

中航证券金融研究所
 张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001
 研究助理：赵浩然 S0640111110037
 电话：0755-83689044、83689524
 邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn
 zhaohao185@hotmail.com

天士力（600535）2012 年年度报告点评： 中药现代化为主，收购化药资产

行业分类：医药生物

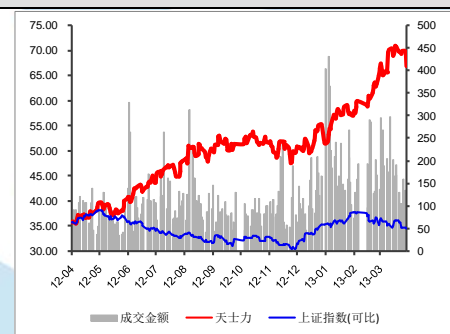
2013 年 04 月 02 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价（13.04.02）	66.98

基础数据

上证指数	2227.74
总股本（亿）	5.16
流通 A 股（亿）	5.16
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	345.90
每股净资产（元）	7.77
ROE（2012N）	19.17%
资产负债率	43.81%
动态市盈率	34.21
市净率	8.62

近一年公司指数与上证综指走势对比



事件回顾：

公司 2012 年年报披露：报告期内公司实现营业收入 93.00 亿元，同比增长幅度为 41.56%；取得营业利润为 9.36 亿元，同比增长 26.13%；归属上市公司股东的净利润为 7.69 亿元，同比增长 25.93%；基本每股收益为 1.49 元，较去年同期增长 25.93%。

利润分配预案：每 10 股送红股 10 股并派发现金股利 2 元（含税）。

投资要点：

业绩高于我们预测：报告期内公司实现营业收入 93 亿元，同比增长 41.56%，基本每股收益为 1.49 元，高于我们之前 1.40 元的预期；分行业来看，工业收入 34.07 亿元，同比增长 43.05%，毛利率为 74.22%，商业收入 58.52 亿元，同比增长 40.88%，毛利率为 5.34%，工商业均延续了稳步增长趋势。

期间费用控制显著：报告期内，公司综合毛利率为 30.67%，较去年同期提升 0.71 个百分点，期间费用控制得力，三费率合计为 18.96%，基本上与去年（18.89%）持平，就分项费用来看，12 年公司销售、管理、财务费用分别较去年增加 50.76%、24.35%、42.34%，销售费用增长过快推动当期费用率上涨的主要原因，公司解释随着市场规模的进一步扩大，市场费用相应增加所致。

创新提高竞争力：报告期内，公司研发支出 1.87 亿元，重点围绕丹参滴丸、养血清脑、芪参益气等产品开展专利战略保护研究工作，完成国内专利申请 51 项，PCT 国际申请 4 项，丹参滴丸 FDAIII 期临床试验项目进展顺利，益气复脉获得在注册生产批件，养血清脑、藿香正气获得国家中药续保证书，持续提高公司核心竞争力。

重点品种快速增长：丹参滴丸作为基药独家品种，在公司加大医院、社区基层市场推广力度的带动下，近两年增速都保持在 20% 以上，二线品种经过多年的市场培育，养血清脑、益气复脉、水林佳、芪参益气等重点产品均取得快速发展；近期新版基药目录公布，公司又一独家品种养血清脑新增在列，未来实现放量增长可期。

收购化学制药业务：继增资布局生物制药之后，公司又拟以现金 14.50 亿元收购江苏天士力帝益药业有限公司 100% 股权，帝益药业是一家以口服固体制剂为主，化学原料药制造为辅的医药制造企业，收购完成后，公司将形成以现代化中药为主，生物制药、化学制药为辅的产业格局，将进一步丰富公司现有产品线，借助公司优势的市场营销网络，充分发挥集团化的规模效应，预计将会为公司 13 年业绩带来 0.20 元的增厚。

投资评级：

我们在不考虑公司未来并购、股本变动的前提下，暂调整公司 13-15 年 EPS 分别为 1.96/2.48/3.02 元（原 13-14 年分别为 1.76、2.32 元），对应的动态市盈率分别为 34、27、22 倍；公司技术优势明显，未来成长明确，并通过不断收购注入实现持续扩张，因此维持“买入”评级。

