价值分析

证券研究报告

天士力（600535）一季报点评

业务多点开花 产品线日益丰富

分析师：刘苗

执业证书编号： S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期：2013 年 04 月 25 日

www.lxzq.com.cn

要点：

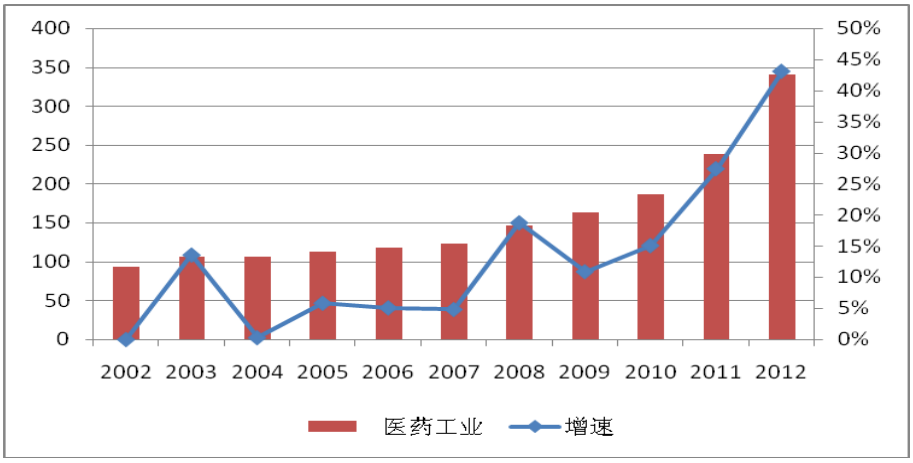
1、2013Q1 业绩高增长

2013年一季度，公司实现营业收入2.72亿元，同比增长28%；实现净利润2.2亿元，同比增长49%，扣非后净利润同比增长36%。公司整体毛利率基本平稳，但期间费用率下降约1.5个百分点，影响净利润约3000万元，扣除这个因素后，公司收入与净利润增速保持同步增长（28-29%）；由于收购帝益药业公司需要大量的借款，从而会增加今年及未来几年的利息支出，增加财务费用。

2、业务多点开花

2012年，医药工业实现销售收入34亿元，同比增长43%。医药商业整体增长41%，合并主营业务收入增长41.67%。从近十年工业增长来持，2011-2012两年工业增速明显加快。分析原因为——丹参滴丸仍保持了20%左右的稳定增速，养血清脑、水林佳、益气复脉等实现了较快的增长，产品线的全面开花有力的支撑了业绩的快速增长。

图表2 盈利预测表



资料来源：联讯证券投资研究中心

联讯证券

董事长闫希军在2012年度股东大会表示：完成收购帝益药业之后，天士力今年将会有11个产品销售过亿。除了复方丹参滴丸，未来3-5年公司将力争再打造至少3个过10亿元的品种。复方丹参滴丸FDA III期临床实验项目进展顺利，临床实验方案、伦理审批、医生培训、临床中心筛选等工作按期完成，并开始招募III期临床受试者。丹参滴丸2012年收入接近20亿元，随着美国临床试验推进，以及基层市场的进一步深入，预计丹参滴丸仍可保持20%增速。

养血清脑颗粒、益气复脉粉针剂、水飞蓟宾胶囊、芪参益气滴丸等其他产品近年来也取得了快速发展，已经成长为继丹滴后的系列拳头产品。公司中药注射剂、颗粒剂、中试车间片剂和滴丸剂顺利通过新版GMP认证。2012年，公司员工数量大幅增加，生产人员增加52%，销售人员增加近1200人，增幅61%，我们认为随着销售人员的增加、公司销售渠道的下沉，水林佳、芪参益气滴丸、益气复脉粉针、注射用丹参多酚酸也将保持高速增长。另外，现金收购天士力帝益公司，将增加约6亿元的收入和约1亿元的净利润，PES增加约0.19元。

3、盈利预测

在不考虑帝益并表的情况下，我们预计公司2013/2014年净利润增速分别为31%/25%，EPS分别为1.96/2.46元，目前股价对应2013/2014年PE分别为36/29，预计未来12个月合理估值为75元，我们对公司评级为“增持”。

4、风险提示

1）美国临床试验进展缓慢，丹参滴丸增速低于预期；

2）新产品市场推广不顺；

3）系统性风险；

图表2 盈利预测表

单位：百万元	2010 年	2011 年	2012 年	2013E	2014E
营业收入	4651.6	6569.7	9300.2	11723.6	14637.3
增速%	16.50%	41.23%	41.56%	26.06%	24.85%
营业成本	3084.3	4601.3	6449.0	8159.7	10187.5
毛利率%	33.69%	29.96%	30.66%	30.40%	30.40%
销售费用	631.6	786.4	1185.6	1480.3	1838.1
管理费用	305.5	389.6	484.4	610.6	762.4
财务费用	61.6	65.0	92.6	122.9	149.4
营业利润	535.6	741.9	935.8	1244.5	1574.1
利润总额	555.6	785.8	959.9	1275.2	1602.6
归属于母公司的净利润	450.3	610.8	769.2	1012.6	1272.7
增速%	42.18%	35.64%	25.93%	31.65%	25.68%
基本每股收益（元）	0.92	1.18	1.49	1.96	2.46

资料来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告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。

股票投资评级说明

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。投资者应阅读整篇报告，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

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为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。合法取得本报告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报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告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。本公司力求报告内容的客观、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作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、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。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。