

2015年08月19日

闫永正  
C0061@capital.com.tw  
目标价(元) 58.00

# 天士力(600535.SH)

Buy 买入

2015年H1业绩增长放缓，短期医保控费压力较大，长期依旧看好

## 公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2015/8/17)	43.21
上证综指(2015/8/17)	3993.67
股价 12 个月高/低	56.91/38.04
总发行股数(百万)	1080.48
A 股数(百万)	1032.84
A 市值(亿元)	446.29
主要股东	天士力控股集团 有限公司 (45.18%)
每股净值(元)	6.32
股价/账面净值	6.84
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-9.0 -23.2 9.5

## 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-11-12	40.98	买入
2015-03-31	48.22	买入

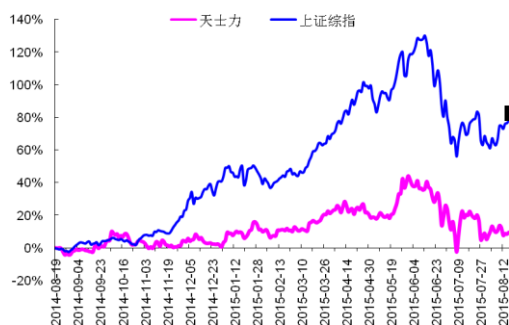
## 产品组合

医药商业	51.7%
医药工业	48.3%

## 机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.1%
一般法人	49.5%

## 股价相对大盘走势



## 结论与建议:

2015年H1公司实现净利润8.30亿元, YOY+11.50%, 折合EPS为0.79元, 略低于预期。扣非后净利润8.12亿元, YOY+10.20%。单季度来看公司2Q实现净利为4.85亿元, YOY+4.82%, 医保控费压力明显加大。

■ **医药工业收入同比略有放缓, 医药商业结构调整导致收入同比收缩:** 2015年H1 公司营业收入为62.30 亿元, YOY+1.99%, 其中: 医药工业板块销售收入 30.80 亿元, 较去年同期增长 4.01%, 较往年增长有所放缓; 我们预计: 预计复方丹参滴丸增速约+5%, 养血清脑颗粒增速约+10%, 其它二线品种增速在 15%左右; 医药商业板块收入 31.07 亿元, 较去年同期下降 0.57%, 主要系医药商业业态优化, 减少了药品调拨业务, 加强了医院终端销售所致。

■ **本期营收结构变化较大, 导致毛利率出现较大提升:** 报告期公司综合毛利率为 39.35%, 同比小幅提升。主要由于毛利率较高的医药工业板块营收占比进一步提高以及医药商业业务中毛利率较高的直销业务收入增长较快所致。

■ **公司运营表现平稳:** H1 公司综合费用率为 22.49%, 同比小幅下降, 主要得益于 2015 年 Q1 公司向大股东和管理层定增 16 亿元完成, 财务费用率降低。

■ **未来随着招标周期重启, 预计业绩将呈现前低后高态势:** 作为中药现代化领军企业, 在保持核心产品快速增长的同时, 二线产品梯队快速形成, 目前公司除丹滴外过亿产品还有 10 个, 其中包括: 注射用人重组尿激酶原、注射用丹参多酚酸等重磅品种, 上述品种的陆续放量将助推公司业绩持续成长。

■ **激励机制到位, 内生外延共促成长:** 2014 年天士力管理层通过作为有限合伙人(LP)的方式间接参与公司定向增发, 实现了股权激励, 使得管理层的利益跟上市公司股东利益绑定, 未来能够实现管理层和流通股东的共赢, 有利于公司发展; 同时公司也一直在寻找合适并购标的, 依托公司强大的平台资源, 促使并购产品快速放量, 发挥协同效应。

■ **小幅下调公司盈利预测至:** 预计 2015/2016 年公司净利润预期分别为 16.12 亿元 (YOY+17.56%) / 19.02 亿元 (YOY+18.01%), EPS 分别为 1.49 元/1.76 元, 对应 PE 分别为 29 倍/25 倍, 我们认为公司作为中药现代化龙头企业, 通过生外延双轮驱动战略推进业绩持续提升潜力巨大, 长期看好公司发展, 维持“买入”投资建议, 目标价 53 元, (对应 2016 年 PE 30X)。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	769	1100	1371	1612	1902
同比增减	%	25.93%	43.04%	24.59%	17.56%	18.01%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.49	1.07	1.32	1.49	1.76
同比增减	%	26.27%	-28.19%	23.36%	39.39%	18.01%
市盈率 (P/E)	X	29	40	33	29	25
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.35	0.39	0.45	0.53
股息率 (Yield)	%	0.46%	0.81%	0.90%	1.04%	1.22%

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	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业额	9,301	11,108	12,578	13,835	15,496
经营成本	6,449	7,043	7,857	8,370	9,297
主营业务利润	2,853	4,065	4,721	5,465	6,198
销售费用	1,186	1,553	1,822	2,144	2,448
管理费用	484	814	810	968	1,085
财务费用	93	148	291	138	155
营业利润	936	1,401	1,712	2,049	2,355
补贴收入	33	35	43	30	44
税前利润	960	1,418	1,736	2,059	2,379
所得税	168	252	283	362	419
少数股东损益	23	66	82	85	59
净利润	769	1,100	1,371	1,612	1,902

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	993	955	1,116	1,383	1,714
存货净额	1,011	1,265	1,477	1,522	1,705
应收帐款净额	2,077	3,131	4,875	3,459	3,874
流动资产合计	4,459	5,850	7,788	6,933	8,070
长期投资净额	391	412	401	400	300
固定资产合计	1,507	2,191	2,786	1,980	1,790
无形资产及其他资产合计	241	370	410	330	300
资产总计	7,486	10,212	12,921	11,293	12,510
流动负债合计	2,703	4,990	6,767	4,612	4,214
长期负债合计	577	1,079	1,086	1,409	1,692
负债合计	3,279	6,069	7,853	6,021	5,907
少数股东权益	195	311	231	264	198
股东权益合计	4,207	4,144	5,068	5,272	6,603
负债和股东权益总计	7,486	10,212	12,921	11,293	12,510

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动所得现金净额	413	346	619	796	891
投资活动所用现金净额	-372	-766	-566	-790	-1,020
融资活动所得现金净额	-559	321	71	261	460
现金及现金等价物净增加额	-518	-100	124	267	331

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份内容以作任何用途。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, 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。此份报告内容之数据和意见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。