2011 年 10 月 26 日

中国民族证券 China Minzu Securities

实用精深 特色民族

分析师： 涂羚波
执业证书编号： S0050208010103
Tel： 010-59355910
Email： tulb@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

天士力(600535.SH)

稳健增长

投资要点

●**业绩符合预期。**2011 年前三季度实现营业总收入 47.61 亿元、5.23 亿元，同比分别增长 41.44%、61.83%，每股收益 1.01 元。三季度单季营业收入、净利润分别为 17.7 亿元、1.63 亿元，同比增长 45%、27.5%，每股收益 0.32 元。营业规模的扩大以及转让天津商汇投资公司 24.98%的股权收益 7378 万元、土地款补助 3334 万元，促进业绩大幅增长。

●**单季度业绩增速有所放缓。**相比上半年，公司三季度增速有所放缓，我们分析可能是费用上升所致。公司今年加大了学术推广的力度，营销渠道向基层下沉和渗透，估计一线品种丹参滴丸增速在 20%左右，二线品种养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸、水林佳等增速在 30%以上。同时，新产品上市步伐加快，注射用丹参多酚酸和重组人尿激酶原于都已于今年 4 月取得新药证书及生产批件，重组人尿激酶原车间已通过 GMP 认证。

●**毛利率下降，费用率上升。**受原材料成本上升和工资上涨的影响，前三季度公司毛利率同比下降了 2.17 个百分点，但公司通过严格控制各项费用，期间费用率下降了 2.04 个百分点。

●**维持“买入”评级。**预计公司 2011、2012、2013 年实现净利润 7.13 亿元、8.80 亿元、11.55 亿元，同比增长 58.23%、23.47%、31.28%，每股收益 1.38 元、1.70 元、2.24 元。按照公司 2011 年 40 倍 PE 估值，合理估值 55.2 元。

医药生物

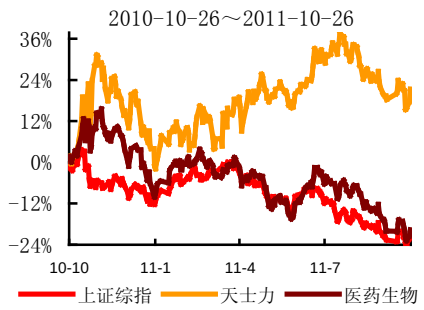
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	55.2

市场数据

市价(元)	
上市的流通 A 股(亿股)	
总股本(亿股)	
52 周股价最高最低(元)	
上证指数/深证成指	
2010 年股息率	

52 周相对市场表现



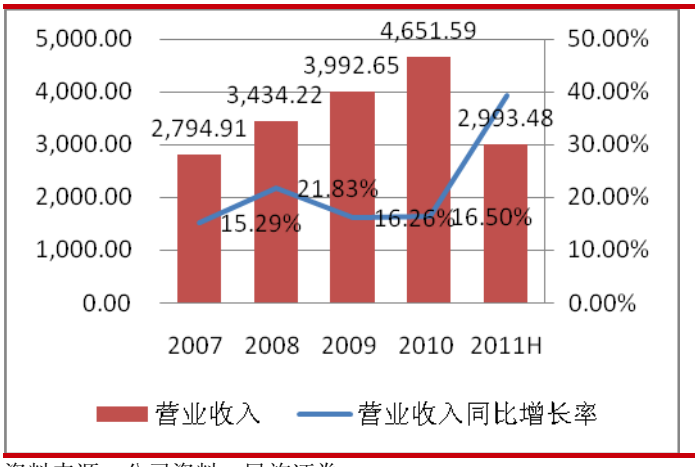
相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4651.59	5569	6638	7805
增长率(%)	16.50	19.73	19.19	17.59
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	450.30	712.53	879.75	1154.93
增长率(%)	42.18	58.23	23.47	31.28
毛利率(%)	33.69	34.01	35.07	36.22
净资产收益率(%)	13.62	17.73	17.96	19.08
EPS(元)	0.92	1.38	1.70	2.24
P/E(倍)	46.65	29.48	23.88	18.19
P/B(倍)	7.01	5.23	4.29	3.47

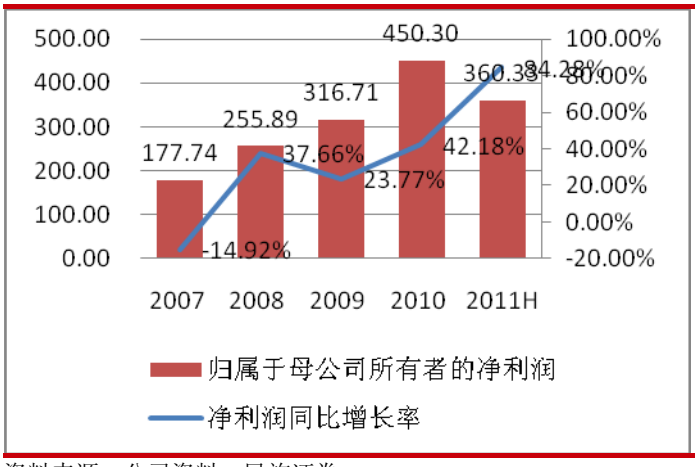
来源：公司年报、民族证券

图 1：公司近年营业收入



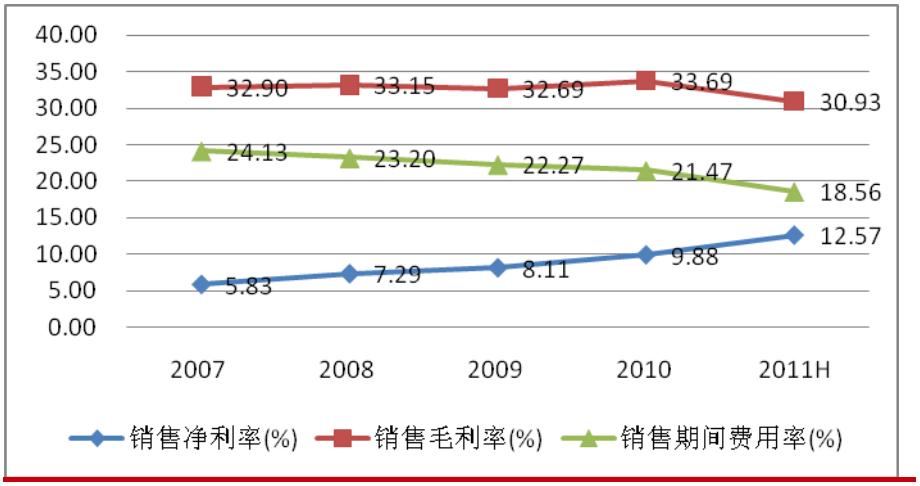
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3172	3813	4685	5862
现金及等价物	1604	1995	2530	3343
应收帐款	848	1015	1210	1423
存货	561	613	718	830
其它流动资产	159	190	227	267
非流动资产	2147	2413	2643	2861
长期股权投资	469	469	469	469
固定资产及其他	1443	1671	1859	2029
投资性房地产	27	27	27	27
无形资产	187	224	267	313
其它非流动资产	22	22	22	22
资产总计	5465	6371	7474	8869
流动负债	1780	1967	2168	2379
短期借款	804	804	804	804
应付帐款	745	888	1041	1203
其它流动负债	231	275	323	373
非流动负债	248	252	257	261
长期借款	225	225	225	225
其它非流动负债	23	27	32	36
负债合计	2028	2219	2424	2641
少数股东权益	118	133	151	174
归属于母公司所有者权益	3307	4019	4899	6054
负债和股东权益	5453	6371	7474	8869

现金流量表

单位：百万元				
经营活动现金流	515	758	960	1248
净利润	459	727	898	1178
资产减值准备	8	0	0	0
折旧和摊销	114	133	149	164
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	62	42	50	59
营运资本变动	-122	-63	-136	-153
投资收益	-6	-80	0	0
投资活动现金流	-197	-318	-379	-382
资本支出	-174	-398	-379	-382
其它	-24	80	0	0
融资活动现金流	738	-37	-45	-54
权益性融资	794	0	0	0
负债净变化	5	4	5	5
财务费用	-62	-42	-50	-59
现金净增加额	1055	403	535	813
期初现金余额	536	1591	1995	2530
期末现金余额	1591	1995	2530	3343

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4652	5569	6638	7805
营业成本	3084	3675	4310	4978
营业税金及附加	31	37	44	52
销售费用	632	724	830	937
管理费用	306	312	339	375
财务费用	62	42	50	59
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	6	80	0	0
营业利润	536	859	1066	1405
营业外收入	25	20	20	20
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	556	879	1086	1425
所得税	96	152	188	247
净利润	459	727	898	1178
少数股东损益	9	14	18	23
归属于母公司所	450	713	880	1155
EBITDA	599	821	1115	1464
EPS（元）	0.87	1.38	1.70	2.24

主要财务比率

成长能力				
营业收入	16.5%	19.7%	19.2%	17.6%
营业利润	36.9%	60.4%	24.0%	31.9%
归属母公司净利	42.2%	58.2%	23.5%	31.3%
获利能力				
毛利率	33.7%	34.0%	35.1%	36.2%
净利率	9.7%	12.8%	13.3%	14.8%
ROE	13.6%	17.7%	18.0%	19.1%
ROIC	8.9%	13.0%	15.1%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	37.1%	34.8%	32.4%	29.8%
流动比率	1.8	1.9	2.2	2.5
速动比率	1.5	1.6	1.8	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	5.5	5.5	5.5	5.5
应付帐款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)				
每股收益	0.87	1.38	1.70	2.24
每股经营现金	1.00	1.47	1.86	2.42
每股净资产	6.40	7.78	9.49	11.72
估值比率				
P/E	46.7	29.5	23.9	18.2
P/B	6.4	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	59.7	43.6	32.1	24.4

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看　　好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中　　性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看　　淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买　　入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增　　持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中　　性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减　　持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010－59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010－59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010－59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010－59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010－59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn