

天士力（600535）：工业收入快增 业务多点开花

联系人：医药行业研究组

日期：2012年08月09日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、中期业绩快速增长

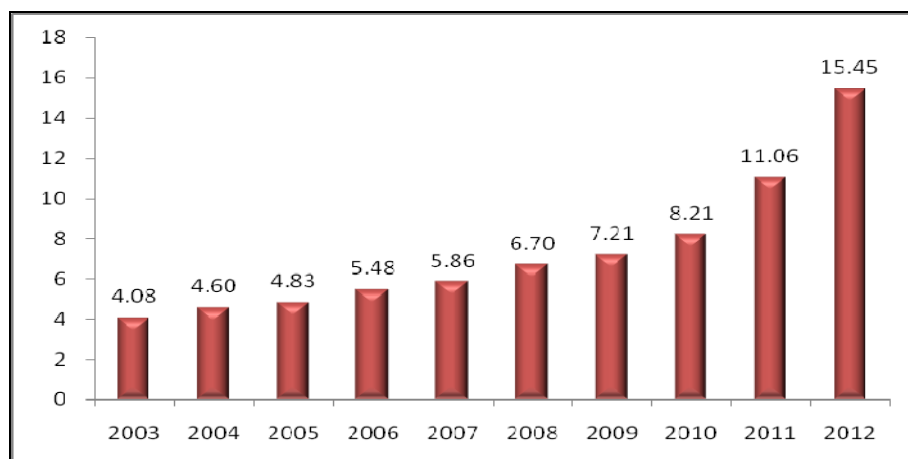
报告期内公司经营业绩实现稳步增长，1-6月份营业总收入41.732亿元，同比增长39.41%；归属于母公司所有者的净利润4.04亿元，同比增长12.08%，扣非后归属母公司的净利润3.98亿元，同比40.07%（去年同期约7600万非经常性损益）。

2、业务多点开花

受基层及二三级医院市场销量增长的影响，预计丹参滴丸收入增速超过20%，养血清脑及水林佳等二线品种增速超过30%，另外益气复脉粉针、芪参益气滴丸也取得了较高的增速。公司业务增长点逐渐由单一走向多元，呈现出多点布局、多点开花的良好局面。

根据中报数据，03至10年7年时间，工业收入由4.08增长至8.21亿元，实现翻番；而在11-12仅两年间，工业收入就增加了7.24亿，几乎翻了一番。主要原因便是——养血清脑、水林佳及新产品等快速增长有力的支撑了业绩的快速增长。

图表1 2003-2012年中期工业收入增速



数据来源：联讯证券投研中心

复方丹参滴丸正在申报FDA III期临床试验，并在提取工艺中大胆采用了在线监测技术(PAT-Process Analytical Technology)，将其质量控制标准提高到了国际水平，充分体现了公司对质量的重视和对产品的自信，这不仅有利于临床试验的开展，也利于促进产品的学术推广。整体来看，复方丹参滴丸在基层市场的突出表现、以及养血清脑颗粒、水林佳、芪参益气滴丸等在部分省基药目录的突破，都表明了公司在基层市场的战略意图，我们预计二线品种整体将保持40%以上增速。

3、盈利预测

我们小幅上调了公司2012年的盈利预测，预计公司2012-2014年EPS分别为1.39/1.78/2.34元，目前股价对应12-14年PE为35/27/21。短期来看，公司面临着一定的估值压力，但对于长期保持良好增长的公司来说，我们可以给予一定的估值溢价，我们仍然看好公司持续增长的能力，维持对公司的“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 二线产品增速放缓
- 2) FDA III期临床进展不顺利

