

## 收入增速有所放缓，新品潜力较大

天士力 (600535.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司发布 2011 年年报: 报告期内, 公司实现营业收入总额 65.7 亿元, 同比增加 41.23%; 归属于上市公司股东的净利润 6.1 亿元, 同比增加 35.64%, “扣非”后同比增长 21.08%。基本每股收益 1.18 元, 低于我们预期。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、4 季度收入增速有所放缓, 工业毛利率基本稳定, 商业毛利率下滑

对公司收入按季度进行拆分, 公司 2012 年 4 季度收入环比增长 2.3%, 较去年同期增速下滑 3.2 个百分点, 较 3 季度环比增速下滑 6.8 个百分点。去年 4 季度公司收入环比增长 5.5%, 较同年 3 季度环比下降 0.1 个百分点。

全年来看, 公司营收同比增长 41.2%, 主要原因是商业增速较快。按行业拆分, 公司去年商业营收同比增长 51.03%, 工业营收同比增长 27.4%。从去年水平看, 工业收入增速基本符合预期。由于商业占比的提高, 公司综合毛利率下滑 3.7 个百分点。工业部分毛利率水平基本稳定, 较去年微降 0.01 个百分点, 商业下滑 1.76 个百分点。

##### (二)、业绩低于预期, 管理费用率和实际综合税率提升侵蚀企业利润

2011 年公司扣非后归属于母公司净利润增速为 21.08%, 低于预期。4 季度单季, 公司管理费用率 8.9%, 较 3 季度提高 5.3 个百分点。去年 4 季度管理费用率 8.6%, 同年 3 季度为 4.1%。我们注意到 4 季度公司实际综合税率达到 28.7%, 而前三季度均在 16% 上下。管理费用率的提升和综合税率的上升侵蚀了企业利润。

##### (三)、注射用丹参多酚酸已经上市销售, 适应症患者基数大, 销售潜力可观

天士力的丹参多酚酸主要适应症是脑梗患者。与绿谷的丹参多酚酸盐相比, 其适应症患者基数更大。脑中风患者已经成为大中城市成年人致残的最主要原因, 发病率居高不下。

根据北京市卫生局的统计, 2010 年北京市居民全部死因前十位中, 脑血管排名第三, 占比达到 22.9%。而脑中风更是成年人致残的首要原因。丹参、银杏和川芎类制剂是脑血管科常用的三大类中药制剂具有较为坚实的临床应用基础。目前公司该产品最高零售价为 348 元/支, 临床上每日用量 1 支。

#### 分析师

黄国珍 行业分析师

☎: (8621) 2025 2609

✉

huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

#### 市场数据 时间 2012.03.26

A 股收盘价(元)	37.92
A 股一年内最高价(元)	42.71
A 股一年内最低价(元)	33.30
上证指数	2350.60
市净率	5.92
总股本(万股)	51642.13
实际流通 A 股(万股)	51642.13
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	195.83

### 3. 投资建议

我们看好公司的品牌价值以及二线品种的增长潜力和丹参多酚酸未来的销售前景。我们预计公司 2012~2013 年 EPS 分别为 1.48 元、1.88 元，对应当前股价 PE 分别为 25.6 倍和 20.2 倍，维持推荐评级。

表：天士力财务数据

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业总收入	2,794.91	3,434.22	3,992.65	4,651.59	6,569.66
营业收入	2,794.91	3,434.22	3,992.65	4,651.59	6,569.66
增长率		22.9%	16.3%	16.5%	41.2%
二、营业总成本	2,583.18	3,117.35	3,608.11	4,121.64	5,910.71
营业成本	1,875.26	2,295.74	2,687.39	3,084.27	4,601.33
毛利率	32.9%	33.2%	32.7%	33.7%	30.0%
营业税金及附加	20.85	23.21	25.79	31.15	44.97
销售费用	408.30	496.05	565.83	631.62	786.39
销售费用率	14.6%	14.4%	14.2%	13.6%	12.0%
管理费用	224.74	229.87	281.28	305.51	389.55
管理费用率	8.0%	6.7%	7.0%	6.6%	5.9%
财务费用	41.43	70.78	42.07	61.57	65.04
资产减值损失	12.60	1.71	5.76	7.51	23.43
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.88	0.18	6.60	5.65	82.92
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	213.60	317.04	391.14	535.61	741.87
加：营业外收入	14.02	6.87	13.81	25.43	57.32
减：营业外支出	2.41	9.32	5.85	5.41	13.40
五、利润总额	225.21	314.59	399.10	555.63	785.80
减：所得税	62.24	64.21	75.46	96.20	145.83
综合所得税率	27.6%	20.4%	18.9%	17.3%	18.6%
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	162.97	250.38	323.63	459.43	639.96
减：少数股东损益	-14.77	-5.51	6.93	9.13	29.15
归属于母公司所有者的净利润	177.74	255.89	316.71	450.30	610.81
净利润率	6.4%	7.5%	7.9%	9.7%	9.3%
七、总股本	488.00	488.00	488.00	516.42	516.42
八、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.37	0.52	0.65	0.92	1.18
(二) 稀释每股收益(元)	0.37	0.52	0.65	0.92	1.18
净利润增长率		44.0%	23.8%	42.2%	35.6%

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**黄国珍，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn