

## 证券研究报告

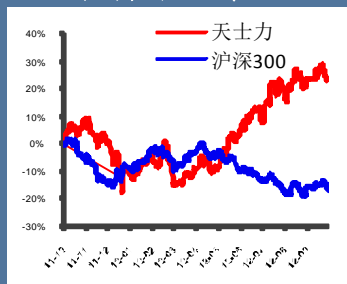
### 公司研究——季报点评

#### 天士力 (600535.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2012.08.16

#### 天士力相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012-10-26)

收盘价(元)	51.62
52周内股价波动区间(元)	32.73-54.40
最近一月涨跌幅(%)	-0.54
总股本(亿股)	5.16
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	267

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

李惜浣 行业分析师

执业编号: S1500512040001

联系电话: +86 10 63081424

邮箱: lixihuan@cindasc.com

吴临平 研究助理

联系电话: +86 10 63081101

邮箱: wulinping@cindasc.com

#### 相关研究

《公司深度报告——业绩增速稳定 资金的避风港》2012.8

## 业绩增速稳定, 销售力度加大

### 2012年三季度点评

2012年10月29日

**事件:** 公司发布2012年三季度报, 1-9月实现营业收入64.64亿元, 同比增长35.77%; 利润总额7.49亿元, 同比增长16.55%; 归属于母公司所有者的净利润6.25亿元, 同比增长19.53%。摊薄每股收益1.21元, 每股经营性现金流0.78元。基本符合我们之前的预期。

#### 点评:

◆ **公司业绩继续稳步增长, 现金流控制依然在掌控之中。** 1-9月公司营业收入、扣非后的净利润同比增速分别达到35.77%、38.16%, 而经营活动现金流比上年同期增长了102.97%, 显示出公司在扩大销售规模的同时, 现金流控制能力仍然较强。应收款项合计同比增长了43.33%, 增速略高于收入的增长, 主要是由于公司医药商业销售规模的扩大。

◆ **三季度公司加大了销售力度, 营业收入环比提高。** 三季度公司销售费用、管理费用同比分别增长36.42%、29.06%, 环比分别增长了25.99%、10.96%, 不但营业收入、净利润同比增长29.61%、36.01%, 且营业收入环比增长12.06%。我们预计4季度营业收入将会有进一步的提高, 全年增速将达到37%的水平。

◆ **盈利预测:** 我们维持公司2012~2014年每股收益为1.53元、1.92元、2.35元, 对应2012年10月26日收盘价(51.62元)的市盈率分别为34倍、27倍、22倍。

◆ **考虑到公司未来稳定的盈利预期, 我们依然维持“买入”评级。** 公司核心产品复方丹参滴丸FDA三期临床稳步推进, 中药注射剂品种持续放量, 部分二线产品有望进入新版的基药目录以及国家对于中药现代化产业的政策倾斜力度加大, 我们仍然看好公司未来的发展前景, 维持“买入”评级。

◆ **风险因素:** FDA认证低于预期; 药品降价

### 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	4,651.59	6,569.66	9,011.55	11,561.68	14,390.11
增长率 YoY %	16.50%	41.23%	37.17%	28.30%	24.46%
净利润(百万元)	450.30	610.81	791.40	993.25	1,215.40
增长率 YoY%	42.18%	35.64%	29.57%	25.51%	22.37%
毛利率%	33.69%	29.96%	29.66%	29.31%	29.20%
净资产收益率 ROE%	13.62%	16.95%	19.62%	21.29%	22.02%
每股收益 EPS(元)	0.87	1.18	1.53	1.92	2.35
市盈率 P/E(倍)	59.2	43.6	33.7	26.8	21.9
市净率 P/B(倍)	8.1	7.4	6.6	5.7	4.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 10 月 26 日收盘价