图表2 盈利预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E		2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,172	3,984	5,171	5,785	3,814	营业收入	4,652	6,570	8,755	10,577	12,108
现金	1,604	1,526	2,436	2,868	775	营业成本	3,084	4,601	6,100	7,338	8,190
应收账款	564	808	808	808	808	营业税金及附加	31	45	60	72	83
其它应收款	54	60	60	60	60	营业费用	632	786	1,095	1,304	1,500
预付账款	105	119	174	203	229	管理费用	306	390	538	642	738
存货	561	745	967	1,120	1,216	财务费用	62	65	66	70	78
其他	284	727	727	727	727	资产减值损失	8	23	12	13	13
非流动资产	2,281	2,650	2,715	2,818	2,904	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期投资	469	393	380	397	405	投资净收益	6	83	5	5	5
固定资产	1,160	1,551	1,720	1,809	1,865	营业利润	536	742	889	1,143	1,510
无形资产	172	278	330	393	453	营业外收入	25	57	31	33	35
其他	479	429	286	220	182	营业外支出	5	13	11	12	11
资产总计	5,453	6,634	7,886	8,603	6,718	利润总额	556	786	909	1,164	1,534
流动负债	1,780	2,739	3,738	4,079	1,633	所得税	96	146	165	213	280
短期借款	802	948	2,232	2,493	-	净利润	459	640	744	951	1,254
应付账款	193	451	451	451	451	少数股东损益	9	29	24	33	45
其他	785	1,340	1,055	1,135	1,182	归属母公司净利润	450	611	719	918	1,209
非流动负债	248	120	(10)	(134)	(253)	EBITDA	713	931	1,116	1,397	1,791
长期借款	225	63	(45)	(171)	(291)	EPS (元)	0.87	1.18	1.39	1.78	2.34
其他	23	57	35	37	38						
负债合计	2,028	2,858	3,728	3,945	1,381	主要财务比率					
少数股东权益	118	172	197	230	275	成长能力					
股本	516	516	516	516	516	营业收入	16.5%	41.2%	33.3%	20.8%	14.5%
资本公积	1,554	1,551	1,551	1,551	1,551	营业利润	36.9%	38.5%	19.8%	28.5%	32.2%
留存收益	1,237	1,538	1,896	2,362	2,996	归属于母公司净利润	42.2%	35.6%	17.8%	27.6%	31.7%
归属母公司股东权益	3,307	3,604	3,962	4,428	5,062	盈利能力					
负债和股东权益	5,453	6,634	7,886	8,603	6,718	毛利率	33.7%	30.0%	30.3%	30.6%	32.4%
						期间费用率	21.5%	18.9%	19.4%	19.1%	19.1%
						净利率	9.7%	9.3%	8.2%	8.7%	10.0%
						ROE	13.6%	16.9%	18.2%	20.7%	23.9%
						ROIC	25.2%	26.3%	26.2%	31.5%	39.6%
						偿债能力					
						资产负债率	37.2%	43.1%	47.3%	45.9%	20.6%
						净负债比率	50.8%	43.2%	61.7%	62.2%	-10.8%
						流动比率	1.78	1.45	1.38	1.42	2.33
						速动比率	1.47	1.18	1.12	1.14	1.59
						营运能力					
						总资产周转率	0.98	1.09	1.21	1.28	1.58
						应收账款周转率	8.46	9.58	10.84	13.10	14.99
						应付账款周转率	17.63	14.28	13.53	16.27	18.16
						每股指标(元)					
						EPS	0.87	1.18	1.39	1.78	2.34
						每股经营现金流	0.76	0.26	0.88	2.10	2.81
						每股净资产	6.40	6.98	7.67	8.57	9.80
						估值比率					
						P/E	50.1	37.0	31.4	24.6	18.7
						P/B	6.83	6.26	5.70	5.10	4.46

现金流量表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	395	135	457	1,086	1,453
净利润	459	640	744	951	1,254
折旧摊销	116	124	161	184	203
财务费用	62	65	66	70	78
投资损失	(6)	(83)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(211)	(624)	(452)	(116)	(79)
其它	(25)	13	(57)	2	1
投资活动现金流	(164)	(319)	(182)	(286)	(290)
资本支出	166	423	193	190	205
长期投资	(29)	131	(12)	16	8
其他	(26)	234	(1)	(80)	(77)
筹资活动现金流	781	(30)	635	(367)	(3,256)
短期借款	0	145	1,284	261	(2,493)
长期借款	-	(162)	(108)	(126)	(120)
普通股增加	28	-	-	-	-
资本公积增加	990	(3)	-	-	-
其他	(238)	(10)	(541)	(503)	(643)
现金净增加额	235	91	910	432	(2,094)

数据来源：联讯证券投研中心

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

- 买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；
- 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；
- 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

- 增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。