

2010年8月11日

天士力

业绩超预期

A
买入

600535.SS - 人民币 35.14

目标价格: 人民币 46.04

贺长明

(8610) 6622 9080

changming.he@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208080281

2010年上半年,公司实现销售收入21.48亿元,同比增长16.9%;实现归属于母公司的净利润1.955亿元,同比增长41.9%;每股收益0.401元,每股经营性净现金流0.38元。公司业绩超过我们之前的预期,我们暂时维持公司2010-12年每股盈利预测0.863、1.151和1.536元不变,基于2011年40倍市盈率,维持目标价46.04元和买入评级不变。

支撑评级的要点

- 医药工业收入同比增长13.87%,保持了良好的增长势头。在复方丹参滴丸通过FDA二期临床的刺激下,收入有望加速增长。
- 公司对天士力之骄的股权比例由73.04%增加至93.56%,粉针的销售有望加速增长。
- 注射用重组人尿激酶原和注射用丹参总酚酸冻干粉针均即将进入生产现场检查阶段,有望陆续获批。

影响评级的主要风险

- 新药审批和药品销售受国家政策影响,可能低于预期。

估值

- 我们预计,未来三年每股收益复合增长率为33.3%,考虑到公司的巨大增长潜力,我们认为可以给予公司一定的估值溢价。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	57	31	16	93
相对新华富时A50指数(%)	82	28	19	119

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	488
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	8,571
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
净负债比率(%) (2010E)	19
主要股东(%)	
天津天士力集团公司	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,434	3,993	4,682	5,554	6,600
变动(%)	23	16	17	19	19
净利润(人民币 百万)	256	317	421	562	750
全面摊薄每股收益(人民币)	0.524	0.649	0.863	1.151	1.536
变动(%)	44.0	23.8	33.0	33.3	33.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.830	1.034	1.225
核心每股收益(人民币)	0.531	0.645	0.857	1.143	1.526
变动(%)	45.2	21.5	32.7	33.4	33.6
全面摊薄市盈率(倍)	67.0	54.1	40.7	30.5	22.9
核心市盈率(倍)	66.2	54.5	41.0	30.8	23.0
每股现金流量(人民币)	0.53	0.82	1.00	1.28	1.63
价格/每股现金流量(倍)	65.9	42.8	35.0	27.5	21.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.8	31.9	25.4	19.8	15.2
每股股息(人民币)	0.400	0.400	0.518	0.691	0.922
股息率(%)	1.1	1.1	1.5	2.0	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

业绩超预期，维持买入

2010 年上半年，公司实现销售收入 21.48 亿元，同比增长 16.9%；实现归属于母公司的净利润 1.955 亿元，同比增长 41.9%；每股收益 0.401 元，每股经营性净现金流 0.38 元。公司业绩超过我们之前的预期，我们暂时维持公司 2010-12 年每股盈利预测 0.863、1.151 和 1.536 元不变，维持目标价 46.04 元和买入评级不变。

图表 2. 天士力 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动%
营业收入	1,836.8	2,148.0	16.9
营业成本	1,248.8	1,445.0	15.7
营业税及附加	11.3	13.5	19.2
销售费用	288.3	277.4	(3.8)
管理费用	116.6	145.5	24.8
财务费用	16.3	26.7	63.9
资产减值损失	(1.8)	5.3	(392.1)
投资收益/(损失)	6.5	0.0	(99.6)
营业利润	163.9	234.7	43.2
税前利润	165.6	244.7	47.8
所得税支出	28.8	43.9	52.4
母公司可分配净利润	137.8	195.5	41.9
少数股东权益	(1.0)	5.3	(604.6)
每股收益(人民币)	0.282	0.401	41.9
主要比率 (%)			
销售毛利率	32.0	32.7	
营业利润率	8.9	10.9	
净利率	7.5	9.1	

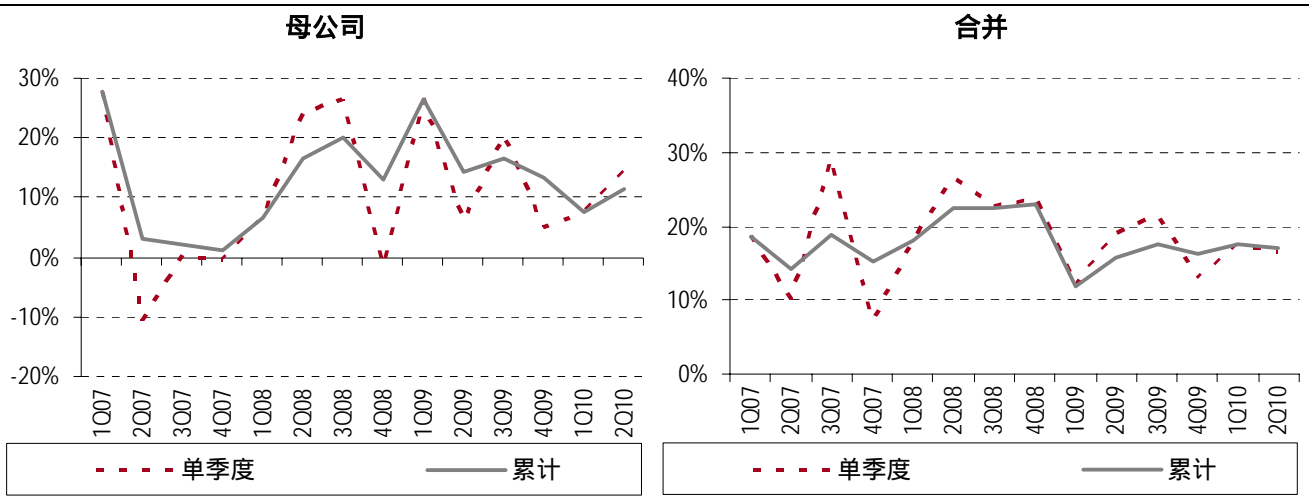
资料来源：公司数据，中银国际研究

医药工业增长势头良好，下半年可能加速

公司中报披露，医药工业同比增长 13.87%，增速基本平稳，保持了良好的增长势头。从下图可以看出，以工业为主的母公司 1 季度收入增长 7.65%，而 2 季度增速达到 14.28%。合并报表收入则维持在 17%左右的水平。

我们预计，随着基本药物制度等医改配套政策的逐步实施，以及复方丹参滴丸通过 FDA 二期临床的巨大广告效应的带动下，公司下半年的收入增速有可能加快。

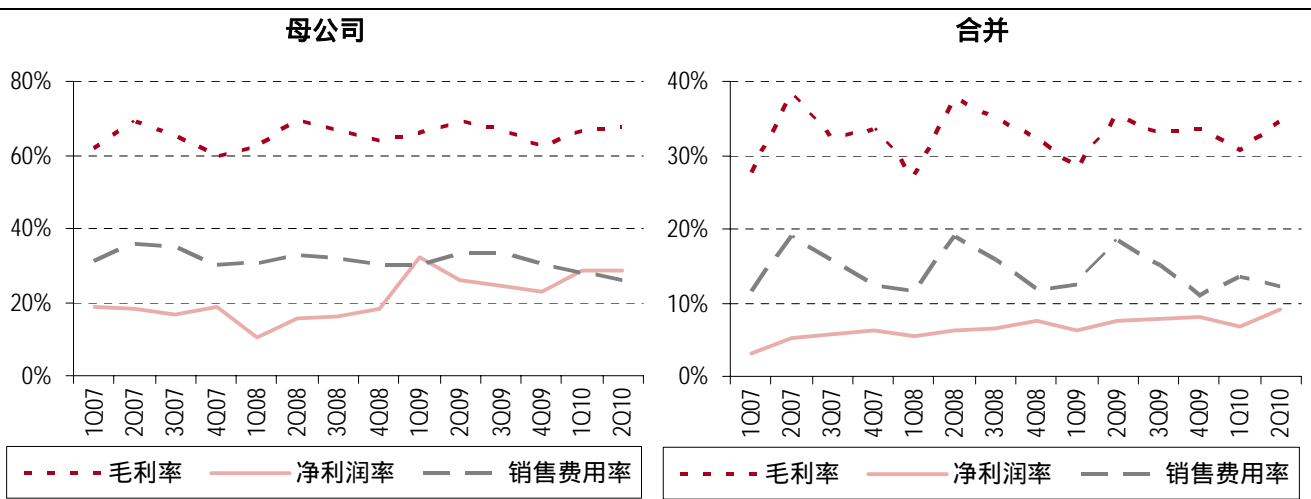
图表 3. 天士力母公司及合并的季度销售收入变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

