

动态报告

医药保健

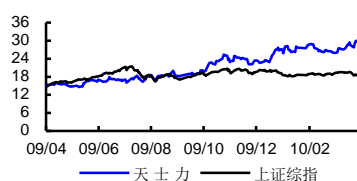
制药与生物

天士力(600535)
推荐

10年一季报点评

(维持评级)

2010年4月26日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	29.37
总股本/流通A股(百万股)	488.00/488.00
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	14,332.56/14,332.56
上证综指/深圳成指	2,983.54/11,702.87
12个月最高/最低(元)	29.73/14.46

财务数据

净资产值(百万元)	2,100.43
每股净资产(元)	4.30
市净率	6.82
资产负债率	44.81%
息率	1.36%

相关研究报告:

《天士力09年报点评:医药工业增速有望提升》——2010-3-9

《天士力:复方丹参滴丸取得美国临床试验进展》——2010-1-20

《天士力09年三季报点评:Q3增速加快,激励方案出台》——2009-10-26

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980207050195

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

1季度利润总额增幅38%,实际业绩超预期

●1季报业绩增长28%,符合预期

1季度收入9.94亿元,同比增长17%,净利润6706万元,同比增长28%,EPS0.14符合预期。1季度一般是全年业绩最低点,全年业绩将逐季增大。

●毛利增长28%,利润总额增长38%,实际业绩超预期

毛利率同比提升2.5个百分点促使毛利增速超过收入增速,期间费用控制较好促使营业利润增长35%。利润总额增长38%反映了实际经营性业绩超预期,净利润增幅稍收窄是由于去年同期所得税基数较低(08年所得税交纳方式变动所致)。

●工业增速已开始提升,利润增速超过收入增速有望持续

核心产品复方丹参滴丸价涨量增:作为独家品种进入基本药物目录,面临基层放量机遇,09年4季度该品进一步提价、以及在10年各省招标采购中价格理想,显示作为目前国内重磅医药单品,渠道畅通和强势,在新医改机遇之下销售有望指向20亿元目标;二线产品增速已明显开始提升,使得整体增速超过复方丹参滴丸增速,毛利率也稳步提升;利润增速超过收入增速有望继续维持。

●维持“推荐”评级和10年目标价35元

维持10/11年EPS0.83/1.06元预测,同比增长28%、28%,10年业绩存在超预期可能性。目前估值在医药股中相对更有吸引力,丹滴的美国FDA二期临床结果即将出来,将是国内医药界里程碑事件,目前并未体现在估值溢价之中,该事件将构成催化剂。10年新产品陆续获得批文也将推动估值与一线医药股看齐。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,434.22	3,992.65	4,770	5,665	6,685
(+/-%)	21.83%	16.26%	19.5%	18.8%	18.0%
净利润(百万元)	255.89	316.71	407	518	646
(+/-%)	37.66%	23.77%	28.5%	27.3%	24.7%
每股收益(元)	0.52	0.65	0.83	1.06	1.32
EBIT Margin			11.5%	12.0%	12.5%
净资产收益率(ROE)	13.38%	15.58%	19.2%	23.2%	27.1%
市盈率(PE)	56.01	45.26	35.2	27.7	22.2
EV/EBITDA			24.1	19.9	16.7
市净率(PB)	7.50	7.05	6.75	6.41	6.02

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	556	560	560	560	营业收入	3993	4770	5665	6685
应收款项	808	967	1148	1355	营业成本	2687	3196	3773	4432
存货净额	388	459	543	640	营业税金及附加	26	31	37	43
其他流动资产	89	105	125	147	销售费用	566	675	799	936
流动资产合计	1841	2091	2376	2702	管理费用	281	322	375	435
固定资产	1367	1357	1335	1306	财务费用	42	34	34	32
无形资产及其他	173	166	159	152	投资收益	7	0	0	0
投资性房地产	196	196	196	196	资产减值及公允价值变动	(6)	(5)	(2)	(2)
长期股权投资	448	449	450	451	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4025	4258	4516	4807	营业利润	391	507	645	805
短期借款及交易性金融负债	804	817	787	735	营业外净收支	8	0	0	0
应付款项	640	748	885	1043	利润总额	399	507	645	805
其他流动负债	167	188	223	262	所得税费用	75	91	116	145
流动负债合计	1611	1753	1894	2040	少数股东损益	7	9	11	14
长期借款及应付债券	225	225	225	225	归属于母公司净利润	317	407	518	646
其他长期负债	18	18	18	18					
长期负债合计	243	243	243	243	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1854	1996	2137	2283	净利润	317	407	518	646
少数股东权益	138	140	142	145	资产减值准备	4	1	(0)	(0)
股东权益	2033	2123	2237	2379	折旧摊销	109	132	146	155
负债和股东权益总计	4025	4258	4516	4807	公允价值变动损失	6	5	2	2
					财务费用	42	34	34	32
					营运资本变动	46	(116)	(114)	(129)
					其它	(3)	1	2	3
					经营活动现金流	479	429	555	677
					资本开支	(117)	(120)	(120)	(120)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(393)	(121)	(121)	(121)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	125	0	0	0
					支付股利、利息	(247)	(317)	(404)	(504)
					其它融资现金流	309	13	(30)	(52)
					融资活动现金流	67	(305)	(434)	(556)
					现金净变动	153	4	0	0
					货币资金的期初余额	404	556	560	560
					货币资金的期末余额	556	560	560	560
					企业自由现金流	388	344	471	594
					权益自由现金流	822	328	413	515

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.65	0.83	1.06	1.32
每股红利	0.51	0.65	0.83	1.03
每股净资产	4.17	4.35	4.58	4.87
ROIC	13%	16%	19%	23%
ROE	16%	19%	23%	27%
毛利率	33%	33%	33%	34%
EBIT Margin	11%	11%	12%	13%
EBITDA Margin	14%	14%	15%	15%
收入增长	16%	19%	19%	18%
净利润增长率	24%	28%	27%	25%
资产负债率	49%	50%	50%	51%
息率	1.7%	2.2%	2.8%	3.5%
P/E	45.3	35.2	27.7	22.2
P/B	7.0	6.8	6.4	6.0
EV/EBITDA	29.9	24.1	19.9	16.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123		