## 季度累计数据比较

	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30
营业收入(百万元)	1373.22	2993.48	4761.06	6569.66	2128.84	4173.22	6464.22
同比增长(%)	38.13%	39.36%	41.44%	41.23%	55.03%	39.41%	35.77%
全年占比(%)	20.90%	45.57%	72.47%	100.00%	-	-	-
营业成本(百万元)	954.57	2067.46	3332.36	4601.33	1485.25	2880.23	4478.01
同比增长(%)	38.64%	43.08%	45.97%	49.19%	55.59%	39.31%	34.38%
全年占比(%)	20.75%	44.93%	72.42%	100.00%	-	-	-
毛利率(%)	30.49%	30.93%	30.01%	29.96%	30.23%	30.98%	30.73%
销售费用(百万元)	200.25	368.21	579.31	786.39	295.41	524.00	811.98
同比增长(%)	48.15%	32.75%	34.08%	24.50%	47.52%	42.31%	40.16%
全年占比(%)	25.46%	46.82%	73.67%	100.00%	-	-	-
管理费用(百万元)	78.27	166.02	229.35	389.55	119.83	193.50	275.24
同比增长(%)	23.67%	14.12%	17.44%	27.51%	53.09%	16.55%	20.01%
全年占比(%)	20.09%	42.62%	58.88%	100.00%	-	-	-
财务费用(百万元)	6.42	21.24	41.92	65.04	19.01	41.83	67.47
同比增长(%)	-55.68%	-20.52%	-1.89%	5.64%	196.00%	96.92%	60.93%
全年占比(%)	9.87%	32.66%	64.46%	100.00%	-	-	-
营业利润(百万元)	190.08	414.98	605.73	741.87	163.10	469.99	735.21
同比增长(%)	124.53%	76.80%	56.82%	38.51%	-14.19%	13.26%	21.38%
全年占比(%)	25.62%	55.94%	81.65%	100.00%	-	-	-
营业利润率(%)	13.84%	13.86%	12.72%	11.29%	7.66%	11.26%	11.37%
利润总额(百万元)	191.86	450.33	643.06	785.80	170.95	477.87	749.47
同比增长(%)	120.72%	84.01%	62.11%	41.43%	-10.90%	6.12%	16.55%
全年占比(%)	24.42%	57.31%	81.83%	100.00%	-	-	-
税前利润率(%)	13.97%	15.04%	13.51%	11.96%	8.03%	11.45%	11.59%
净利润(归母,百万元)	160.13	360.33	523.26	610.81	147.66	403.86	625.47
占净利润比(%)	100.86%	95.79%	97.23%	95.44%	102.36%	99.69%	98.97%
同比增长(%)	138.79%	84.28%	61.83%	35.64%	-7.79%	12.08%	19.53%
全年占比(%)	26.22%	58.99%	85.67%	100.00%	-	-	-
摊薄 EPS(元)	0.31	0.70	1.01	1.18	0.29	0.78	1.21
经营活动现金流(百万元)	(133.28)	92.89	199.01	135.14	195.93	284.77	403.94

资料来源:公司公告,信达证券研发中心整理

## 季度分拆数据比较

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入 (百万元)	1,373.22	1,620.25	1,767.58	1,808.61	2,128.84	2,044.38	2,291.01
同比增长 (%)	38.13%	40.42%	45.10%	40.70%	55.03%	26.18%	29.61%
环比增长 (%)	6.83%	17.99%	9.09%	2.32%	17.71%	-3.97%	12.06%
营业成本 (百万元)	954.57	1,112.89	1,264.90	1,268.96	1,485.25	1,394.98	1,597.77
同比增长 (%)	38.64%	47.12%	50.96%	58.34%	55.59%	25.35%	26.32%
环比增长 (%)	19.11%	16.58%	13.66%	0.32%	17.04%	-6.08%	14.54%
毛利率 (%)	30.49%	31.31%	28.44%	29.84%	30.23%	31.77%	30.26%
销售费用 (百万元)	200.25	167.96	211.10	207.08	295.41	228.59	287.99
同比增长 (%)	48.15%	18.11%	36.47%	3.77%	47.52%	36.10%	36.42%
环比增长 (%)	0.34%	-16.13%	25.69%	-1.90%	42.65%	-22.62%	25.99%
管理费用 (百万元)	78.27	87.75	63.34	160.20	119.83	73.67	81.74
同比增长 (%)	23.67%	6.76%	27.15%	45.34%	53.09%	-16.04%	29.06%
环比增长 (%)	-28.98%	12.10%	-27.82%	152.93%	-25.20%	-38.52%	10.96%
财务费用 (百万元)	6.42	14.82	20.68	23.11	19.01	22.82	25.64
同比增长 (%)	-55.68%	21.14%	29.20%	22.71%	196.00%	53.97%	23.98%
环比增长 (%)	-65.90%	130.74%	39.57%	11.75%	-17.76%	20.03%	12.39%
营业利润 (百万元)	190.08	224.90	190.75	136.14	163.10	306.89	265.22
同比增长 (%)	124.53%	49.88%	25.88%	-8.85%	-14.19%	36.46%	39.04%
环比增长 (%)	27.27%	18.32%	-15.19%	-28.63%	19.80%	88.16%	-13.58%
利润总额 (百万元)	191.86	258.47	192.72	142.74	170.95	306.92	271.60
同比增长 (%)	120.72%	63.79%	26.84%	-10.20%	-10.90%	18.75%	40.93%
环比增长 (%)	20.70%	34.72%	-25.44%	-25.93%	19.76%	79.54%	-11.51%
净利润 (百万元)	158.77	217.39	162.03	101.78	144.26	260.86	226.88
同比增长 (%)	130.56%	64.76%	24.51%	-20.79%	-9.14%	20.00%	40.02%
环比增长 (%)	23.57%	36.92%	-25.46%	-37.19%	41.74%	80.83%	-13.03%
净利润 (归母, 百万元)	160.13	200.20	162.93	87.55	147.66	256.20	221.61
同比增长 (%)	138.79%	55.83%	27.48%	-31.04%	-7.79%	27.98%	36.01%
环比增长 (%)	26.13%	25.02%	-18.61%	-46.26%	68.65%	73.51%	-13.50%
摊薄 EPS (元)	0.31	0.39	0.31	0.17	0.29	0.49	0.43
经营活动现金流 (百万元)	(133.28)	226.18	106.12	(63.88)	195.93	88.85	119.16

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,172.01	3,983.98	4,721.95	5,744.14	6,991.50
现金	1,603.68	1,526.41	1,283.81	1,341.90	1,523.81
应收账款	283.77	726.50	991.27	1,271.78	1,582.91
其它应收款	564.40	807.51	1,107.52	1,420.93	1,768.54
预付账款	104.75	118.79	189.48	244.30	304.54
存货	561.31	744.73	1,089.83	1,405.18	1,751.66
其他	54.09	60.03	60.03	60.03	60.03
非流动资产	2,280.69	2,650.19	2,825.31	2,988.36	3,834.25
长期投资	469.48	392.69	392.69	392.69	392.69
固定资产	1,159.61	1,551.40	1,570.49	1,853.48	2,080.43
无形资产	172.28	277.55	265.98	253.87	241.21
其他	479.32	428.55	596.15	488.33	1,119.92
资产总计	5,452.70	6,634.17	7,547.26	8,732.50	10,825.75
流动负债	1,780.15	2,738.53	2,784.42	2,954.11	3,336.19
短期借款	802.26	947.73	947.73	947.73	947.73
应付账款	193.35	450.98	621.31	801.08	998.61
其他	784.55	1,339.82	1,215.39	1,205.30	1,389.85
非流动负债	247.61	119.62	519.62	856.61	1,656.61
长期借款	225.00	63.01	63.01	0.00	800.00
其他	22.61	56.61	456.61	856.61	856.61
负债合计	2,027.76	2,858.15	3,304.04	3,810.72	4,992.80
少数股东权益	118.35	172.07	209.36	256.16	313.43
归属母公司股东权益	3,306.59	3,603.95	4,033.85	4,665.61	5,519.52
负债和股东权益	5452.70	6634.17	7547.26	8732.50	10825.75

