

中药

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 49.00元

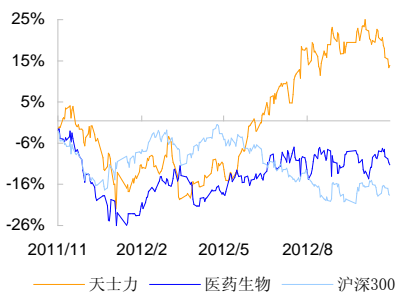
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2055.42
总股本(百万)	516
流通股本(百万)	516
流通市值(亿)	253
EPS	1.18
每股净资产(元)	6.98
资产负债率	43.08%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天士力	-5.11	-3.24	27.80
医药生物	-3.79	-5.93	0.40
沪深300指数	-3.53	-5.48	-15.69



相关报告

天士力 - 医药工业快速增长, 业绩较好增势有望延续 2012-08-09

天士力 - 主营较快增势将延续 2011-10-25

天士力

600535

强烈推荐

以国际化战略为基础驱动公司业务发展

11月15日, 我们参加了公司股东大会, 并与新任管理层进行了沟通交流。

投资要点:

- **公司以国际化战略为基础驱动业务发展。**公司战略规划清晰, 产品梯队丰富, 今后将持续加强经营团队建设, 推进人才、知识结构、技术、信息、文化、理念、研发等多方面的国际化, 陆续引进高端人才, 加强市场整合, 促进中长期的可持续成长;
- **未来整体产品销售较好增长仍可期待。**复方丹参滴丸今年增速将超过20%, 目前处于FDA3期临床中, 按步骤顺利推进; 养血清脑颗粒进入了14省基药, 今后有望进入全国基药目录, 发展空间还比较大。水林佳、益气复脉粉针、芪参益气滴丸等二三线品种继续放量。从市场前景来看, 明年公司医药工业销售收入仍有望达到25%以上;
- **化学药明年有望注入。**江苏帝益今年销售收入估计有6亿, 净利润约1亿, 增长比较确定。目前已通过新版GMP认证, 整体搬迁年底前将完成。预计明年这块资产将注入进来;
- **新品加强产能建设。**注射剂方面, 产能明年将扩产到3000万支。丹参多酚酸4期临床中, 积极推动各省招投标工作。生物药方面, 尿激酶原的明年产能规划将从1万提高到10万人份, 疫苗业务今后将剥离, 同时不排除从外面引进新品的可能;
- **调高盈利预测, 维持强烈推荐评级。**我们预计公司第4季度业绩将保持前三季度的较快增长势头。提高公司12-14年EPS分别至1.51、1.97和2.56元, 同比分别增长27%、31%和30% (原分别为1.34、1.66和2.06元), 维持强烈推荐的投资评级。

风险提示:

- 复方丹参滴丸基数很大, 公司整体业绩保持高速增长势头有一定难度。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6570	8688	10940	13305
收入同比(%)	41%	32%	26%	22%
归属母公司净利润	611	778	1015	1322
净利润同比(%)	36%	27%	31%	30%
毛利率(%)	30.0%	29.1%	29.2%	29.7%
ROE(%)	16.9%	19.3%	21.0%	24.0%
每股收益(元)	1.18	1.51	1.97	2.56
P/E	40.26	31.63	24.22	18.61
P/B	6.82	6.12	5.09	4.47
EV/EBITDA	26	21	17	13

资料来源: 中投证券研究总部

附表 1: 天士力主导产品收入及成本预测 (单位: 百万)

年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	396499	462615	654063	868781	1093959	1330496
医药工业	162483	187600	238688	308024	393013	489360
增速	11%	15%	27%	29%	28%	25%
其中:复方丹参滴丸	124321	130000	156000	187200	215280	236808
增速	6%	5%	20%	20%	15%	10%
养血清脑颗粒	24507	30000	39300	55020	71526	92984
增速	40%	22%	31%	40%	30%	30%
中药注射剂	3500	4000	12000	25000	45000	80000
增速	75%	14%	200%	108%	80%	78%
其他	10155	23600	31388	40804	61207	79569
医药商业	234016	275015	415375	560757	700946	841135
毛利率	32.62%	33.75%	29.77%	29.06%	29.23%	29.73%
医药工业	72.78%	74.66%	74.47%	74.53%	74.08%	73.82%
其中:复方丹参滴丸	77.29%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
养血清脑颗粒	58.00%	60.00%	60.00%	62.00%	62.00%	62.00%
中药注射剂	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
其他	50.81%	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%
医药商业	4.73%	5.84%	4.09%	4.09%	4.09%	4.09%

