中国平安 PING AN 平安证券公司

平安生物医药

2014 年 8 月 11 日

天士力 (600535)

中期增长加速，下半年将迎来多重利好

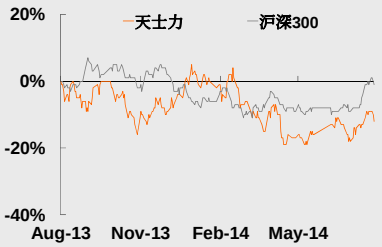
强烈推荐（首次）

现价：39.55 元

主要数据

行业	平安生物医药
公司网址	www.tasly.com
大股东/持股	天士力控股集团有限公司/47.27%
实际控制人/持股	闫希军/7.43%
总股本(百万股)	1,033
流通 A 股(百万股)	1,033
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	408.49
流通 A 股市值(亿元)	408.49
每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	61.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

邹 敏
投资咨询资格编号
S1450511080003
Zoumin787@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：中报增长超预期。中报实现收入 61.08 亿，同比增 13%；净利润 7.44 亿，同比增 24%；扣非后净利润 7.36%，同比增 41.4%。扣除会计政策变化的影响 5744 万，扣非净利润增长 30%。

平安观点:

■ 工业增速加快，基层和 OTC 渠道驱动丹滴快增长

收入分解来看：1）工业收入增长加速，半年度工业收入增长 28.0%，较一季度约 20-25%的增速明显加快。2）商业继续控制规模，半年度收入增长 3.9%。

利润分解来看：化药资产实现净利润 9053 万，同比增 31%；以扣除会计政策影响后的净利润为基础，扣除今年半年度的化药净利贡献，同时扣除去年 6 月一个月的净利润贡献 1600 万，再考虑为收购化药资产付出的半年度税后利息费用（15 亿*0.065*0.85/2），我们可计算出中成药和商业业务上半年的扣非净利润增长约 25%，即如果不收购化药资产，公司原有的中成药和商业业务取得的净利润增速，这一增速较一季度明显加快。我们预计主导产品丹参滴丸在 OTC 和基层增长超预期，上半年增速约 20%。

■ 现金流提升显著，应收账款环比得到控制

上半年，收入环比大幅增长，应收账款环比没有增加，应收帐款周转天数在稳定在一季度以来的 75 天左右。从而使得经营性净现金流达 4.61 亿，较去年同期大幅增加 125%。我们认为，公司近年对医药商业业务的业态进行优化，加大纯销比例，使得应收账款周转率下降。今年以来，公司“有控制地发展”商业业务，重点发展高利润率和高周转率的工业业务，现金流逐步得到改善。

■ 下半年将迎多重利好，首次给予“强烈推荐”评级

下半年招标将陆续开展，丹参多酚酸、益气复脉、养血等次新产品将进入新市场，增长加速；新医保目录开始修订，两大粉针和尿激酶原有望进入；低价药政策开始实施，丹参滴丸具基药和低价药双重身份，具较大提价空间；下半年预计外延式发展将加快。由于去年前高后低的收入增速走势，今年下半年增速将较上半年加快。我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.40、1.82 和 2.39 元，首次给予“强烈推荐”评级，目标价 55 元，相当于 2015 年 30 倍 PE。

■ 风险提示：新产品推广不达预期风险；丹滴海外认证的不确定性。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6570	9301	11108	12682	14565
YoY(%)	41.2	41.6	19.4	14.2	14.9
净利润(百万元)	611	769	1100	1449	1882
YoY(%)	35.6	25.9	43.0	31.7	29.9
毛利率(%)	30.0	30.7	36.6	39.4	42.7
净利率(%)	9.3	8.3	9.9	11.4	12.9
ROE(%)	17.0	18.8	28.2	28.7	29.1
EPS(摊薄/元)	0.59	0.74	1.07	1.40	1.82