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,651.59	6,569.66	9,011.55	11,561.68	14,390.11
同比	16.50%	41.23%	37.17%	28.30%	24.46%
归属母公司净利润	450.30	610.81	791.40	993.25	1,215.40
同比	42.18%	35.64%	29.57%	25.51%	22.37%
毛利率	33.69%	29.96%	29.66%	29.31%	29.20%
ROE	13.62%	16.95%	19.62%	21.29%	22.02%
每股收益(元)	0.87	1.18	1.53	1.92	2.35
P/E	59.2	43.6	33.7	26.8	21.9
P/B	8.1	7.4	6.6	5.7	4.8
EV/EBITDA	36.86	27.66	21.20	17.61	14.79

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,651.59	6,569.66	9,011.55	11,561.68	14,390.11
营业成本	3,084.27	4,601.33	6,339.17	8,173.43	10,188.74
营业税金及附加	31.15	44.97	61.28	78.62	97.85
营业费用	631.62	786.39	991.27	1,271.78	1,582.91
管理费用	305.51	389.55	531.68	682.14	849.02
财务费用	61.57	65.04	88.14	95.37	120.02
资产减值损失	7.51	23.43	19.29	28.88	40.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.65	82.92	5.11	6.63	6.97
营业利润	535.61	741.87	985.84	1,238.07	1,518.43
营业外收入	25.43	57.32	32.19	38.31	42.61
营业外支出	5.41	13.40	8.22	9.01	10.21
利润总额	555.63	785.80	1,009.81	1,267.37	1,550.83
所得税	96.20	145.83	181.12	227.32	278.16
净利润	459.43	639.96	828.69	1,040.06	1,272.67
少数股东损益	9.13	29.15	37.29	46.80	57.27
归属母公司净利润	450.30	610.81	791.40	993.25	1,215.40
EBITDA	707.55	953.39	1,263.24	1,540.75	1,871.20
EPS (摊薄)	0.87	1.18	1.53	1.92	2.35

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	395.05	135.14	463.05	744.90	959.59
净利润	459.43	639.96	828.69	1,040.06	1,272.67
折旧摊销	116.14	124.01	153.08	167.74	189.62
财务费用	35.78	43.58	100.35	105.64	130.75
投资损失	-5.65	-82.92	-5.11	-6.63	-6.97
营运资金变动	-211.18	-623.93	-630.39	-586.30	-660.49
其它	0.53	34.43	16.43	24.39	34.00
投资活动现金流	-163.83	-319.20	-320.24	-319.67	-1,022.43
资本支出	-139.92	-421.01	-325.35	-326.29	-1,029.40
长期投资	4.36	104.24	5.11	6.63	6.97
其他	-28.27	-2.44	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	780.59	-29.93	-385.42	-367.14	244.74
短期借款	1,030.15	3.48	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.31	166.73	76.43	100.00	736.99
其他	247.65	369.04	461.85	467.14	492.25
现金净增加额	1011.54	-214.42	-242.60	58.09	181.91

## 分析师简介

**李惜沅**，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究发展中心，从事医药行业研究。

## 医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
康美药业	600518	双鹭药业	002038	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	新华医疗	600587	华兰生物	002007
同仁堂	600085	昆明制药	600422	长春高新	000661	羚锐制药	600285

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入**：股价相对强于基准 20% 以上；

**增持**：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有**：股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出**：股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好**：行业指数超越基准；

**中性**：行业指数与基准基本持平；

**看淡**：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。