投资风险：

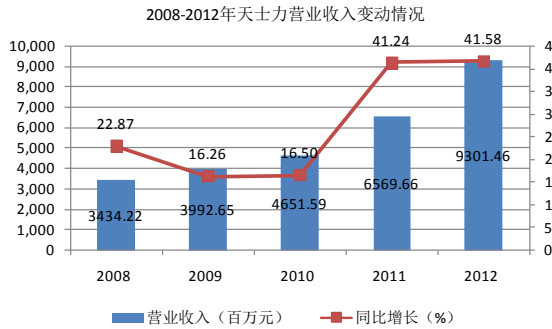
产品降价风险；中药材价格变动；新药研发风险；业务整合风险。

股市有风险 入市须谨慎

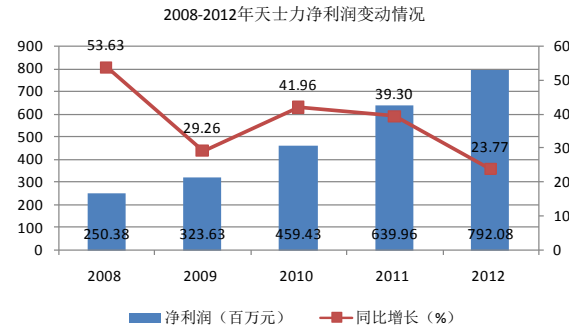
中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

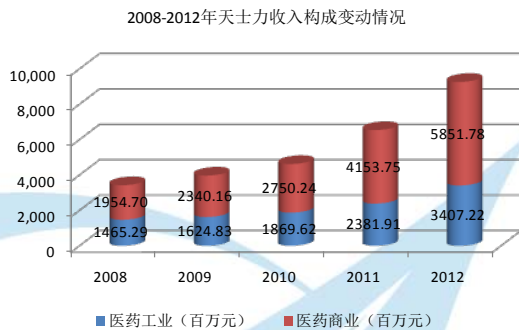
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

图表 1: 天士力营业收入变动情况


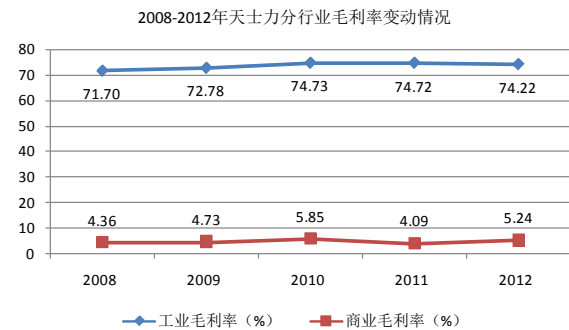
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 天士力净利润变动情况


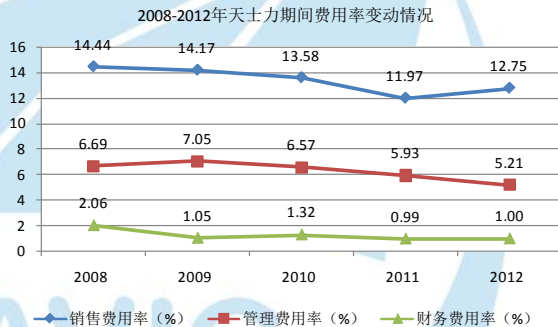
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 天士力分行业收入构成变动情况


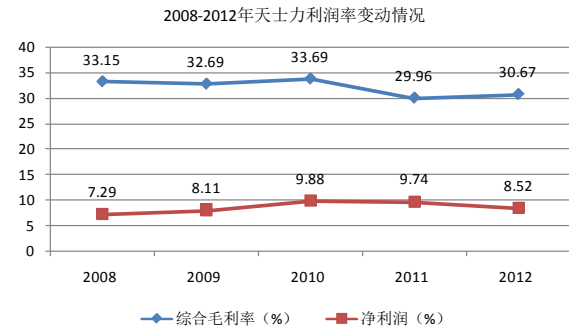
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 天士力分行业毛利率变动情况


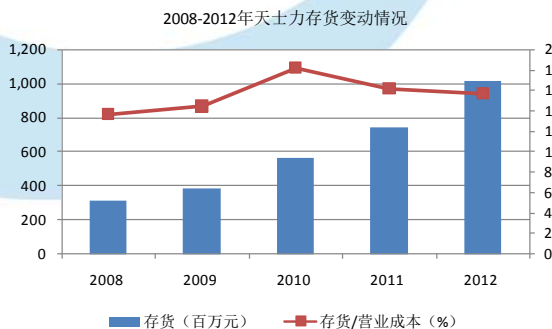
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 天士力期间费用率变动情况


