

中药

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@china-invs.cn

天士力

600535

强烈推荐

收购天地药业, 心脑血管优质产品线进一步丰富

投资要点:

- **收购优质资产, 完成绝对控股。**天士力与协力营销计划将共同收购天地药业 60%股权。其中, 天士力支付 1.51 亿受让 45%股权, 协力营销支付 0.50 亿受让 15%股权。而后者为天士力控股 70%的子公司医药营销集团持股 40.84%, 因此本次收购完成后, 天士力直接和间接持有天地药业约 51%股权。资料显示, 天地药业今年前 4 月营收约 0.62 亿, 净利润 0.10 亿。我们预计全年收入将可能突破 2 亿, 净利润 0.3 亿, 后续将积极推动新版 GMP 认证工作。
- **醒脑静注射液具有较大发展空间。**天地药业主导产品为醒脑静注射液, 国家乙类医保, 原材料为人工麝香、郁金、冰片、栀子, 主治清热泻火、凉血解毒、脑脉瘀阻所致中风昏迷、脑栓塞、脑出血急性期等症, 具有适应症广泛, 不良反应较少等优点, 目前国内仅有无锡济民可信山禾、大理药业等 3 家生产。SFDA 南方所样本医院数据显示, 12 年醒脑静注射液在脑血管领域份额为 11.37%, 仅次于舒血通。我们预计今后将通过上市公司大平台, 对该品种进行质量工艺升级改造, 并发挥强大营销网络的优势, 实现心脑血管产品线的协同效应, 有利于驱动销量的快速增加。今年前 4 月公司醒脑静实现收入 0.6 亿, 估计全年可能约 2 亿规模, 样本医院占比约 4%, 未来国内市场份额有望得到持续提升。
- **3 季度销售情况正常。**公司 7 月以来受反商业贿赂政策影响较小, 整体主导产品将保持稳增长态势。
- **强烈推荐评级。**考虑到并购因素, 我们稍微上调公司 13-15 年 EPS 分别至 1.09、1.41 和 1.76 元 (原分别为 1.09、1.39 和 1.73 元), 同比分别增长 46%、29%和 25%, 维持强烈推荐评级。

风险提示:

- 复方丹参滴丸基数很大, 公司整体业绩保持高速增长势头有一定难度。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	9300	12032	14783	17858
收入同比(%)	42%	29%	23%	21%
归属母公司净利润	769	1125	1457	1823
净利润同比(%)	26%	46%	29%	25%
毛利率(%)	30.7%	32.1%	32.9%	33.0%
ROE(%)	19.2%	22.4%	24.0%	24.9%
每股收益(元)	0.74	1.09	1.41	1.76
P/E	63.10	43.12	33.30	26.63
P/B	12.10	9.64	7.98	6.63
EV/EBITDA	41	32	25	20

资料来源: 中投证券研究总部

6-12 个月目标价:

当前股价: 44.43 元

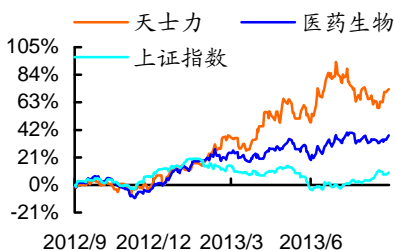
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2221.04
总股本(百万)	1033
流通股本(百万)	1033
流通市值(亿)	459
EPS	1.09
每股净资产(元)	3.24
资产负债率	60.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天士力	0.00%	12.20%	25.80%
医药生物	1.96%	9.84%	10.45%
上证指数	7.95%	7.14%	-4.61%



