

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

天士力 (600535)

重大事件快评

推荐

(维持评级)

2013年9月25日

收购中药注射剂大品种丰富产品线

证券分析师: 贺平鹤

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 杜佐远

0755-82130473

duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512070001

事项:

天士力 24 日公告:

天士力与协力营销分别以现金 1.51 亿元/0.50 亿元收购河南天地药业 45%/15% 股权, 对应 12PE12X, 即收购完成后, 天士力将合计控股天地药业权益为 49.76%。

国信观点:

天地药业主导产品为醒脑静注射液, 为脑血管领域大品种, 终端规模约 20 亿元, 3 家生产, 因天然麝香稀缺性, 未来龙头济民可信可能要逐步退出, 留下使用人工麝香的大理和天地药业。因竞争对手为单独定价或者优质优价, 加上天地药业销售能力较弱, 导致天地药业醒脑静注射液销售规模小于竞争对手, 公司入主后, 将逐步把醒脑静纳入公司销售体系, 凭借公司强大的营销网络, 改善天地药业销售能力, 做大做强醒脑静注射液。本次收购定价较低, 将丰富公司脑血管中药注射剂领域产品线, 符合公司大品种、大病种的战略。同时提升天地药业销售能力以及醒脑静注射液质量标准升级。

收购后将增厚公司业绩约 2%。维持 13-15 年天士力 EPS1.10/1.43/1.84 元/股, 同比增 48%/30%/29%, 加上并购的河南天地药业贡献 14-15 年 EPS0.02/0.03 元/股, 合计 13-15 年 EPS1.10/1.45/1.87 元/股, 同比增 48%/32%/28%。

继上半年收购天士力帝益后, 此次收购天地药业, 显示公司外延式扩张步伐加快。强调公司是一家创新型并具国际化视野的现代中药企业, 看好创始人闫希军吴迺峰夫妇的战略格局和事业激情, 以及新任总经理闫凯的发展雄心, 在职业团队支持下, 有望顺利实现优秀民企的传承和发展, 围绕心脑血管等大病种领域培育持续增长点, 进一步巩固中药材游资源、研发创新、精益生产、项目管理、商业网络等产业链系统性综合竞争优势。公司各项业务次第进入产业收获期, 中长线投资价值突出。维持一年期合理价值 48-54 元 (对应 14PE33-37x); 投资建议: 坚定持有。参见深度研报《传承创新、追逐梦想》。

评论:

■ 收购概况: 收购完成后, 天士力将合计控股天地药业权益为 49.76%

天士力与协力营销分别以现金 1.51 亿元/0.50 亿元收购河南天地药业 45%/15% 股权。天士力控股 70% 的子公司天士力医药营销集团持有协力营销 45.38% 股权, 收购完成后, 天士力将合计控股天地药业权益为 49.76% (45%+15%*70%*45.38%), 天地药业将纳入天士力合并报表, 天地药业其他股权为天地药业管理层及职工。本次收购对应 12PE12.0X, 12PB3.6X。

■ 河南天地药业简介: 拥有中药注射剂大品种——醒脑静注射液

- **概况:** 前身系成立于 1956 年的开封市中药制药厂, 1997 年 3 月改制为河南天地药业。主导产品为醒脑静注射液, 贡献几乎全部收入和利润。
- **财务数据:** 总资产 1.16 亿元, 总负债 0.29 亿元, 净资产 0.87 亿元 (2013 年 4 月), 收入为 1.83 亿元, 净利润 0.28

亿元(2012年)。

表 1: 河南天地药业经营概况及业绩预测 (单位: 万元)

	2010	2011	2012	2013年1-4月	2013E	2014E	2015E
收入	10084	10320	18305	6198	21966	26360	31631
其中: 醒脑静注射液				6007			
增速		2%	77%	-	20%	20%	20%
净利润	605	1116	2790	1012	3627	4533	5440
增速		85%	150%	-	30%	25%	20%
贡献天士力净利润						2256	2707

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所;