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3984	4829	5923	6996	营业收入	6570	8688	10940	13305
现金	1526	1565	1816	2014	营业成本	4601	6163	7742	9349
应收账款	808	1068	1345	1635	营业税金及附加	45	59	75	91
其他应收款	60	79	100	121	营业费用	786	930	1171	1410
预付账款	119	159	200	241	管理费用	390	521	656	798
存货	745	997	1253	1513	财务费用	65	81	80	74
其他流动资产	727	961	1210	1471	资产减值损失	23	23	23	23
非流动资产	2650	2654	2638	2605	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	393	394	394	394	投资净收益	83	0	0	0
固定资产	1551	1681	1739	1757	营业利润	742	910	1193	1559
无形资产	278	257	237	217	营业外收入	57	35	39	44
其他非流动资产	429	322	267	237	营业外支出	13	8	9	10
资产总计	6634	7483	8561	9601	利润总额	786	937	1223	1592
流动负债	2739	3160	3418	3767	所得税	146	150	196	255
短期借款	948	1033	948	948	净利润	640	787	1027	1338
应付账款	451	604	759	916	少数股东损益	29	9	12	16
其他流动负债	1340	1524	1711	1903	归属母公司净利润	611	778	1015	1322
非流动负债	120	120	120	120	EBITDA	931	1144	1443	1818
长期借款	63	63	63	63	EPS (元)	1.18	1.51	1.97	2.56
其他非流动负债	57	57	57	57					
负债合计	2858	3280	3537	3887	主要财务比率				
少数股东权益	172	181	194	210	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	516	516	516	516	成长能力				
资本公积	1551	1551	1551	1551	营业收入	41.2%	32.2%	25.9%	21.6%
留存收益	1538	1954	2763	3437	营业利润	38.5%	22.7%	31.1%	30.7%
归属母公司股东权益	3604	4022	4830	5505	归属于母公司净利润	35.6%	27.3%	30.6%	30.2%
负债和股东权益	6634	7483	8561	9601	获利能力				
					毛利率	30.0%	29.1%	29.2%	29.7%
					净利率	9.3%	9.0%	9.3%	9.9%
					ROE	16.9%	19.3%	21.0%	24.0%
					ROIC	25.9%	27.6%	31.2%	35.8%
					偿债能力				
					资产负债率	43.1%	43.8%	41.3%	40.5%
					净负债比率	17.65	51.58%	54.31	49.19%
					流动比率	1.45	1.53	1.73	1.86
					速动比率	1.18	1.21	1.36	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.09	1.23	1.36	1.47
					应收账款周转率	9	9	9	8
					应付账款周转率	14.28	11.68	11.36	11.16
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.51	1.97	2.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	1.07	1.51	2.08
					每股净资产(最新摊薄)	6.98	7.79	9.35	10.66
					估值比率				
					P/E	40.26	31.63	24.22	18.61
					P/B	6.82	6.12	5.09	4.47
					EV/EBITDA	26	21	17	13

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	135	552	779	1074
净利润	640	787	1027	1338
折旧摊销	124	153	171	185
财务费用	65	81	80	74
投资损失	-83	0	0	0
营运资金变动	-624	-490	-521	-546
其他经营现金流	13	21	22	23
投资活动现金流	-319	-156	-156	-156
资本支出	423	150	150	150
长期投资	131	0	0	0
其他投资现金流	234	-6	-6	-6
筹资活动现金流	-30	-358	-371	-721
短期借款	145	85	-85	0
长期借款	-162	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-10	-443	-286	-721
现金净增加额	-214	39	251	197

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
 回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投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。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容，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报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：(0755) 82026711	传真：(010) 63222939	传真：(021) 62171434