未来“产品结构不断丰富和优化, 推动医药工业重返高速增长、毛利率将稳步提升”趋势的判断。

●风险提示

公司的独家产品目前受行业政策性降价风险较小, 关注未来政策变化。

●提高业绩预期, 合理价值提高至 54-57 元, 维持“推荐”评级

上半年的良好经营态势有望持续。考虑到只是初步反映了美国 FDA 认证效应, 而核心产品大规格包装更换、产业链综合效率提升、新增长点等因素尚未充分反映, 提高 11-13EPS 至 1.32/1.63/2.07 (原预测 1.3/1.6/2.0), 同时提高未来一年期合理目标价至 54-57 元, 相当于 12PE33-35x, 较现价存在 30%上涨空间。维持推荐评级, 建议中线稳健持有, 分享“收获期成长”。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,992.65	4,652	5,842	7,148	8,591
(+/-%)	16.26%	16.5%	25.6%	22.4%	20.2%
净利润(百万元)	316.71	450	681	840	1068
(+/-%)	23.77%	42.2%	51.3%	23.3%	27.2%
每股收益 (元)	0.65	0.87	1.32	1.63	2.07
EBIT Margin		12.9%	13.6%	14.5%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	15.58%	13.6%	19.0%	21.4%	24.6%
市盈率 (PE)	59.05	41.9	33.4	27.1	21.3
EV/EBITDA		29.4	26.8	21.0	17.2
市净率 (PB)	9.20	5.71	6.35	5.81	5.24

资料来源: 国信证经济研究所

提高 11-13 业绩预期

2011 年中期医药工业收入增长 35%超预期，期间费用控制良好。

对 11-15 发展趋势更具信心。

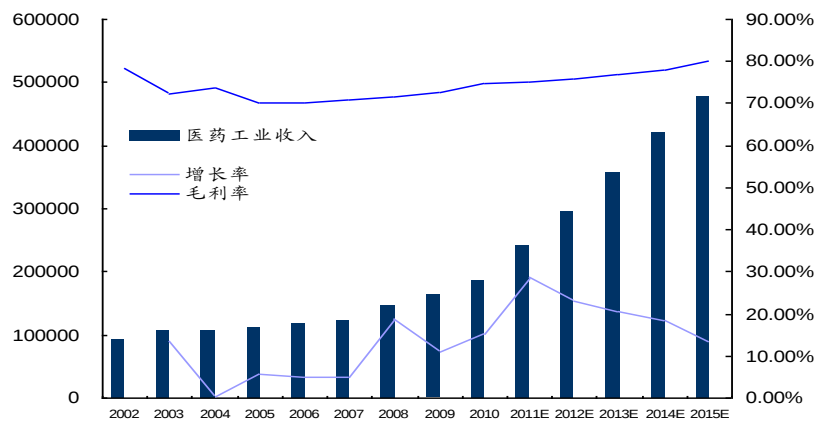
提高 11-13EPS 至 1.32/1.63/2.07 (原预测 1.3/1.6/2.0)，归属母公司扣非后净利润分别约 6.15、8.40、10.7 亿元，同比分别增长约 39%、36、27%。

表 1: 2011 年中期收入构成——工业、商业均强劲增长，特别是工业收入增速超预期

	收入 (万元)	毛利率	收入增长率	毛利率变化(%)
医药工业	1,105,63	74.89%	34.75%	+0.17 百分点
医药商业	1,872,39	5.11%	43.50%	-0.76 百分点

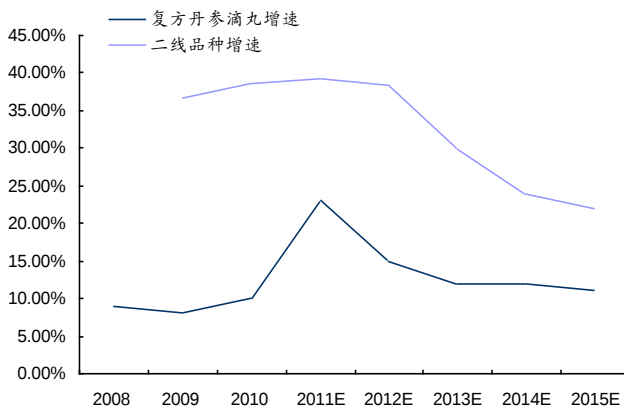
资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 1: 2011-2015 产品结构不断丰富和优化，推动医药工业重返高增长，预期毛利率将稳步提升



