

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)

业绩明显超出预期

投资要点

●**业绩超出预期。**2011年实现营业收入总收入29.93亿元、3.6亿元,同比分别增长39.36%、84.28%,扣除非经常性损益后净利润同比增长51.58%。每股收益0.70元。其中,工业收入增长34.75%,营业利润率74.89%,同比增长0.17个百分点,商业收入增长44.66%,营业利润率5.11个百分点,同比减少0.76个百分点。业绩大幅增长来源于规模的扩大以及转让了天津商汇投资公司24.98%的股权。

●**"大品牌、大产品、大终端、全覆盖、大市场"的营销战略卓有成效。**公司积极调整营销组织架构,适应多元化市场发展的需求。加强医药代表专业化队伍建设,强化区域市场,针对不同客户,采取不同的学术推广模式,强力推进基本药物招标采购工作,复方丹参滴丸180粒规格已成功在全国范围完成相关工作,上半年圆满完成公司的既定目标。

●**新产品上市步伐加快。**用于治疗中风病中经络(轻中度脑梗死)恢复期淤血阻络证的注射用丹参多酚酸,以及用于治疗急性ST段抬高性心肌梗死的溶栓注射用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,预计这2个产品不久将上市。

●**新药研发稳步推进。**糖敏灵丸、青术颗粒、五灵颗粒三个在研新品临床试验完毕;复方丹参滴丸治疗糖网适应症的临床进入II期临床阶段;流感疫苗启动扩大儿童适用人群的临床试验;复方丹参滴丸美国FDA III期临床试验相关准备工作有序开展。

医药生物

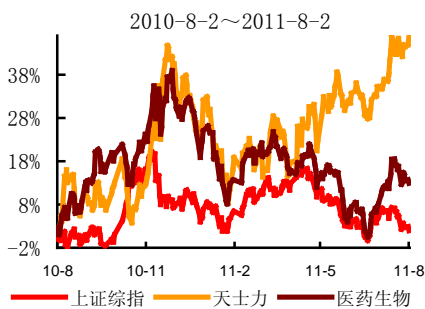
投资评级

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)	44.71
上市的流通A股(亿股)	4.88
总股本(亿股)	5.16
52周股价最高最低(元)	29.8-45.79
上证指数/深证成指	2679.26/11932.04
2010年股息率	2.31%

52周相对市场表现



相关研究

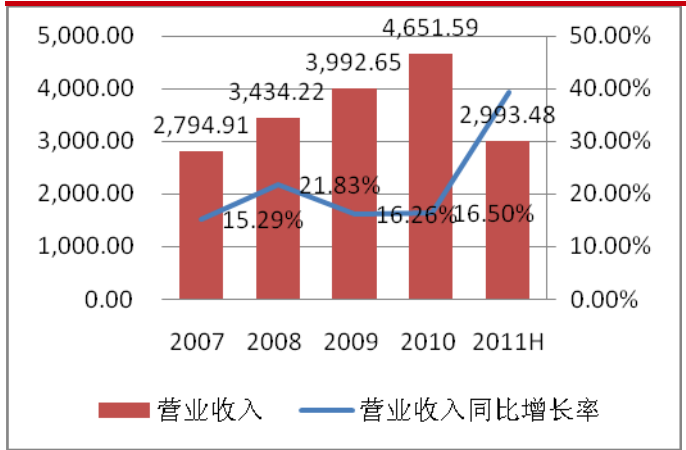
《天士力调研报告:2011年三大看点》
2011.4.2

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)	51.27	32.40	26.25	19.99
P/B(倍)	7.60	5.74	4.71	3.81

来源: 公司年报、民族证券

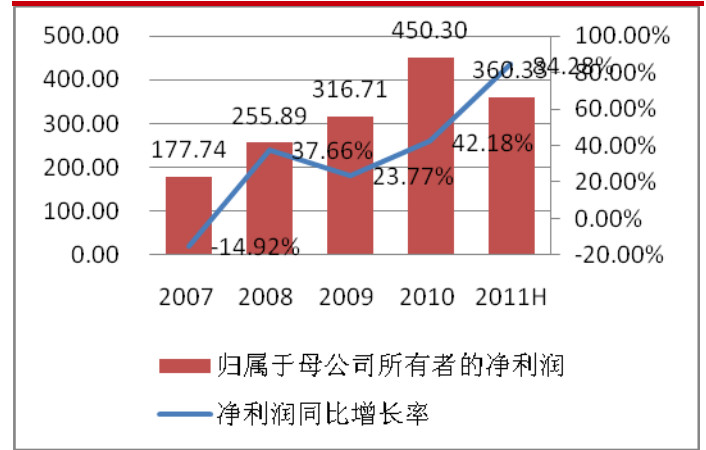
●**维持“买入”评级。**我们上调公司的盈利预测，预计公司2010、2011、2012年实现净利润7.13亿元、8.80亿元、11.55亿元，同比增长58.23%、23.47%、31.28%，每股收益1.38元、1.70元、2.24元。按照公司2011年40倍PE估值，合理估值55.2元。公司未来发展路径清晰，是中药现代化的典范，战略持有。

图 1：公司近年营业收入



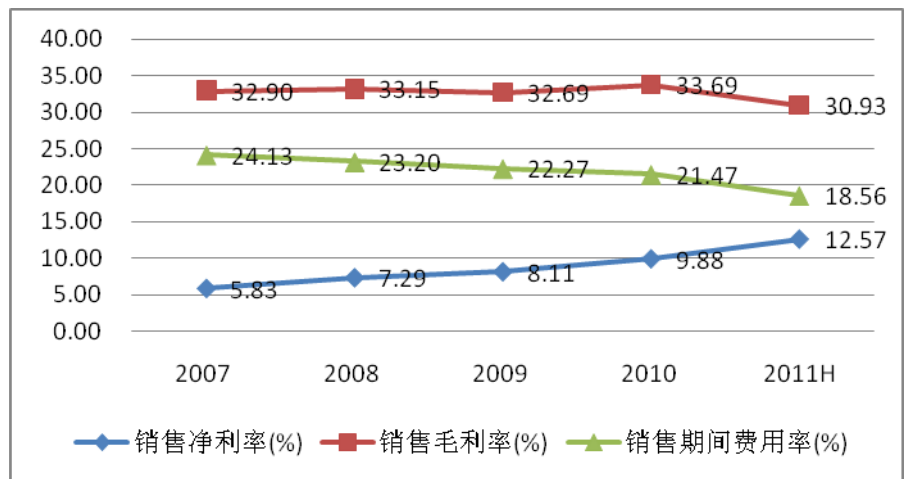
资料来源：公司资料，民族证券

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

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
复方丹参滴丸	129800	146674	164275	182345
增长率	10%	13.00%	12.00%	11.00%
养血清脑颗粒	32500	43875	59231	75816
增长率	30%	35%	35%	28%
水林佳	11830	15971	20762	26990
增长率	30%	35%	30%	30%
荆花胃康颗粒	4680	6318	8213	10677
增长率	30%	35%	30%	30%
其他产品	8152	11005	14306	17883
增长率	20.18%	35%	30%	25%
医药工业总计	186962	223842	266788	313712
增长率	15.07%	19.73%	19.19%	17.59%
毛利率	74.73%	75.00%	75.00%	75.00%
医药商业	275016	316268	354220	389642
增长率	17.52%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	5.85%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	461977	540110	621008	703354
增长率	15.07%	19.73%	19.19%	17.59%
主营业务成本率	66.27%	65.99%	64.93%	63.78%
毛利率	33.73%	34.01%	35.07%	36.22%

资料来源：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	2010	2011E	2012E	2013E
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	51.3	32.4	26.2	20.0
P/B	7.0	5.7	4.7	3.8
EV/EBITDA	47.7	34.8	25.6	19.5

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