

2014年11月27日

闫永正
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

47.00

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2014/11/27)	40.32
上证综指(2014/11/27)	2630.49
股价 12 个月高/低	47.1/36.15
总发行股数(百万)	1032.84
A 股数(百万)	1032.84
A 市值(亿元)	416.44
主要股东	天士力控股集团 有限公司 (47.27%)
每股净值(元)	4.46
股价/账面净值	9.03
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.2 5.6 -0.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	24.94	买入
2013-1-24	28.41	买入

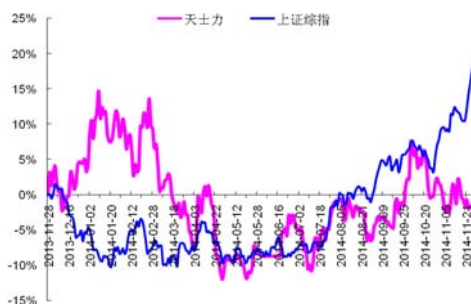
产品组合

医药商业	51.3%
医药工业	48.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	18.8%
一般法人	47.3%

股价相对大盘走势



天士力(600535.SH)

Buy 买入

公司2014年11月27日发布公告，拟向管理层及大股东定向增发16亿元补充流动资金

结论与建议：

本次公司拟非公开发行人4763万股，募集资金16亿元补充流动资金，定增价格为33.59元/股，锁定期为36个月。认购对象为公司管理层控股的天津和悦、天津鸿勋等六家公司，通过此次发行公司大股东及管理层间接认购约15亿元，我们认为管理层积极参与定增，体现了对公司发展前景的强力认可。公司通过本次非公开发行可以改善目前市场极为关注的公司财务结构，公司的资产负债率将从59.75%降至52.74%，大幅缓解公司财务压力，同时为公司新业务拓展提供资金保障。

公司同时公告将剥离目前处于亏损状态的疫苗子公司，以及在辽宁投资建设现代中药资源公司的公告，我们认为上述业务调整是公司进一步聚焦主业，优化产业结构的举措，有利于公司长期发展。

■ **内生外延促营收稳步增长：**2014年1-3Q公司营业收入为92.19亿元YOY+13.91%，其中：医药工业板块销售收入较去年同期增长24.86%；预计复方丹参滴丸增速约10%，养血清脑颗粒增速约15%，其它二线品种增速在30%以上，天地药业收入增速超过50%；医药商业板块较去年同期增长6.95%；由于公司调整销售结构，向毛利率较高的纯销业务倾斜，导致调拨业务增速放缓，所以医药商业收入增速有所放缓。未来公司的业务结构将更加合理，工业及商业板块将协同发展。

■ **核心产品复方丹参滴丸 FDA III 期进展顺利：**目前复方丹参滴丸正在9个国家的127个中心进行全球多中心临床试验，目前入组患者已经达到700例左右，离目标受试人数只剩260例，我们预计试验可能在2016年以前结束，有望成为第一个通过FDA审批的中药。丹参滴丸FDA累积的经验将会给公司其他产品国际化提供很好的基础，预计后期水林佳、穿心莲内酯、丹参多酚酸等成分单一品种、疗效可靠易于标准化的品种均有条件申请。

盈利预测：我们认为公司依托全产业链布局，辅以强大的产品线协同效应，全年继续保持快速增速势头不会改变。继续维持公司盈利预测，预计2014年/2015年公司分别实现净利润13.89亿元(YOY+26.28%)/17.45亿元(YOY+25.62%)，EPS分别为1.35元/1.69元，对应2014年/2015年PE分别为30/24倍。结合公司所处行业地位，认为目前估值被低估，给予公司“买入”的投资建议，目标价47元(2015 PE 28X)

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	611	769	1100	1389	1745
同比增减	%	35.65%	25.93%	43.04%	26.28%	25.62%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.59	0.74	1.07	1.35	1.69
同比增减	%	35.65%	25.93%	43.04%	26.28%	25.62%
市盈率(P/E)	X	66	52	37	30	24
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.20	0.35	0.40	0.51
股息率 (Yield)	%	1.79%	0.51%	0.90%	1.03%	1.30%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业额	6,570	9,301	11,108	12,557	14,063
经营成本	4,601	6,449	7,043	7,897	8,719
主营业务利润	1,968	2,853	4,065	4,660	5,344
销售费用	786	1,186	1,553	1,695	1,899
管理费用	390	484	814	816	914
财务费用	65	93	148	239	183
营业利润	742	936	1,401	1,755	2,164
补贴收入	57	33	35	40	40
税前利润	786	960	1,418	1,775	2,184
所得税	146	168	252	312	384
少数股东损益	29	23	66	73	54
净利润	611	769	1,100	1,389	1,745

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	1,526	993	955	988	957
存货净额	745	1,011	1,265	1,381	1,547
应收帐款净额	1,534	2,077	3,131	3,139	3,516
流动资产合计	3,984	4,459	5,850	6,071	6,791
长期投资净额	393	391	412	400	300
固定资产合计	1,551	1,507	2,191	1,980	1,790
无形资产及其他资产合计	278	241	370	330	300
资产总计	6,634	7,486	10,212	10,431	11,231
流动负债合计	2,739	2,703	4,990	4,505	4,084
长期负债合计	120	577	1,079	810	808
负债合计	2,858	3,279	6,069	5,315	4,893
少数股东权益	172	195	311	400	500
股东权益合计	3,776	4,207	4,144	5,116	6,338
负债和股东权益总计	6,634	7,486	10,212	10,431	11,231

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动所得现金净额	135	413	346	562	729
投资活动所用现金净额	-319	-372	-766	-790	-1,020
融资活动所得现金净额	-30	-559	321	261	460
现金及现金等价物净增加额	-214	-518	-100	33	169

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。