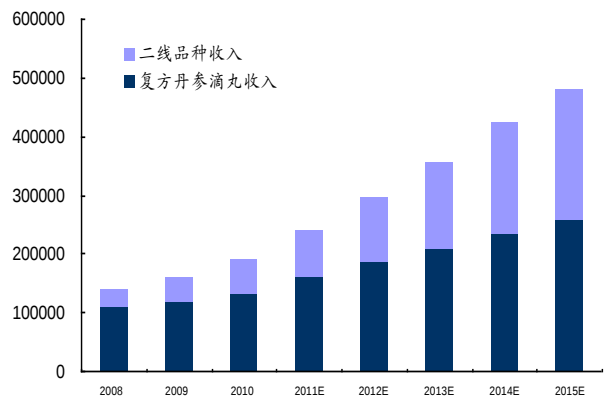
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理并预测

图 2: 2011-2015 二线产品的增速将高于核心产品复方丹参滴丸



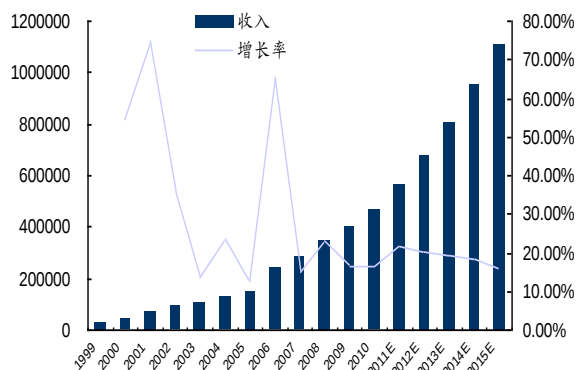
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理并预测

图 3: 2011-2015 医药工业中二线产品收入占比将逐步增大



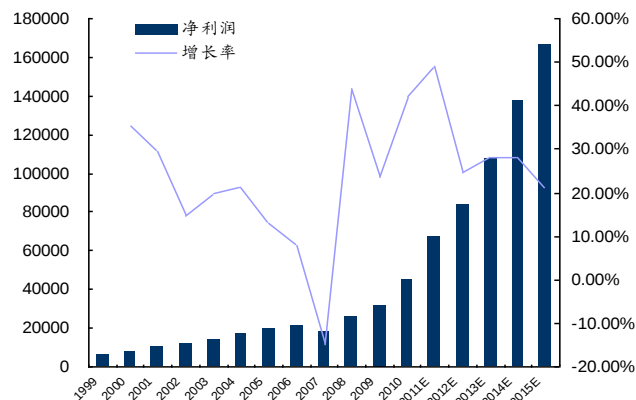
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理并预测

图 4: 1999-2015E 年整体收入及增速



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理并预测

图 5: 经过 2005-2007 年低点，净利润及增速提升，2010-2015 进入收获期



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理并预测

提高目标价至 52-57 元，维持“推荐”评级

绝对估值和相对估值比较均显示，当前股价存在吸引力。

提高一年期目标价至 54-57 元，相当于 12PE33-35x，较现价 44 元存在 30% 上涨空间。

表 2: 绝对估值的基本假设条件和估值结果

资本成本假定		估值结果	
无杠杆 Beta	0.93	估值方法	每股价值（元）
无风险利率	2.50%	APV	65.7
股票风险溢价	6.50%	FCFF	56.0
公司股价（元）	44.06	AE	48.5
发行在外股数（百万）	516	EVA	57.4
股票市值(E, 百万元)	22735	FCFE	55.7
债务总额(D, 百万元)	1025	DDM	34.8
Kd	5.30%		
T	19.00%		
Ka	8.55%		
有杠杆 Beta	0.96		
Ke	8.77%		
E/(D+E)	95.69%		
D/(D+E)	4.31%		
WACC	8.57%		
永续增长率（10 年后）	2.0%		

