

## 天士力 ( 600535 ): 四季度业绩下滑明显, 长期持续看好

行业分类: 中药行业

2012.03.27

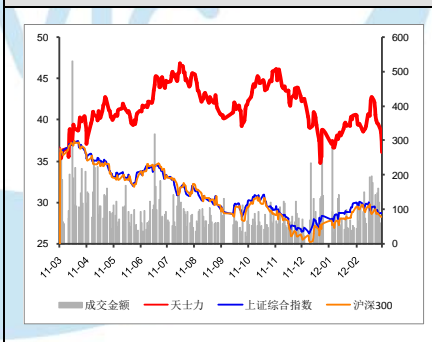
研究员: 张绍坤  
(执业证书编号: S0640511010008)  
联系人: 刁志学, 赵浩然  
电话: 0755-83520492、83689524  
Email: diaozhixue@163.com

6个月目标价	42.00
当前股价	35.60
投资评级	买入

### 基础数据

上证指数	2347.18
总股本(亿)	5.16
流通A股(亿)	5.16
流通A股市值(亿)	183.70
总市值(亿)	183.70
ROE	16.95%
资产负债率	43.08%
动态市盈率	20.18
动态市净率	4.94

### 近一年股价表现



相关研究报告:

《天士力 ( 600535 ): 中药现代化、产品丰富化》 2011.11.20

### 事件回顾:

公司公布 2011 年年报: 报告期内公司实现营业收入 65.70 亿元, 同比增长幅度为 41.23%; 营业利润为 7.42 亿元, 同比增长 38.51%; 归属上市公司股东的净利润为 6.11 元, 同比增长 35.64%; 基本每股收益为 1.18 元, 较去年同期增长 35.64%; 分红预案为每 10 股派发 7 元(含税)。

### 投资要点:

**四季度业绩下滑明显导致全年业绩低于预期:** 公司 2011 年 4 季度实现营业收入 18.09 亿元, 同比增长 40.70%, 净利润为 1.02 亿元, 同比下降 20.17%; 公司 4 季度营业收入的增长幅度与前三季度基本持平, 但净利润下滑明显(前三季度增长幅度为 43.51%(扣除出售股权带来的投资收益后)), 4 季度业绩下滑直接导致公司全年业绩低于预期, 究其原因主要有两个方面, 其一为管理费用上升, 4 季度公司管理费用为 1.60 亿元, 较去年同期上升 0.5 亿元, 管理费用的大幅增加是导致公司利润下滑的主要原因; 其二为所得税增加, 4 季度公司所得税金额为 0.41 亿元, 在 4 季度营业利润同比下滑的条件下, 所得税相对去年同期增加约 0.10 亿元, 是影响公司单季度利润下降的又一方面原因。

**推进资源整合实现快速增长:** 2011 年公司不断推动医药资源整合, 完成对三家医药商业公司的并购建立区域保障平台, 进一步完善商业分销网络和强化市场控制, 收购辽宁仙鹤制药扩大自身业务覆盖范围, 提升产品价值。随着复方丹参滴丸国际认证的推进, 其在国内西医中认可度不断提高, 焕发新的增长活力, 报告期内公司继续强化临床研究、学术推广, 在保持复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等产品继续保持第一品牌集群优势的基础上, 藿香正气滴丸、穿心莲内酯滴丸等产品实现了同比快速增长, 带动医药工业实现销售收入 23.82 亿元, 同比增长 27.40%; 报告期内公司医药商业实现营业收入 41.54 亿元, 同比增长 51.03%, 但由于毛利率较低, 对公司利润贡献不大。

**研发力度加大提升核心竞争力:** 2011 年公司加大研发投入力度, 最显著的表现研发费投入 1.27 亿元, 较去年同期增加 0.45 亿元, 增长幅度为 55.47%; 公司不断完善产品标准建设、提高技术工艺水平, 报告期内, 公司多个产品取得或完成临床研究工作, 并完成养血清脑颗粒等三个现代中药的续保工作, 取得国内专利授权 142 项、境外授权 10 项, 提高了公司核心产业竞争力; 国际化方面, 公司完成全球多中心的复方丹参滴丸的 III 期临床研究的筹备工作, 我们认为丹滴作为已经被广泛临床使用的药品, 未来通过 FDA III 期临床试验进入国际市场的可能性很大

**原料制剂一体化避免毛利波动:** 在之前的报告中, 我们呈提到公司以商洛丹参药源基地为核心, 不断推动三七、当归、黄芪等新的种植基地建设工作, 不仅实现原料的质量可控, 还能够避免由于原材料价格波动对公司经营的不利影响。2011 年受多方面因素的影响, 市场上中药材的价格持续走高, 影响整个中成药行业的利润水平; 公司通过种植基地建设以及主要药材资源战略储备等措施, 有效减弱或消除原材料价格波动对生产成本的影响, 报告期内公司医药工业业务的毛利率为 74.72%, 基本维持不变。

**新产品有望成为业绩增长的新动力:** 报告期内公司研制国家一类新药注射用重组人尿激酶原获取新药证书和生产批文, 该产品针对急性心肌梗死具有较高的安全性及有效性, 从而具有良好的市场前景; 此外, 丹参茶多酚酸注射剂、亚单位流感疫苗等新产品相继获批, 拓展了公司的产品系列, 由于重组人尿激酶原、丹参茶多酚酸注射剂属于心脑血管用药领域, 未来可以借助公司现有的销售渠道打开市场局面, 有望成为公司中长期业绩增长的新动力。

