2013 年 04 月 02 日

黎莹
C0051@capital.com.tw

目标价(元) 75.00

天士力(600535.SH) Buy 买入

2012 年业绩延续高增长

结论与建议：

公司为现代中药领军企业，管道下沉效果已逐步凸显，产品恢复高增长；产品线的不断丰富将支撑起公司中长期业绩的不断成长。

- 2012 年业绩大幅增长：2012 年实现营收 93 亿元（YOY+42%）,实现净利润 7.7 亿元（YOY+26%）,每股收益 1.49 元，由于 2011 年 1Q 出售了所持有的天津商汇 4.35%的股权，取得股权转让收益 0.74 亿元，扣非后净利润同比增长 41%，优于预期。其中，综合毛利率水准提高 0.7 个百分点，销售费用率提高 0.8 个百分点，管理费用率降低 0.7 个百分点，财务费用率持平。2012 年 4Q 实现营收 28 亿元（YOY+57%）,实现净利润 1.44 亿元(YOY+64%),每股收益 0.28 元。每 10 股送红股 10 股并按每 10 股派发现金股利 2 元（含税）.
- 复方丹参滴丸及二三线产品增长快速：公司业绩大幅增长主要为，不断加强行销创新，全力推进行销战略。全面客户服务管理不断升级，促进医院、社区、OTC、商业管道主动变革，建立了策划专业、视角开放、资源整合的行销新模式，品牌效应持久，竞争优势加强；使复方丹参滴丸实现 20%以上的增速，养血清脑、蒂清、水林佳等二线产品实现 40%的增速，基数较低的三线产品预估实现翻番。
- 展望 2013 年，主导产品复方丹参滴丸将继续随着管道不断向基层市场下沉和渗透，FDA 效应使增长延续，全年增长预计 20%左右；二三线产品均经过前期品牌和管道的积淀，迎来收获期，有望延续 40%的增长势头。
- 化药资产注入：公告将以现金 14.5 亿元收购天士力集团、崇石创投合计持有的天士力帝益药业 100%的股权。帝益药业为化药企业，制剂品种涉及抗肿瘤、心脑血管的降压、降脂，以及肝病治疗领域。2012 年天士力帝益主营业务收入为 52,992.86 万元，净利润为 10,624.14 万元。(PE 为 14.5 倍）。
- 此次帝益药业化药资产的注入，天士力制药集团将完成以现代中药制造为核心，生物制药和化学制药为两翼的战略布局，形成中药、生物药、化药三大制药技术平台技术共通的集成优势，产品线不断丰富将支撑起公司中长期业绩的不断成长。
- 盈利预计：我们预计预计 2013 年/2014 年公司实现净利润 10.2 亿元（YOY+33%）/12.8 亿元（YOY+26%），EPS 分别为 1.97 元/2.48 元，对应 PE 分别为 34 倍/27 倍。公司为现代中药领军企业，看好公司长期发展，维持“买入”的投资建议，目标价 75.00 元(2014PE 30X) 。

.....接续下页.....

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2013/4/2)	66.98
上证综指(2013/4/2)	2227.74
股价 12 个月高/低	70.92/35.49
总发行股数(百万)	516.42
A 股数(百万)	516.42
A 市值(亿元)	345.90
主要股东	天津天士力集团有限公司(47.27%)
每股净值(元)	7.77
股价/账面净值	8.62

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.1	21.2	90.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-3-28	35.60	买入

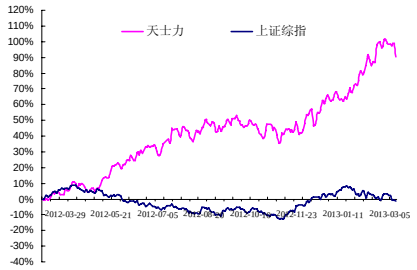
产品组合

医药商业	64%
医药工业	36%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	29.3%
一般法人	48.2%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013 F	2014 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	450	611	769	1020	1280
同比增减	%	42.18%	35.64%	25.93%	32.58%	25.55%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.87	1.18	1.49	1.97	2.48
同比增减	%	42.18%	35.64%	25.93%	32.58%	25.55%
A 股市盈率(P/E)	X	77	57	45	34	27
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.70	0.70	0.30	0.30
GON 股息率 (Yield)	%	0.43%	1.00%	1.00%	0.43%	0.43%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	4,652	6,570	9,300	12,289	15,261
经营成本	3,084	4,601	6,449	8,253	10,320
主营业务利润	1,567	1,968	2,853	4,036	4,941
销售费用	632	786	1,186	1,843	2,228
管理费用	306	390	484	688	855
财务费用	62	65	93	147	183
营业利润	536	742	936	1,221	1,538
补贴收入	25	57	33	20	20
税前利润	556	786	960	1,241	1,558
所得税	96	146	168	211	265
少数股东损益	9	29	23	10	13
归属于母公司所有者的净利润	450	611	769	1,020	1,280

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	1,604	1,526	993	1598	1658
存货	561	745	1,011	1135	1195
应收账款	564	808	1,305	1523	1503
流动资产合计	3,172	3,984	4,459	4670	4870
长期股权投资	469	393	391	442	542
固定资产	1,160	1,551	1,507	1598	1628
无形资产及其它资产合计	172	278	241	252	252
资产总计	5,453	6,634	7,486	7562	7992
流动负债合计	1,780	2,739	2,703	2134	2734
长期负债合计	248	120	576	260	270
负债合计	2,028	2,858	3,279	2394	3004
少数股东权益	118	172	195	119	150
股东权益合计	3,425	3,776	4,207	5049	4838
负债及股东权益合计	5,453	6,634	7,486	7562	7992

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	395	135	413	553	663
投资活动产生的现金流量净额	-164	-319	-372	-360	-362
筹资活动产生的现金流量净额	781	-30	-559	26	61
现金及现金等价物净增加额	1012	-214	-518	219	362

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。