■ **醒脑静注射液分析: 脑血管领域大品种, 3家生产, 公司入主后有望提升天地药业醒脑静销售能力**

- **脑血管领域大品种。**主要成分为麝香(济民可信使用天然麝香, 大理药业和天地药业使用人工麝香)、栀子、郁金、冰片。主治清热解毒、凉血活血、开窍醒脑。用于气血逆乱、脑脉瘀阻所致中风昏迷、偏瘫口喎; 外伤头痛、神志昏迷; 酒毒攻心、头痛呕恶、昏迷抽搐、脑栓塞、脑出血急性期、颅脑外伤、急性酒精中毒等。在医院处方中成药市场脑科用药市场份额排名第二, 为国家医保乙类品种, 具有广泛的适应症和极小的不良反应率。
- **3家生产, 公司入主后有望提升天地药业醒脑静注射液销售能力。**醒脑静注射液国内3家企业生产, 均于2002年获批上市, 因天然麝香稀缺性, 未来龙头济民可信可能要逐步退出。2013年终端销售额约20亿元(含税, 其中济民可信10-11亿元, 大理药业6-7亿元, 河南天地药业2-3亿元), 目前市场规模已趋于稳定。因济民可信为单独定价、大理药业为优质优价, 而河南天地药业为普通GMP, 加上河南天地药业销售能力弱于济民可信和大理药业, 导致河南天地药业的醒脑静注射液销售规模小于竞争对手。而公司收购河南天地药业后, 将逐步把醒脑静注射液纳入公司销售体系, 凭借公司强大的市场营销网络, 改善天地药业销售能力, 做大做强醒脑静注射液。

表 2: 醒脑静注射液终端销售额 (医院进货价计算, 单位: 亿元)

厂家	2013年1-6月	同比	2012年	同比	2011年	同比	规格	备注	中标价
济民可信	5.30	-1%	10.79	12%	9.65	8%	2、5、10ml	单独定价	
大理药业	3.50	2%	6.54	9%	6.01	7%	2、5、10ml	优质优价	济民可信>大理药业>河南天地药业
河南天地药业							2、10ml	普通GMP	

数据来源: IMS、国信证券经济研究所;

■ **收购评价: 丰富产品线, 提升天地药业销售能力和醒脑静注射液质量标准升级**

- **收购定价较低。**本次收购对应12PE12.0X, 12PB3.6X, 而河南天地药业销售具改善空间, 收购定价较低。
- **丰富公司脑血管中药注射剂领域产品线。**目前公司中药注射剂中, 益气复脉定位心血管, 丹参多酚酸定位脑血管, 收购醒脑静注射液后, 公司脑血管领域将新增中药注射剂大品种, 符合公司大品种、大病种的战略, 与公司现有产品发挥协同效应。
- **提升天地药业销售能力。**收购天地药业后, 公司逐步将醒脑静注射液纳入公司销售体系, 凭借公司强大的市场营销网络, 改善天地药业销售能力, 做大做强醒脑静注射液。
- **醒脑静注射液质量标准升级。**收购后, 公司将积极与天地药业合作推动醒脑静注射液在未来国家药典委员会药品质量标准提高和升级工作, 以使天地药业在新质量标准下实现大规模合规生产。
- **收购后将增厚公司业绩约2%。**维持13-15年天士力EPS1.10/1.43/1.84元/股, 同比增48%/30%/29%, 加上并购的河南天地药业贡献14-15年EPS0.02/0.03元/股, 合计13-15年EPS1.10/1.45/1.87元/股, 同比增48%/32%/28%。

■ **长线坚守, 分享收获期成长**

强调公司是一家创新型并具国际化视野的现代中药企业, 看好创始人闫希军吴迺峰夫妇的战略格局和事业激情, 以及新任总经理闫凯的发展雄心, 在职业团队支持下, 有望顺利实现优秀民企的传承和发展, 围绕心脑血管等大病种领域培育持续增长点, 进一步巩固中药材游资源、研发创新、精益生产、项目管理、商业网络等产业链系统性综合竞争优势。公司各项业务次第进入产业收获期, 中长线投资价值突出。维持一年期合理价值48-54元(对应14PE33-37x); 投资建议: 坚定持有。参见深度研报《传承创新、追逐梦想》。