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 3: A 股重要医药公司业绩预测和相对估值比较: 天士力复合增长率 33%、PEG 约 1.00 具优势

公司简称	股价	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV/	ROE	PEG	Growth	投资评级
	2011-8-1	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E		EBITDA	10A	11E	11~13	
云南白药	61.14	424	1.33	1.77	2.26	2.90	46	35	27	21	9	39	21%	1.17	30%	推荐
东阿阿胶	44.85	293	0.89	1.30	1.69	2.10	50	35	27	21	10	39	21%	1.04	33%	推荐
中恒集团	21.66	236	0.37	0.79	0.94	1.17	59	28	23	19	16	45	30%	0.58	47%	推荐
以岭药业	47.42	202	0.74	1.01	1.28	1.56	64	47	37	30	6	48	0%	1.67	28%	无评级
恒瑞医药	31.91	359	0.64	0.84	1.08	1.37	50	38	30	23	10	38	21%	1.33	29%	推荐
海正药业	39.50	207	0.70	1.00	1.38	1.85	57	40	29	21	5	28	14%	1.03	39%	推荐
天士力	44.06	228	0.87	1.32	1.63	2.07	51	33	27	21	7	31	14%	1.00	33%	推荐

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1604	1720	1789	1945
应收款项	902	1136	1391	1671
存货净额	561	616	750	898
其他流动资产	105	129	157	189
流动资产合计	3172	3601	4087	4702
固定资产	1415	1430	1432	1424
无形资产及其他	172	165	159	152
投资性房地产	224	224	224	224
长期股权投资	469	479	489	499
资产总计	5453	5900	6391	7002
短期借款及交易性金融负债	804	800	700	600
应付款项	745	904	1100	1317
其他流动负债	231	246	298	356
流动负债合计	1780	1950	2098	2273
长期借款及应付债券	225	225	225	225
其他长期负债	23	23	23	23
长期负债合计	248	248	248	248
负债合计	2028	2197	2345	2520
少数股东权益	118	124	131	139
股东权益	3307	3579	3915	4342
负债和股东权益总计	5453	5900	6391	7002

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.87	1.32	1.63	2.07
每股红利	0.48	0.79	0.98	1.24
每股净资产	6.40	6.94	7.59	8.42
ROIC	15%	17%	23%	30%
ROE	14%	19%	21%	25%
毛利率	34%	34%	35%	35%
EBIT Margin	13%	14%	15%	15%
EBITDA Margin	15%	16%	17%	17%
收入增长	17%	26%	22%	20%
净利润增长率	42%	51%	23%	27%
资产负债率	39%	39%	39%	38%
息率	1.1%	1.8%	2.2%	2.8%
P/E	50.5	33.4	27.1	21.3
P/B	6.9	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	34.9	26.8	21.0	17.2

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4652	5842	7148	8591
营业成本	3084	3840	4660	5559
营业税金及附加	31	39	48	58
销售费用	632	795	951	1125
管理费用	306	375	450	540
财务费用	62	6	2	(5)
投资收益	6	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(8)	(5)	(2)	(2)
其他收入	0	60	0	0
营业利润	536	843	1036	1313
营业外净收支	20	0	0	0
利润总额	556	843	1036	1313
所得税费用	96	147	179	223
少数股东损益	9	14	17	22
归属于母公司净利润	450	681	840	1068

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	450	681	840	1068
资产减值准备	2	1	0	(0)
折旧摊销	111	135	153	163
公允价值变动损失	8	5	2	2
财务费用	62	6	2	(5)
营运资本变动	(137)	(138)	(168)	(185)
其它	2	4	7	9
经营活动现金流	436	689	833	1056
资本开支	(140)	(150)	(150)	(150)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(161)	(160)	(160)	(160)
权益性融资	1030	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(248)	(409)	(504)	(641)
其它融资现金流	237	(4)	(100)	(100)
融资活动现金流	772	(413)	(604)	(741)
现金净变动	1047	116	69	156
货币资金的期初余额	556	1604	1720	1789
货币资金的期末余额	1604	1720	1789	1945
企业自由现金流	330	503	694	914
权益自由现金流	567	493	593	819

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn