

中药III

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@cjis.cn

天士力

600535

强烈推荐

主业较快增势将延续

天士力 1-9 月归属于母公司所有者净利润 5.23 亿, 比上年同期增长 61.83%, 对应 EPS1.01 元。

投资要点:

- **前 9 月整体经营状况良好。**今年 1-9 月公司实现营收 47.61 亿, 同比增长 41.44%; 归属于母公司所有者净利润 5.23 亿, 比上年同期增长 61.83%。扣除出售天津商汇股权约 6270 万税后净收益因素, 净利润同比增长约 42%, 销售等三项费用率均有所下降;
- **第 3 季度盈利基本符合预期。**7-9 月公司毛利率同比下降约 3 个百分点, 销售费用率有所减少, 单季实现 EPS0.32 元, 同比增长约 27.48%;
- **医药工业实现稳快成长。**主导产品方面, 复方丹参滴丸预计增速约 20%, FDA3 期临床试验仍在积极准备中, 养血清脑颗粒等二线产品增长约 40%, 未来中成药品种毛利率有望随着三七等中药材价格的跌落而逐渐回升;
- **新品前景值得期待。**丹参多酚酸开始上市, 受益于医保目录的推动, 该产品销售值得看好。重组人尿激酶原已通过 GMP 认证, 亚单位流感疫苗正在批签发中, 年底前可望投放市场;
- **维持强烈推荐评级。**公司坚持国际化道路, 以现代中药为核心, 拓展生物药和化学药, 日益丰富的产品线夯实了成长后劲。我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.32、1.59 和 1.95 元, 同比增长 51%、21%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。

6-12 个月目标价:

当前股价: 39.44 元

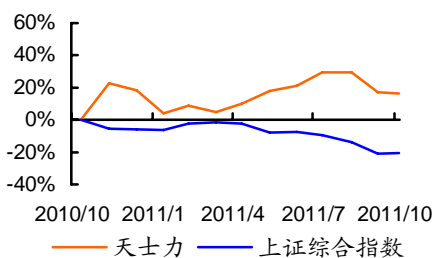
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2370.33
总股本(百万)	516
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	192
EPS (TTM)	1.19
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	-3.55	-11.37	0.41
上证综合指数	-7.79	-16.22	-23.44



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

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	4652	6289	7619	8887
同比(%)	17%	35%	21%	17%
归属母公司净利润(百万元)	450	680	822	1009
同比(%)	42%	51%	21%	23%
毛利率(%)	33.7%	31.7%	32.5%	33.0%
ROE(%)	13.6%	18.5%	19.1%	21.2%
每股收益(元)	0.87	1.32	1.59	1.95
P/E	45.23	29.96	24.78	20.18
P/B	6.16	5.54	4.74	4.28
EV/EBITDA	27	21	17	14

资料来源: 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
<b>流动资产</b>	3172	3833	4667	5359	<b>营业收入</b>	4652	6289	7619	8887
现金	1604	1685	2079	2349	营业成本	3084	4298	5141	5954
应收账款	564	763	924	1078	营业税金及附加	31	42	51	60
其它应收款	54	73	89	103	营业费用	632	830	975	1133
预付账款	105	146	175	202	管理费用	306	377	457	533
存货	561	782	936	1084	财务费用	62	10	-0	-14
其他	284	384	465	542	资产减值损失	8	8	8	8
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	536	804	988	1213
无形资产	172	159	146	133	营业外收入	25	35	25	28
其他	479	356	297	271	营业外支出	5	7	6	6
<b>资产总计</b>	5453	6148	6995	7684	<b>利润总额</b>	556	832	1006	1236
<b>流动负债</b>	1780	2096	2318	2531	所得税	96	144	174	214
短期借款	802	802	802	802	<b>净利润</b>	459	688	832	1022
应付账款	193	269	322	373	少数股东损益	9	8	10	12
其他	785	1024	1193	1356	<b>归属母公司净利润</b>	450	680	822	1009
<b>非流动负债</b>	248	248	248	248	EBITDA	713	939	1134	1362
长期借款	225	225	225	225	EPS (元)	0.87	1.32	1.59	1.95
其他	23	23	23	23					
<b>负债合计</b>	2028	2343	2565	2779	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	118	127	137	149	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	516	516	516	516	<b>成长能力</b>				
资本公积	1554	1554	1554	1554	营业收入	16.5%	35.2%	21.1%	16.6%
留存收益	1237	1607	2222	2685	营业利润	36.9%	50.1%	22.8%	22.9%
归属母公司股东权益	3307	3678	4293	4756	归属于母公司净利润	42.2%	51.0%	20.9%	22.8%
<b>负债和股东权益</b>	5453	6148	6995	7684	<b>获利能力</b>				
					毛利率	33.7%	31.7%	32.5%	33.0%
					净利率	9.7%	10.8%	10.8%	11.4%
					ROE	13.6%	18.5%	19.1%	21.2%
					ROIC	25.1%	30.3%	33.8%	38.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	37.2%	38.1%	36.7%	36.2%
					净负债比率				
					流动比率	1.78	1.83	2.01	2.12
					速动比率	1.47	1.46	1.61	1.69
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.98	1.08	1.16	1.21
					应收账款周转率	8	9	8	8
					应付账款周转率	17.63	18.58	17.38	17.12
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.87	1.32	1.59	1.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.92	1.46	1.85
					每股净资产(最新摊薄)	6.40	7.12	8.31	9.21
					<b>估值比率</b>				
					P/E	45.23	29.96	24.78	20.18
					P/B	6.16	5.54	4.74	4.28
					EV/EBITDA	27	21	17	14

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 ±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