

投资评级

谨慎推荐 (维持)

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	51,642
流通股本(万股)	48,800
每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	37.07

相关报告

- 《安全重于泰山，稳定压倒一切——医药行业2011年中期策略》  
2011-6-24
- 《净利润增长84% 看好公司下半年表现——天士力半年报点评》  
2011-8-1

研发部

宋凯  
SAC 执业证书编号: S1340511070001  
联系电话: 010-68858138  
Email: songkai@cnpsec.com

## 净利润增长 62%，高增长符合预期

### ——天士力 (600535) 三季度报点评

事件:

公司公布了 2011 年三季度报, 2011 年 1-9 月, 公司实现营业收入 47.61 亿元, 同比增长 41.44%; 营业利润 6.06 亿元, 同比增长 56.99%; 利润总额 6.43 亿元, 同比增长 61.96%; 归属于母公司净利润 5.23 亿元, 同比增长 61.83%。基本每股收益 1.01 元。

2011 年第三季度, 公司实现营业收入 17.68 亿元, 同比增长 45.16%; 营业利润 1.91 亿元, 同比增长 25.66%; 利润总额 1.93 亿元, 同比增长 26.97%; 归属于母公司净利润 1.63 亿元, 同比增长 27.34%。基本每股收益 0.32 元。

点评:

- **投资收益贡献巨大。**报告期内公司由于转让了旗下公司股权, 获得投资收益 7377.8 万元, 导致公司净利润大幅增长。剔除该因素影响, 前三季度公司实际归属于母公司净利润增速在 39%左右, 这显示公司主营业务依然保持了强劲的增长势头。
- **整体盈利能力和期间费用率均有下降。**报告期内公司综合毛利率为 30.01%, 同比减少了 2.17 个百分点; 期间费用率为 17.87%, 同比减少了 2.04 个百分点。三项费用率均有不同程度的下降。我们认为公司医药商业增长迅猛是导致财务指标变动的主要因素之一。今年上半年, 公司医药商业收入增速达到 43.50%, 高于公司医药工业 34.75%的增速, 这使得公司整体盈利能力和期间费用率均出现下滑。
- **医药工业增长稳定, 二线产品不乏亮点。**上半年公司医药工业收入增速为 35%, 毛利率 75%, 在中药材价格大幅飙升的背景下, 公司医药工业毛利率依然保持了稳定状态。我们估计公司主导产品复方丹参滴丸今年的收入规模将超过 15 亿元, 未来该产品的增速将保持在 10-15%之间, 未来 2-3 年其收入规模将突破 20 亿元, 是公司最主要的医药工业产品。此外, 公司二线产品增长迅速, 主要品种养血清脑颗粒和水林佳是规模较大的二线品种, 预计 2011 年均能实现 30%以上的增速。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持对公司 2011-2013 年每股收益为 1.30 元、1.56 元和 1.93 元的盈利预测, 对应前一交易日收盘价 39.44 元的动态市盈率为 30 倍、25 倍和 20 倍。公司作为行业龙头企业之一, 目前估值水平较为合理, 高速增长业绩为公司股价提供了可靠的支撑, 我们维持

公司“谨慎推荐”的投资评级。

- **风险提示。**基本药物制度建立与完善低于预期。

图表 1：天士力盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>399,265</b>	<b>465,159</b>	<b>644,106</b>	<b>864,905</b>	<b>1,113,739</b>
增长率	16.26%	16.50%	38.47%	34.28%	28.77%
<b>营业成本</b>	<b>268,739</b>	<b>308,427</b>	<b>444,755</b>	<b>597,996</b>	<b>778,169</b>
毛利率	32.69%	33.69%	30.95%	30.86%	30.13%
<b>营业税金及附加</b>	<b>2,579</b>	<b>3,115</b>	<b>4,313</b>	<b>5,792</b>	<b>7,458</b>
<b>销售费用</b>	<b>56,583</b>	<b>63,162</b>	<b>84,507</b>	<b>113,389</b>	<b>145,566</b>
<b>管理费用</b>	<b>28,128</b>	<b>30,551</b>	<b>35,361</b>	<b>45,753</b>	<b>55,798</b>
<b>财务费用</b>	<b>4,207</b>	<b>6,157</b>	<b>3,736</b>	<b>2,681</b>	<b>3,341</b>
期间费用率	22.27%	21.47%	19.19%	18.71%	18.38%
<b>资产减值损失</b>	<b>576</b>	<b>751</b>	<b>1,238</b>	<b>1,401</b>	<b>1,386</b>
<b>公允价值变动净收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资净收益</b>	<b>660</b>	<b>565</b>	<b>8,452</b>	<b>834</b>	<b>1,037</b>
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	46	550	678	765	876
<b>营业利润</b>	<b>39,114</b>	<b>53,561</b>	<b>78,648</b>	<b>98,727</b>	<b>123,057</b>
增长率	23.37%	36.94%	46.84%	25.53%	24.64%
加：营业外收入	1,381	2,543	4,000	0	0
减：营业外支出	585	541	50	0	0
<b>利润总额</b>	<b>39,910</b>	<b>55,563</b>	<b>82,598</b>	<b>98,727</b>	<b>123,057</b>
增长率	26.86%	39.22%	48.66%	19.53%	24.64%
减：所得税	7,546	9,620	14,273	17,030	22,015
所得税率	18.91%	17.31%	17.28%	17.25%	17.89%
<b>净利润</b>	<b>32,363</b>	<b>45,943</b>	<b>68,325</b>	<b>81,697</b>	<b>101,042</b>
增长率	29.26%	41.96%	48.72%	19.57%	23.68%
减：少数股东损益	693	913	1,015	1,103	1,201
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>31,671</b>	<b>45,030</b>	<b>67,310</b>	<b>80,594</b>	<b>99,841</b>
增长率	23.77%	42.18%	49.48%	19.74%	23.88%
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.65</b>	<b>0.92</b>	<b>1.30</b>	<b>1.56</b>	<b>1.93</b>

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。