

中航证券金融研究所

赵浩然

证券执业证书号：S0640513070002

电话：0755-83689524

邮箱：zhaohao2011@gmail.com

# 天士力（600535）2014 年中期报告点评： 工业保持高增长，内生外延并重

行业分类：医药生物

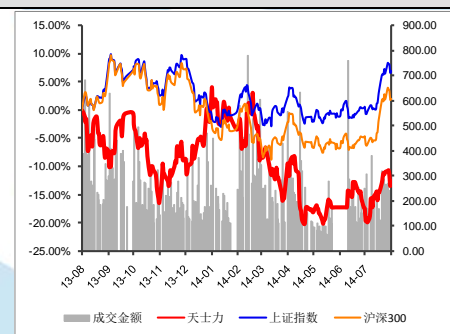
2014 年 08 月 09 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	50.00
当前股价（14.08.08）	39.55

## 基础数据

上证指数	2194.43
总股本（亿）	10.33
流通 A 股（亿）	10.33
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	408.49
每股净资产（元）	4.08
ROE（2014H）	17.66%
资产负债率	61.62%
动态市盈率	28.83
动态市净率	8.61

## 近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

## 事件回顾：

公司 2014 年中期报告披露：报告期内公司实现营业收入 61.09 亿元，同比增长幅度为 13.07%；归属上市公司股东的净利润为 7.44 亿元，同比增长 24.04%（扣非后为 41.36%）；基本每股收益为 0.72 元。

## 投资要点：

**工业保持高增长，驱动业绩增速加快：**今年上半年公司实现营业收入 61.09 亿元，同比增长 13.09%，其中，医药工业收入 29.61 亿元，同比增长 28.05%，医药商业收入 31.25 亿元，增速为 3.86%；公司目前有包括丹滴、养血等 33 个产品进入国家基药目录，并有多品种进入地方增补目录，报告期内受益于国内部分省市基药招标推进，公司工业板块整体保持较快增速，是其当期业绩增速远高于收入的主要原因，我们认为随着下半年更多地区招标工作的开展，全年有望保持较快的增速；

**毛利率提升，定增有望改善财务结构：**报告期内公司综合毛利率为 37.60%，较去年同期提升 1.00 个百分点，虽然分行业来看同期公司工业、商业毛利率均有不同程度下滑，但是高毛利工业业务占比提高，带动其整体盈利能力的改善；与之相对应的是，公司上半年期间费用率也有所上升，合计为 21.70%，我们认为，财务费用率增幅较大是上半年公司期间费用率的上升的主要原因，公司新一轮的定增方案已于上月获得股东大会批准，未来有望进一步改善其整体财务结构。

**创新科研，国际化有序推进：**上半年公司直接用于研发方面的投资总额约为 1.78 亿元，同比增加 25.43%，新药方面，止动颗粒已完成新药申报资料、青术颗粒也进入申报新药证书和生产批件阶段；对于市场较为关注的国际化项目，目前丹滴 FDA III 期临床实验已全球 9 个国家和地区 127 个临床中心全面有序推开，我们认为，丹滴的国际化重要的是创新了一个国内中药制剂出口模式，公司后续穿心莲内酯丸、水林佳、注射用丹参茶多酚等多个品种的国际化工作都在推进中。

**产业整合，内生与外延并举：**公司已经形成生物医药产业“一个核心带两翼”的格局，逐步构建了现代中药、生物药、化学药三大制药平台共通的集群优势，规模优势逐步呈现；公司前期公告拟通过向管理层关联企业非公开发行募集资金，并择机通过兼并收购等方式参与医药行业的整合，有望实现内生+外延的双轮驱动式发展。

## 投资评级：

我们根据公司中期报告情况，在不考虑未来股本变动的前提下，暂维持 14-16 年 EPS 分别为 1.37/1.72/2.23 元，对应的动态市盈率分别为 29、23、18 倍；公司技术优势明显，二线品种逐步放量形成新的盈利增长点，非公开发行不仅彰显了管理对公司未来发展的信心，同时还有利于改善其财务结构，存在外延扩张的预期，因此维持“买入”评级。

## 投资风险：

管理层变动风险；药品价格变动；外延并购风险。

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

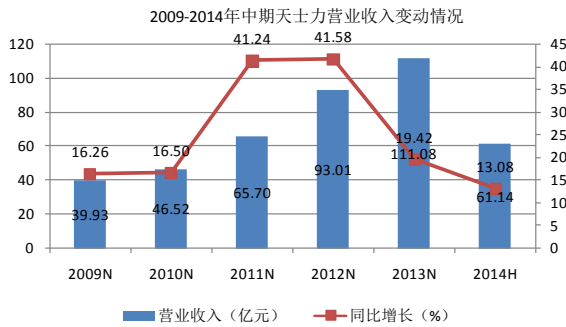
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

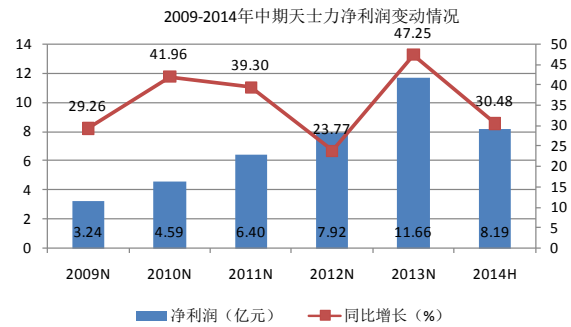
传真：0755-83688539

图表 1: 天士力营业收入变动情况



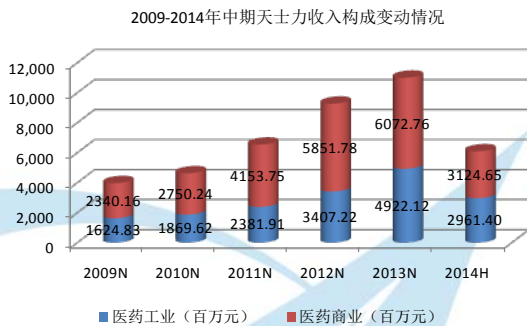
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 天士力净利润变动情况



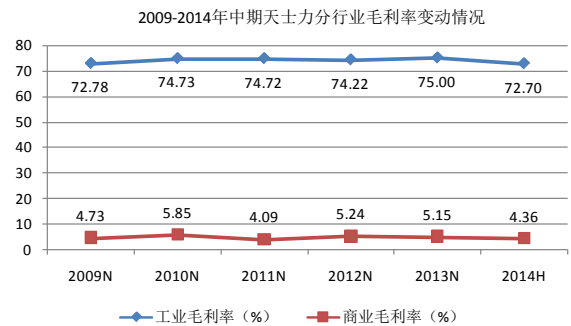
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 天士力分行业收入构成变动情况



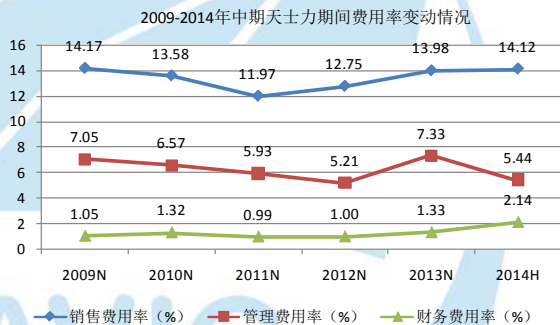
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 天士力分行业毛利率变动情况



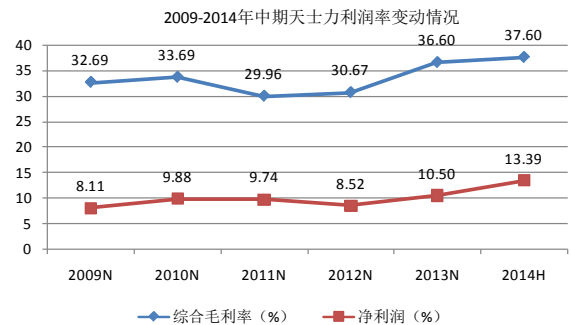
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 天士力期间费用率变动情况



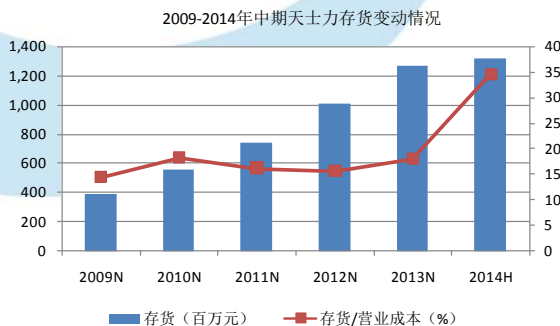
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 天士力利润率变动情况



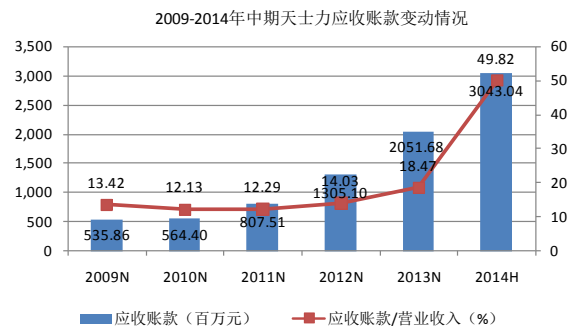
资料来源:wind、中航证券金融研究所

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 9: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6569.66	9300.22	11097.87	12551.69	14443.23	16719.48
减: 营业成本	4601.33	6448.95	7042.66	7602.56	8314.97	9143.89
营业税金及附加	44.97	63.97	95.42	93.39	107.46	124.40
营业费用	786.39	1185.55	1552.78	1939.24	2423.57	3029.57
管理费用	389.55	484.40	814.25	960.20	1154.01	1376.01
财务费用	65.04	92.57	147.62	153.15	187.69	133.78
资产减值损失	23.43	94.84	57.80	58.69	58.69	58.69
加: 投资收益	82.92	4.60	3.81	-2.83	-2.83	-2.83
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.06	0.06	0.06	0.06
其他经营损益	0.00	1.24	10.20	10.20	10.20	10.20
<b>营业利润</b>	<b>741.87</b>	<b>935.76</b>	<b>1401.40</b>	<b>1751.89</b>	<b>2204.26</b>	<b>2860.57</b>
加: 其他非经营损益	43.92	24.10	16.53	15.83	15.83	15.83
<b>利润总额</b>	<b>785.80</b>	<b>959.86</b>	<b>1417.93</b>	<b>1767.72</b>	<b>2220.09</b>	<b>2876.40</b>
减: 所得税	145.83	167.78	251.61	265.57	333.43	431.88
<b>净利润</b>	<b>639.96</b>	<b>792.08</b>	<b>1166.32</b>	<b>1502.14</b>	<b>1886.66</b>	<b>2444.52</b>
减: 少数股东损益	29.15	22.88	66.06	85.08	106.85	138.45
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>610.81</b>	<b>769.20</b>	<b>1100.26</b>	<b>1417.07</b>	<b>1779.81</b>	<b>2306.07</b>
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1444.51	828.73	719.45	1129.65	1299.89	1504.75
应收和预付款项	1712.65	2363.76	3404.88	3748.02	3981.94	4214.10
存货	744.73	1011.39	1265.03	1361.07	1467.15	1560.63
其他流动资产	0.19	85.28	212.75	212.75	212.75	212.75
长期股权投资	392.69	390.68	411.72	411.72	411.72	411.72
投资性房地产	25.75	24.91	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1764.53	2002.83	2924.26	3173.13	3221.99	2700.85
无形资产和开发支出	414.07	407.93	732.36	652.75	573.15	493.54
其他非流动资产	24.91	146.61	217.56	154.42	91.27	91.27
<b>资产总计</b>	<b>6524.03</b>	<b>7262.12</b>	<b>9888.01</b>	<b>10843.51</b>	<b>11259.86</b>	<b>11189.62</b>
短期借款	947.73	327.63	1799.46	2747.69	3346.25	876.31
应付和预收款项	1057.09	1453.36	2505.56	1458.05	2564.17	1517.53
长期借款	63.01	500.70	868.63	868.63	868.63	868.63
其他负债	680.18	773.88	570.86	570.86	570.86	570.86
<b>负债合计</b>	<b>2748.01</b>	<b>3055.58</b>	<b>5744.51</b>	<b>5645.23</b>	<b>7349.92</b>	<b>3833.33</b>
股本	516.42	516.42	1032.84	1032.84	1032.84	1032.84
资本公积	1551.20	1551.20	230.21	230.21	230.21	230.21
留存收益	1536.33	1944.03	2569.11	3480.23	4624.58	6107.30
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3603.95</b>	<b>4011.65</b>	<b>3832.16</b>	<b>4743.28</b>	<b>5887.63</b>	<b>7370.35</b>
少数股东权益	172.07	194.89	311.34	396.41	503.26	641.71
<b>股东权益合计</b>	<b>3776.02</b>	<b>4206.54</b>	<b>4143.49</b>	<b>5139.69</b>	<b>6390.89</b>	<b>8012.06</b>
负债和股东权益合计	6524.03	7262.12	9888.01	10784.92	13740.81	11845.39
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	138.91	416.66	348.62	401.00	748.60	3427.34
投资性现金净流量	-319.20	-372.22	-765.68	-685.79	-486.48	13.52
筹资性现金净流量	-29.93	-558.89	320.82	694.99	-91.88	-3235.99
<b>现金流量净额</b>	<b>-210.64</b>	<b>-514.64</b>	<b>-97.68</b>	<b>410.21</b>	<b>170.24</b>	<b>204.86</b>

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

赵浩然, SAC执业证书号: S0640513070002, 南开大学理学学士、天津大学理学硕士, 2011年6月加入中航证券金融研究所, 从事医药生物行业的研究。

## 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。