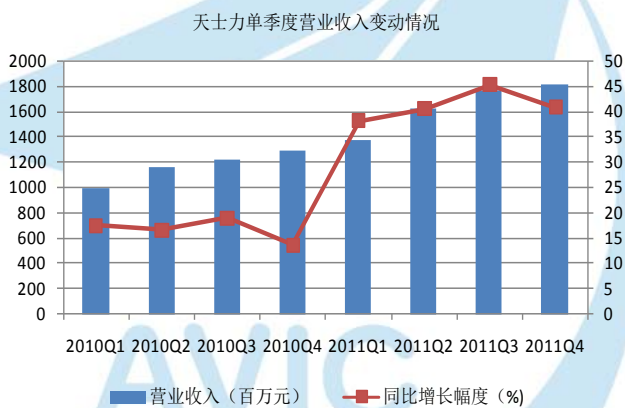
### 投资评级:

我们根据公司年报, 暂调整其 12-14 年 EPS 为 1.40、1.76、2.32 元 (原 12-13 年的 EPS 分别为 1.60 元、2.06 元), 对应的动态市盈率分别为 26、20、15 倍; 我们认为复方丹参滴丸作为已经被广泛临床使用的药品, 未来通过 FDA III 期临床试验进入国际市场的可能性很大, 同时作为国内独家产品, 未来市场降价压力较小, 业绩有望保持稳定增长; 公司布局生物制药行业并取得部分药品的生产批件, 在宏观政策和市场扩容的带动下, 将会是成为公司中长期业绩增长的新亮点, 因此维持对公司的“买入”评级。

### 投资风险:

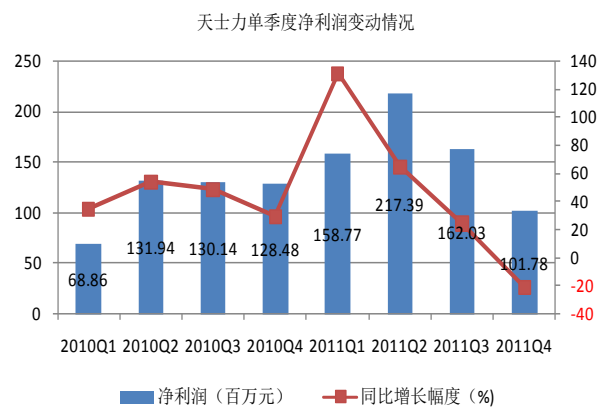
药品价格的宏观调控; 复方丹参滴丸 FDA III 期临床试验不通过; 市场推广风险; 新药研发风险。

图表 1: 公司单季度营业收入变动情况



资料来源: 中航证券金融研究所、公司年报

图表 2: 公司单季度净利润变动情况



资料来源: 中航证券金融研究所、公司年报

**图表 3: 盈利预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3984	4480	5549	6929	<b>营业收入</b>	6570	8004	9322	10806
现金	1526	1229	1663	2396	营业成本	4601	5569	6423	7414
应收账款	808	1057	1229	1530	营业税金及附加	45	55	64	74
其他应收款	60	149	157	151	营业费用	786	949	1043	1148
预付账款	119	173	194	215	管理费用	390	470	606	648
存货	745	912	1093	1232	财务费用	65	52	37	7
其他流动资产	727	961	1212	1405	资产减值损失	23	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2650	2659	2663	2647	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	393	414	449	489	投资净收益	83	0	0	0
固定资产	1551	1532	1453	1344	<b>营业利润</b>	742	910	1150	1515
无形资产	278	368	457	545	营业外收入	57	26	31	35
其他非流动资产	429	345	305	270	营业外支出	13	8	8	9
<b>资产总计</b>	6634	7138	8212	9577	<b>利润总额</b>	786	927	1172	1541
<b>流动负债</b>	2739	2649	2930	3202	所得税	146	172	217	286
短期借款	948	946	911	893	<b>净利润</b>	640	755	954	1255
应付账款	451	557	707	816	少数股东损益	29	34	43	57
其他流动负债	1340	1146	1312	1494	<b>归属母公司净利润</b>	611	721	911	1197
<b>非流动负债</b>	120	-42	-204	-366	EBITDA	931	1110	1341	1681
长期借款	63	-99	-261	-423	EPS (元)	1.18	1.40	1.76	2.32
其他非流动负债	57	57	57	57					
<b>负债合计</b>	2858	2606	2726	2836					
少数股东权益	172	206	250	307	<b>主要财务比率</b>				
股本	516	516	516	516	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资本公积	1551	1551	1551	1551	<b>成长能力</b>				
留存收益	1538	2259	3170	4367	营业收入	41.2%	21.8%	16.5%	15.9%
归属母公司股东权益	3604	4325	5236	6433	营业利润	38.5%	22.7%	26.3%	31.8%
<b>负债和股东权益</b>	6634	7138	8212	9577	归属于母公司净利润	35.6%	18.0%	26.4%	31.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	30.0%	30.4%	31.1%	31.4%
					净利率(%)	9.3%	9.0%	9.8%	11.1%
					ROE(%)	16.9%	16.7%	17.4%	18.6%
					ROIC(%)	21.1%	19.7%	22.7%	27.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	43.1%	36.5%	33.2%	29.6%
					净负债比率(%)	43.24%	41.11%	32.11%	24.51%
					流动比率	1.45	1.69	1.89	2.16
					速动比率	1.18	1.35	1.52	1.78
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.09	1.16	1.21	1.21
					应收账款周转率	9	8	8	7
					应付账款周转率	14.28	11.05	10.17	9.74
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.40	1.76	2.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.18	1.61	2.07
					每股净资产(最新摊薄)	6.98	8.38	10.14	12.46
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.10	25.50	20.18	15.35
					P/B	5.10	4.25	3.51	2.86
					EV/EBITDA	19	16	13	11

数据来源: 中航证券研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)

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

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。