表 3: 天士力收入分拆 (单位: 万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总收入 (万元)	465159	656966	930146	1281104	1668385	2086565
增长率	16.50%	41.23%	41.58%	37.73%	30.23%	25.06%
医药工业	186962	238191	340722	516126	690403	865149
增长率	15.07%	27.40%	43.05%	51.48%	33.77%	25.31%
其中:						
1、复方丹参滴丸	130900	160684	199248	235112	272730	313640
增长率	10.00%	22.75%	24.00%	18.00%	16.00%	15.00%
2、其它品种合计:	56014	77565	141434	206824	293382	397464
增长率	34.33%	38.47%	82.34%	46.23%	41.85%	35.48%
其中: 养血清脑颗粒/丸	29250	38025	54701	71111	92444	115556
增长率	25.00%	30.00%	43.85%	30.00%	30.00%	25.00%
芪参益气滴丸	3639	5641	12821	20513	29744	38667
增长率		55.00%	127.27%	60.00%	45.00%	30.00%
水林佳	10125	14530	20513	28205	36667	46200
增长率	35.00%	43.51%	41.18%	37.50%	30.00%	26.00%
荆花胃康	3500	5556	9402	13162	17769	23100
穿心莲内酯/藿香/柴胡滴丸	8000	7400	26068	39103	52788	65986
中药粉针	1500	6413	17430	31230	54970	93457
1、益气复脉		6413	14430	19980	29970	43457
2、丹酚多酚酸		0	3000	11250	25000	50000
生物药-重组人尿激酶原	0	0	500	1500	3000	4500
疫苗-亚单位流感疫苗	0	0	0	0	0	0
其他新品				2000	6000	10000
3、天士力蒂益				74190	97931	122414
增长率				40%	32%	25%
4、河南天地药业					26360	31631
增长率					20%	20%
医药商业	275024	415375	585178	760731	973735	1217169
增长率	17.52%	51.03%	40.88%	30.00%	28.00%	25.00%
非主营业务	3173	3400	4246	4246	4246	4246
主营利润 (万元)	155806	194965	283547	419318	557227	698107
增长率	20.48%	25.13%	45.43%	47.88%	32.89%	25.28%
医药工业(万元)	139717	177976	252884	379456	506204	634327
增长率	18.15%	27.38%	42.09%	50.05%	33.40%	25.31%
医药商业(万元)	16089	16989	30663	39862	51024	63780
增长率	45.35%	5.59%	80.49%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	33.69%	29.96%	30.67%	32.86%	33.50%	33.54%
毛利率同比提升	1.00%	-3.73%	0.71%	2.20%	0.64%	0.04%
医药工业(%)	74.73%	74.72%	74.22%	73.52%	73.32%	73.32%
毛利率同比提升	1.95%	-0.01%	-0.50%	-0.70%	-0.20%	0.00%
医药商业(%)	5.85%	4.09%	5.24%	5.24%	5.24%	5.24%
毛利率同比提升	1.12%	-1.76%	1.15%	0.00%	0.00%	0.00%
非主营业务(%)	28.57%	54.96%	40.12%	40.12%	40.12%	40.12%
收入构成						
医药工业	40.19%	36.26%	36.63%	40.29%	41.38%	41.46%
医药商业	59.12%	63.23%	62.91%	59.38%	58.36%	58.33%
毛利构成						
医药工业	89.16%	91.29%	89.19%	90.49%	90.84%	90.86%
医药商业	10.27%	8.71%	10.81%	9.51%	9.16%	9.14%

资料来源: 国信证券经济研究所

盈利预测及市场重要数据 (考虑收购天地药业)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	9,301	12,811	16,684	20,866
(+/-%)	41.6%	37.7%	30.2%	25.1%
净利润(百万元)	769	1141	1502	1929
(+/-%)	25.9%	48.4%	31.6%	28.5%
每股收益 (元)	0.74	1.10	1.45	1.87
EBIT Margin	12.0%	12.5%	12.7%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	19.2%	25.5%	29.6%	33.0%
市盈率 (PE)	59.2	39.9	30.3	23.6
EV/EBITDA	38.5	29.4	22.2	18.6
市净率 (PB)	11.35	10.19	8.98	7.79