图表1　上半年公司业绩

财务指标（百万元）	2014H	2013H	同比增长
主营业务收入	6114.48	5406.63	13.09%
主营业务成本	3815.64	3482.67	9.56%
毛利率	37.60%	35.59%	2.01pp
销售费用	863.54	754.27	14.49%
销售费用率	14.12%	13.95%	-0.17pp
管理费用	332.43	296.60	12.08%
管理费用率	5.44%	5.49%	-0.05pp
财务费用	131.15	61.15	114.48%
财务费用率	2.14%	1.13%	1.01pp
资产减值损失	-59.96	31.35	-291.25%
营业利润	985.52	738.29	33.49%
利润总额	990.78	739.18	34.04%
归属母公司所有者净利润	744.50	600.76	23.93%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	4459	5850	6624	7480	9191
现金	993	955	1345	1165	1983
应收账款	1305	2052	2606	2993	3463
其他应收款	95	102	120	140	159
预付账款	192	172	202	236	252
存货	1043	1298	1368	1600	1749
其他流动资产	1875	2569	2351	2946	3333
非流动资产	3027	4363	4167	4201	4073
长期投资	391	412	412	412	412
固定资产	1507	2191	2450	2621	2670
无形资产	241	370	345	322	301
其他非流动资产	888	1390	960	846	690
资产总计	7486	10212	10791	11681	13264
流动负债	2703	4990	4352	4428	3922
短期借款	328	1799	1799	1584	1000
应付账款	656	887	968	960	999
其他流动负债	1719	2303	1584	1884	1923
非流动负债	576	1079	1131	434	546
长期借款	103	72	72	100	100
其他非流动负债	474	1007	1059	334	446
负债合计	3279	6069	5483	4862	4468
少数股东权益	195	311	388	487	616
股本	516	1033	1033	1033	1033
资本公积	1551	230	230	230	230
留存收益	1946	2571	3657	5069	6917
归属母公司股东权益	4012	3832	4920	6332	8180
负债和股东权益	7486	10212	10791	11681	13264

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	413	346	731	1645	2252
净利润	792	1166	1449	1882	2464
折旧摊销	157	206	154	172	184
财务费用	70	141	150	165	180
投资损失	5	4	5	5	5
营运资金变动	-442	-1491	-1032	-678	-711
其他经营现金流	-168	320	6	99	130
投资活动现金流	-372	-766	-140	-205	-45
资本支出	0	0	-250	-210	-50
长期投资	-2	21	0	0	0
其他投资现金流	-370	-787	110	5	5
筹资活动现金流	-559	321	-553	-1620	-1380
短期借款	-620	1472	0	-215	-584
长期借款	40	-31	0	28	0
普通股增加	0	516	0	0	0
资本公积增加	0	-1321	0	0	0
其他筹资现金流	21	-316	-553	-1432	-796
现金净增加额	-518	-99	38	-179	826

利润表

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	9301	11108	12682	14565	16856
营业成本	6449	7043	7683	8340	9117
营业税金及附加	64	95	94	111	133
营业费用	1186	1553	1979	2386	2888
管理费用	484	814	991	1162	1400
财务费用	93	148	150	165	180
资产减值损失	95	58	-60	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	4	5	5	5
营业利润	936	1401	1850	2396	3132
营业外收入	33	35	40	40	40
营业外支出	9	18	30	20	10
利润总额	960	1418	1860	2416	3162
所得税	168	252	335	435	569
净利润	792	1166	1525	1981	2593
少数股东损益	23	66	76	99	130
归属母公司净利润	769	1100	1449	1882	2464
EBITDA	148	193	154	172	184
EPS（元）	0.74	1.07	1.40	1.82	2.39

主要财务比率 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入(%)	41.6	19.4	14.2	14.9	15.7
营业利润(%)	26.1	49.8	32.0	29.5	30.7
归属于母公司净利润(%)	25.9	43.0	31.7	29.9	30.9
获利能力					
毛利率(%)	30.7	36.6	39.4	42.7	45.9
净利率(%)	8.3	9.9	11.4	12.9	14.6
ROE(%)	18.8	28.2	28.7	29.1	29.5
ROIC(%)	25.8	34.1	29.5	28.1	32.7
偿债能力					
资产负债率(%)	43.8	59.4	50.8	41.6	33.7
净负债比率(%)	15.0	36.1	37.6	23.9	13.4
流动比率	1.6	1.2	1.5	1.7	2.3
速动比率	1.3	0.9	1.2	1.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	8.8	6.6	5.4	5.2	5.2
应付账款周转率	16.8	14.4	13.7	15.1	17.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.07	1.40	1.82	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.34	0.71	1.59	2.18
每股净资产(最新摊薄)	3.88	3.71	4.76	6.13	7.92
估值比率					
P/E	53.1	37.1	28.2	21.7	16.6
P/B	10.2	10.7	8.3	6.5	5.0
EV/EBITDA	24.1	26.4	20.2	15.7	12.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：（0755）82449257	传真：（021）33830395	