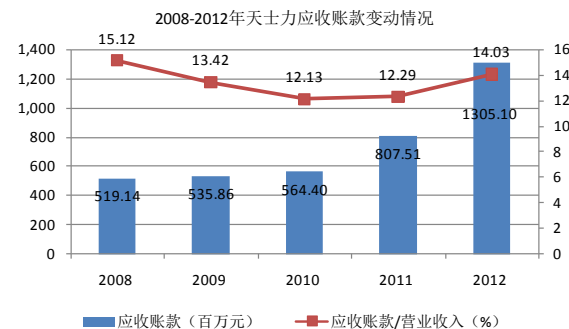
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 天士力利润率变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7: 天士力存货变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 天士力应收账款变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 1: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4651.59	6569.66	9300.22	11602.02	14050.04	16945.76
减: 营业成本	3084.27	4601.33	6448.95	8066.88	9740.90	11785.77
营业税金及附加	31.15	44.97	63.97	79.80	96.64	116.56
营业费用	631.62	786.39	1185.55	1599.92	1920.64	2304.62
管理费用	305.51	389.55	484.40	581.26	696.88	835.43
财务费用	61.57	65.04	92.57	53.50	46.55	18.98
资产减值损失	7.51	23.43	94.84	20.00	20.00	20.00
加: 投资收益	5.65	82.92	4.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	1.24	0.00	0.00	0.00
营业利润	535.61	741.87	935.76	1200.65	1528.43	1864.39
加: 其他非经营损益	20.02	43.92	24.10	24.16	24.16	24.16
利润总额	555.63	785.80	959.86	1224.81	1552.59	1888.55
减: 所得税	96.20	145.83	167.78	183.72	232.89	283.28
净利润	459.43	639.96	792.08	1041.09	1319.70	1605.27
减: 少数股东损益	9.13	29.15	22.88	30.07	38.12	46.37
归属母公司股东净利润	450.30	610.81	769.20	1011.02	1281.58	1558.90
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1524.89	1444.51	828.73	1740.30	2107.51	2541.86
应收和预付款项	1007.02	1712.65	2363.76	2586.95	3061.46	3182.01
存货	561.31	744.73	1011.39	1277.09	1402.66	1596.26
其他流动资产	0.00	0.19	85.28	85.28	85.28	85.28
长期股权投资	469.48	392.69	390.68	390.68	390.68	390.68
投资性房地产	26.58	25.75	24.91	24.91	24.91	24.91
固定资产和在建工程	1414.51	1764.53	2002.83	1933.26	1863.69	1794.11
无形资产和开发支出	319.99	414.07	407.93	395.16	382.39	369.61
其他非流动资产	28.01	24.91	146.61	128.75	110.89	110.89
资产总计	5351.79	6524.03	7262.12	8562.39	9429.47	10095.63
短期借款	802.26	947.73	327.63	1483.69	564.46	733.29
应付和预收款项	874.99	1057.09	1453.36	873.54	1742.04	1122.95
长期借款	225.00	63.01	500.70	500.70	500.70	500.70
其他负债	24.61	680.18	773.88	773.88	773.88	773.88
负债合计	1926.85	2748.01	3055.58	3631.80	3581.08	3130.82
股本	516.42	516.42	516.42	516.42	516.42	516.42
资本公积	1554.41	1551.20	1551.20	1551.20	1551.20	1551.20
留存收益	1235.76	1536.33	1944.03	2638.00	3517.69	4587.74
归属母公司股东权益	3306.59	3603.95	4011.65	4705.62	5585.31	6655.36
少数股东权益	118.35	172.07	194.89	224.97	263.09	309.45
股东权益合计	3424.94	3776.02	4206.54	4930.59	5848.40	6964.81
负债和股东权益合计	5351.79	6524.03	7262.12	8562.39	9429.47	10095.63
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	397.28	138.91	416.66	100.06	1707.72	744.83
投资性现金净流量	-163.83	-319.20	-372.22	20.53	20.53	20.53
筹资性现金净流量	780.59	-29.93	-558.89	790.98	-1361.05	-331.01
现金流量净额	1013.77	-210.64	-514.64	911.58	367.20	434.36

资料来源: wind、中航证券金融研究所

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：S0640511040001，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

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。

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。