从公司的利润率而言，如下图所示，公司的毛利率和净利率水平均小幅上升，这主要得益于公司产品结构的改善以及销售费用率的下降等因素。我们认为，随着公司销售收入的快速增长，公司的利润率水平还将保持基本平稳及小幅上升的态势。

图表 4. 天士力母公司及合并的利润率变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

FDA 二期结果助推销售提速

复方丹参滴丸已经正式通过 FDA 二期临床试验，即将进入三期临床。这不仅仅是公司的大事，也是中药行业发展的重要里程碑。随着各类媒体对这一重大事件的宣传和报道，公司的品牌知名度和美誉度将获得极大的提升。与此同时，公司也将利用此次重大事件，加大复方丹参滴丸的学术营销力度，力争复方丹参滴丸获得更大的市场空间和更快的增长。

此外，我们预计，随着公司品牌知名度的提高，公司的所有产品都会出现加速增长的态势，由此可能带来未来几年公司业绩的持续超预期。

天士力之骄股权基本理顺，粉针放量在即

公司中报披露，公司已经于 2010 年 5 月与张平及其关联企业广东天之骄药物开发有限公司（以下简称广东天之骄）签订股权转让协议，受让张平持有的天津天士力之骄药业有限公司（以下简称天士力之骄）20.52%的股权，公司对天士力之骄股权比例由 73.04%增加至 93.56%。

随着天士力之骄股权关系基本理顺，以及注射用益气复脉经过了两年多的临床观察和市场培育之后，注射用益气复脉即将放量增长。我们预计，2010 年益气复脉销售将达到 4,000 万元，2011 年接近亿元。

尿激酶原和注射用丹参总酚酸有望陆续获批，在研品种进展顺利

公司在新药审批程序中的注射用重组人尿激酶原和注射用丹参总酚酸冻干粉针均已经不存在技术问题，均即将进入生产现场检查阶段。注射用重组人尿激酶原新药申报工作已进入药品注册生产现场检查阶段，而注射用丹参总酚酸冻干粉针项目已完成现场工艺核查资料准备工作，力争尽快通过现场核查，取得生产批件。根据相关政策规定，我们预计，尿激酶原的审批较快，有望在今年底获批，而丹参总酚酸粉针则可能需要等到明年才能获批。

值得期待的纯中药降糖药物糖敏灵丸即将完成三期临床，目前正在严格按照国家药品监督管理局有关要求申报生产前的验证工作。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,434	3,993	4,682	5,554	6,600
销售成本	(2,296)	(2,687)	(3,151)	(3,704)	(4,332)
运营费用	(634)	(760)	(852)	(991)	(1,170)
息税折旧前利润	505	545	678	859	1,098
折旧与摊销	(115)	(112)	(114)	(117)	(120)
营业利润(息税前利润)	389	432	564	742	978
净利息收入/(费用)	(71)	(42)	(50)	(56)	(61)
其它盈利/(亏损)	(4)	9	4	5	6
税前利润	315	399	517	691	923
所得税	(64)	(75)	(93)	(124)	(166)
少数股东损益	6	(7)	(3)	(5)	(7)
净利润	256	317	421	562	750
核心净利润	259	315	418	558	745
每股收益(人民币)	0.524	0.649	0.863	1.151	1.536
核心每股收益(人民币)	0.531	0.645	0.857	1.143	1.526
每股股息(港币)	0.400	0.400	0.518	0.691	0.922
收入增长(%)	23	16	17	19	19
息税前利润增长(%)	47	11	30	31	32
息税折旧前利润增长(%)	25	8	25	27	28
每股收益增长(%)	44	24	33	33	33
核心每股收益增长(%)	45	21	33	33	34

