

中国：制药

2015年05月07日

**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅 **31.0%**

 日期 **2015/05/05**

 收盘价 **RMB47.30**  
 十二个月目标价 **RMB62.00**  
 上海 A 股指数 **4,503.7**

股价相对上海 A 股指数表现



市值	<b>RMB50,998.5 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB388.0 百万元</b>
总股数(百万股)	<b>1,080.5</b>
在外流通 A 股数(%)	<b>50.1%</b>
大股东; 持股比例	天士力控股集团; <b>0.5%</b>
净负债比率	<b>36.9%</b>
每股净值(2015F)	<b>RMB5.89 元</b>
市净率(2015F)	<b>8.04 倍</b>
市盈率(2015F)	<b>27.8 倍</b>

**简明损益表 (RMB 百万元)**

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	11,108	12,578	14,339	16,678
每股收益 (元)	1.07	1.32	1.70	2.07
股利收益率 (%)	0.7	0.8	1.0	1.2
净资产收益率 (%)	28.7	28.3	29.0	25.5

报告分析师:

**李佩菁**

+886 2 35187984      Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献:

罗羽捷

+886 2 3518 7949      jessie.lo@yuanta.com

**天士力 (600535 CH)**
**医药工业带动利润率扩张**
**事件**

天士力 2015 年 1 季度每股收益人民币 0.32 元(环比增长 45%、同比增长 19%)符合本中心与市场预期。

**研究中心观点**

- ▶ **2015 年 1 季度营收人民币 31 亿元(环比下滑 8%、同比增长 2%)较本中心预期低 7%，但毛利率大幅同比增长 3.8 个百分点至 39%(优于预期)。税后净利润人民币 3.46 亿元(环比增长 51%、同比增长 23%)符合本中心与市场预期。**
- ▶ **2015 年 1 季度医药工业营收同比增长 11.3%，天士力停止销售部分低毛利率的产品，使得医药商业业务营收同比下滑 6.1%。公司主力产品复方丹参滴丸营收持续同比增长 15%，而养血清脑丸营收同比增长 20%。**
- ▶ **天士力持续与天津市政府合作，2014 年起为糖尿病患者提供送药上门服务，本中心认为该业务 2015 年将贡献人民币 1.05 亿元营收。我们也预期不久后慢性病医药的在线业务将呈现快速增长。**
- ▶ **重申买入：凭借在中国现代化中药研发领域的领先地位，我们认为天士力将可展现稳健增长动能。公司的 Dantonic® 药品正在美国进行第三期临床试验，预计 2016 年 1 季度完成；同时也是首项于美国进行临床试验的中国厂商开发的现代化中药。**

**图 1：2015 年 1 季度财报比较表**

人民币百万	实际值	元大预估	差异(%)	市场预估	差异(%)	环比增长率	同比增长率
营业收入	3,078	3,302	-7%	3,056	1%	-8%	2%
营业毛利	1,202	1,220	-1%	-	-	-5%	13%
营业利润	487	519	-6%	-	-	36%	20%
税前净利润	415	499	-17%	-	-	62%	0%
税后净利润	346	334	3%	337	3%	51%	23%
每股收益(元)	0.32	0.31	3%	0.32	0%	45%	19%
利润率			百分点		百分点	百分点	百分点
营业毛利率	39.0%	36.9%	2.1	-	-	1.6	3.8
营业利润率	15.8%	15.7%	0.1	-	-	5.2	2.3
税前净利润率	13.5%	15.1%	-1.6	-	-	5.9	-0.2
税后净利润率	11.2%	10.1%	1.1	11.0%	0.2	4.4	1.9

资料来源：公司资料、元大

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 天士力 (600535 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/10/26	40.56	51.00	51.00	买入	李佩菁
2	2015/04/09	49.56	62.00	62.00	买入	李佩菁

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	183	44%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	52	12%
卖出	9	2%
评估中	59	14%
限制评级	8	2%
总计：	418	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