相关报告

《天士力--中期业绩快速增长, 中药、化学药发展齐头并进》2013-8-6

《天士力-主营利润继续较好成长, 加强化学药和生物制药业务投入》2013-4-25

《天士力-战略业务布局清晰, 主导品种将继续放量》2013-4-2

附表 1：天士力主导产品收入及成本预测（单位：百万）

年度	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入合计	462615	654063	925234	1203238	1478286	1785775
医药工业	187600	238688	340053	471761	600515	732450
	15%	27%	42%	39%	27%	22%
其中:复方丹参滴丸	130000	156000	200070	240084	276097	303706
	5%	20%	28%	20%	15%	10%
养血清脑颗粒	30000	39300	56985	76930	100009	130011
	22%	31%	45%	35%	30%	30%
中药注射剂	4000	12000	26500	70000	110000	150000
	14%	200%	121%	164%	57%	36%
其他	23600	31388	56498	84748	114409	148732
医药商业	275015	415375	585181	731476	877771	1053326
<b>毛利率</b>	33.75%	29.77%	30.57%	31.65%	32.61%	32.77%
医药工业	74.66%	74.47%	74.16%	73.88%	73.66%	73.26%
其中:复方丹参滴丸	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
养血清脑颗粒	60.00%	60.00%	62.00%	62.00%	62.00%	62.00%
中药注射剂	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
其他	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%
医药商业	5.84%	4.09%	5.24%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司历年报表 中投证券研究总部

## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4459	5595	6991	8722	<b>营业收入</b>	9300	12032	14783	17858
现金	993	1260	1689	2321	营业成本	6449	8175	9915	11959
应收账款	1305	1688	2074	2506	营业税金及附加	64	83	102	123
其它应收款	95	123	151	182	营业费用	1186	1652	2070	2464
预付账款	192	243	295	356	管理费用	484	674	857	1036
存货	1011	1282	1555	1875	财务费用	93	23	20	12
其他	863	999	1227	1482	资产减值损失	95	95	95	95
<b>非流动资产</b>	3027	2960	2941	2910	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	391	392	392	392	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	1507	1776	1896	1935	<b>营业利润</b>	936	1330	1725	2169
无形资产	241	219	196	174	营业外收入	33	35	42	36
其他	888	574	457	409	营业外支出	9	9	10	9
<b>资产总计</b>	7486	8555	9932	11632	<b>利润总额</b>	960	1356	1756	2196
<b>流动负债</b>	2703	3133	3447	3885	所得税	168	217	281	351
短期借款	328	387	328	328	<b>净利润</b>	792	1139	1475	1845
应付账款	656	832	1009	1217	少数股东损益	23	14	18	22
其他	1719	1914	2111	2341	<b>归属母公司净利润</b>	769	1125	1457	1823
<b>非流动负债</b>	576	179	179	179	EBITDA	1185	1512	1929	2384
长期借款	103	103	103	103	<b>EPS (元)</b>	0.74	1.09	1.41	1.76
其他	474	76	76	76					
<b>负债合计</b>	3279	3311	3626	4064					
少数股东权益	195	208	226	248	<b>主要财务比率</b>				
股本	516	1033	1033	1033	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	1551	1551	1551	1551	<b>成长能力</b>				
留存收益	1946	2451	3496	4737	营业收入	41.6%	29.4%	22.9%	20.8%
归属母公司股东权益	4012	5035	6080	7321	营业利润	26.1%	42.1%	29.7%	25.7%
<b>负债和股东权益</b>	7486	8555	9932	11632	归属于母公司净利润	25.9%	46.3%	29.5%	25.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	30.7%	32.1%	32.9%	33.0%
					净利率	8.3%	9.4%	9.9%	10.2%
					ROE	19.2%	22.4%	24.0%	24.9%
					ROIC	28.9%	33.1%	37.5%	41.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	43.8%	38.7%	36.5%	34.9%
					净负债比率				
					流动比率	1.65	1.79	2.03	2.25
					速动比率	1.26	1.36	1.56	1.75
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.32	1.50	1.60	1.66
					应收账款周转率	8	8	7	7
					应付账款周转率	11.65	10.99	10.77	10.75
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.74	1.09	1.41	1.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.84	1.04	1.34
					每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.88	5.89	7.09
					<b>估值比率</b>				
					P/E	63.10	43.12	33.30	26.63
					P/B	12.10	9.64	7.98	6.63
					EV/EBITDA	41	32	25	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名, 2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 3 年证券行业从业经验, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

### 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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。

本报告基于中投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。中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434