资料来源：公司资料和国信证券预测

附表：财务预测与估值（考虑收购天地药业）

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	993	2679	1597	3173	营业收入	9301	12811	16684	20866
应收款项	2172	2808	3657	4573	营业成本	6449	8601	11095	13868
存货净额	1011	1408	1818	2277	营业税金及附加	64	88	115	144
其他流动资产	264	282	367	459	销售费用	1186	1773	2362	2951
流动资产合计	4459	7196	7459	10501	管理费用	484	749	993	1235
固定资产	2003	1962	1906	1934	财务费用	93	110	134	139
无形资产及其他	241	231	221	212	投资收益	5	5	5	5
投资性房地产	393	393	393	393	资产减值及公允价值变动	(95)	(95)	(110)	(110)
长期股权投资	391	391	391	391	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	7486	10172	10369	13430	营业利润	936	1400	1881	2424
短期借款及交易性金融负债	328	1400	1200	1200	营业外净收支	24	24	24	24
应付款项	1288	2065	2667	3339	利润总额	960	1424	1905	2448
其他流动负债	1088	554	720	901	所得税费用	168	249	333	428
流动负债合计	2703	4019	4587	5441	少数股东损益	23	34	70	90
长期借款及应付债券	501	1401	401	1801	归属于母公司净利润	769	1141	1502	1929
其他长期负债	76	76	76	76					
长期负债合计	576	1476	476	1876					
负债合计	3279	5495	5064	7317					
少数股东权益	195	208	237	273					
股东权益	4012	4468	5069	5841					
负债和股东权益总计	7486	10172	10369	13430					

现金流量表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	769	1141	1502	1929
资产减值准备	71	23	(1)	1
折旧摊销	148	133	156	171
公允价值变动损失	95	95	110	110
财务费用	93	110	134	139
营运资本变动	(267)	(784)	(577)	(613)
其它	(61)	(9)	29	36
经营活动现金流	755	599	1219	1633
资本开支	(341)	(200)	(200)	(300)
其它投资现金流	(19)	0	0	0
投资活动现金流	(358)	(200)	(200)	(300)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	40	300	(200)	400
支付股利、利息	(428)	(685)	(901)	(1158)
其它融资现金流	(155)	1072	(200)	0
融资活动现金流	(931)	1288	(2101)	242
现金净变动	(534)	1687	(1082)	1575
货币资金的期初余额	1526	993	2679	1597
货币资金的期末余额	993	2679	1597	3173
企业自由现金流	463	470	1129	1459
权益自由现金流	348	1751	618	1744

关键财务与估值指标				
	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.74	1.10	1.45	1.87
每股红利	0.41	0.66	0.87	1.12
每股净资产	3.88	4.33	4.91	5.65
ROIC	20%	26%	31%	36%
ROE	19%	26%	30%	33%
毛利率	31%	33%	34%	34%
EBIT Margin	12%	12%	13%	13%
EBITDA Margin	14%	14%	14%	14%
收入增长	42%	38%	30%	25%
净利润增长率	26%	48%	32%	28%
资产负债率	46%	56%	51%	57%
息率	0.9%	1.5%	2.0%	2.5%
P/E	59.2	39.9	30.3	23.6
P/B	11.3	10.2	9.0	7.8
EV/EBITDA	38.5	29.4	22.2	18.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《天士力-600535-2013 中报点评: 不断提升产业链竞争优势》——2013-08-07
- 《天士力-600535-2013 一季报点评: 开局良好、持续强劲》——2013-04-25
- 《天士力-600535-2012 年报点评及资产注入点评: 成长再添一翼》——2013-04-02
- 《天士力-600535-更新报告: 优势叠加、强者恒强》——2013-01-18
- 《天士力-600535-2012 年三季报点评: 持续强劲增长》——2012-10-29
- 《天士力-600535-深度报告: 传承创新, 追逐梦想》——2012-08-09

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行