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	331	462	477	577	804
应收帐款	705	808	869	1,022	1,205
库存	313	388	441	519	606
其它流动资产	161	184	110	130	152
流动资产合计	1,511	1,841	1,898	2,247	2,767
固定资产	1,345	1,367	1,307	1,245	1,181
无形资产	210	187	183	178	172
其它长期资产	382	630	690	755	826
长期资产合计	1,937	2,184	2,180	2,178	2,179
总资产	3,448	4,025	4,078	4,425	4,946
应付账款	513	651	712	837	979
短期债	621	804	702	602	552
其它流动负债	103	156	130	138	147
流动负债合计	1,236	1,611	1,544	1,577	1,678
长期债	100	225	225	225	225
其它长期负债	19	18	0	0	0
股本	488	488	488	488	488
资本公积	1,424	1,545	1,681	1,989	2,402
股东权益	1,912	2,033	2,169	2,477	2,890
少数股东权益	181	138	141	146	153
负债权益总计	3,448	4,025	4,078	4,425	4,946
每股账面价值(人民币)	3.92	4.17	4.44	5.08	5.92
每股有形资产(人民币)	3.49	3.78	4.07	4.71	5.57
净负债/(现金)(人民币)	0.80	1.16	0.92	0.51	(0.05)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	315	399	517	691	923
折旧与摊销	115	112	114	117	120
净利息费用	71	42	50	56	61
营运资本变动	(148)	(63)	(99)	(116)	(142)
支付所得税	(64)	(75)	(93)	(124)	(166)
其它经营现金流	(28)	(14)	0	0	0
经营活动产生的现金流	260	400	490	623	796
购建固定资产净额	(115)	(117)	(50)	(50)	(50)
投资减少/(增加)	(87)	3	0	0	0
其它投资现金流	22	(265)	(59)	(65)	(71)
投资活动产生的现金流	(179)	(378)	(109)	(115)	(121)
净股本增加	6	2	0	0	0
净负债增加	72	306	(102)	(100)	(50)
支付股息	(146)	(195)	(195)	(253)	(337)
其它筹资现金流	74	(5)	(68)	(56)	(61)
筹资活动产生的现金流	5	108	(366)	(408)	(448)
现金余额变动	86	130	15	100	227
年初现金	246	331	462	477	577
公司自由现金流	81	22	381	508	675
股权自由现金流	82	287	229	353	564

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.7	13.6	14.5	15.5	16.6
息税前利润率	11.3	10.8	12.0	13.4	14.8
税前利润率	9.2	10.0	11.1	12.4	14.0
净利率	7.5	7.9	9.0	10.1	11.4
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.6
利息覆盖倍数	5.5	10.3	11.2	13.4	16.0
净权益负债率(%)	18.6	26.1	19.5	9.5	净现金
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.1	1.3
估值(倍)					
市盈率	67.0	54.1	40.7	30.5	22.9
核心业务市盈率	66.2	54.5	41.0	30.8	23.0
目标价对应核心业务市盈率	86.7	71.3	53.7	40.3	30.2
市净率	9.0	8.4	7.9	6.9	5.9
价格/现金流	65.9	42.8	35.0	27.5	21.5
企业价值/息税折旧前利润	34.8	31.9	25.4	19.8	15.2
周转率					
存货周转天数	44.1	47.6	48.0	47.3	47.4
应收帐款周转天数	73.6	69.2	65.4	62.1	61.6
应付帐款周转天数	47.0	53.2	53.1	50.9	50.2
回报率(%)					
股息支付率	76.3	61.6	60.0	60.0	60.0
净资产收益率	13.4	15.6	19.4	22.7	25.9
资产收益率	9.0	8.7	11.3	13.7	16.2
已运用资本收益率	13.8	13.5	17.4	21.5	25.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371