

**中药III**

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 40.00元

当前股价: 32.96元

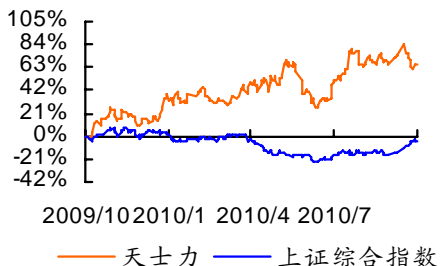
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2975.04
总股本(百万)	488
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	161
EPS (TTM)	0.77
每股净资产(元)	4.45
资产负债率	46.1%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
天士力	0.00	10.60	12.22
上证综合指数	0.00	16.10	-0.81



**相关报告**

《天士力-中期业绩增速超预期, 维持强烈推荐评级》2010-8-10

《天士力-复方丹参滴丸 FDA 二期认证通过带来积极影响, 新品陆续进入收获期》

《天士力-募投资金投向复方丹参滴丸扩产等多个项目, 未来将进入加速增长期》

**天士力**

**600535**

**强烈推荐**

**第3季度业绩继续超预期, 未来新品将逐渐贡献收益**

天士力 10 年 1-9 月实现归属于母公司所有者的净利润 3.23 亿, 比上年同期增长 43.46%, 对应 EPS0.66 元。

**投资要点:**

- **第3季度业绩继续超出市场预期。**1-9月公司实现营收约 33.66 亿, 同比增长 17.64%; 实现归属于母公司所有者的净利润约 3.23 亿, 对应 EPS 约 0.66 元, 其中第 3 季度 EPS 为 0.26 元, 同比增长 45.93%。净利润快速增长的主要原因是销售费用率前 9 月同比下降了 2.64%;
- **医药工业销售有所加快。**主导产品复方丹参滴丸预计前 3 季度增速约 10%, 未来在 FDA 认证和基层放量推动下将继续有所提速; 二线产品方面, 1-9 月养血清脑颗粒预计增速超过 40%, 水林佳和益气复脉粉针也比较理想, 未来将保持较好销售势头;
- **疫苗等新品未来将逐渐贡献收益。**亚单位流感疫苗目前正在组织生产, 预计年内会开始销售。丹酚酸 B 和重组人尿激酶原尚在等待审批, 在研产品糖敏灵丸已基本完成三期临床。此外, 复方丹参滴丸 FDA 三期临床试验前基础工作也正在积极推动中;
- **维持强烈推荐评级。**公司主导产品增势比较良好, 二线产品继续快速增长, 新品将陆续进入收获期。暂不考虑亚单位流感疫苗等新品上市, 我们上调公司 10-12 年的 EPS 分别至 0.90、1.08 和 1.30 元(原为 0.88、1.06 和 1.30 元), 维持强烈推荐的投资评级。

**风险提示:**

- 复方丹参滴丸基数很大, 公司整体业绩保持高速增长势头有一定难度。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3993	4776	5769	6936
同比(%)	16%	20%	21%	20%
归属母公司净利润(百万元)	317	441	529	636
同比(%)	24%	39%	20%	20%
毛利率(%)	32.7%	32.7%	32.9%	32.9%
ROE(%)	15.6%	19.4%	20.2%	22.1%
每股收益(元)	0.65	0.90	1.08	1.30
P/E	50.79	36.45	30.40	25.29
P/B	7.91	7.05	6.15	5.59
EV/EBITDA	30	23	19	17

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1841	2323	2932	3521	<b>营业收入</b>	3993	4776	5769	6936
现金	556	786	1077	1291	营业成本	2687	3214	3869	4653
应收账款	536	641	774	931	营业税金及附加	26	31	37	45
其它应收款	77	93	112	135	营业费用	566	623	764	933
预付账款	89	107	129	155	管理费用	281	315	395	474
存货	388	464	558	671	财务费用	42	55	54	53
其他	195	233	281	338	资产减值损失	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	2184	2207	2223	2222	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	448	449	449	449	投资净收益	7	7	7	7
固定资产	1140	1304	1393	1438	<b>营业利润</b>	391	539	650	779
无形资产	173	160	148	135	营业外收入	14	12	11	12
其他	423	293	233	200	营业外支出	6	6	7	6
<b>资产总计</b>	4025	4530	5155	5743	<b>利润总额</b>	399	545	653	785
<b>流动负债</b>	1611	1739	1898	2088	所得税	75	98	118	141
短期借款	802	802	802	802	<b>净利润</b>	324	447	536	644
应付账款	157	187	225	271	少数股东损益	7	5	7	8
其他	653	750	870	1015	<b>归属母公司净利润</b>	317	441	529	636
<b>非流动负债</b>	243	368	493	618	EBITDA	546	709	837	981
长期借款	225	350	475	600	<b>EPS (元)</b>	0.65	0.90	1.08	1.30
其他	18	18	18	18					
<b>负债合计</b>	1854	2107	2391	2706	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	138	143	150	158	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	488	488	488	488	<b>成长能力</b>				
资本公积	564	564	564	564	营业收入	16.3%	19.6%	20.8%	20.2%
留存收益	982	1228	1562	1827	营业利润	23.4%	37.8%	20.5%	20.0%
归属母公司股东权益	2033	2280	2614	2880	归属于母公司净利润	23.8%	39.3%	19.9%	20.2%
<b>负债和股东权益</b>	4025	4530	5155	5743	<b>获利能力</b>				
					毛利率	32.7%	32.7%	32.9%	32.9%
					净利率	7.9%	9.2%	9.2%	9.2%
					ROE	15.6%	19.4%	20.2%	22.1%
					ROIC	19.8%	25.6%	28.2%	31.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	46.1%	46.5%	46.4%	47.1%
					净负债比率				
					流动比率	1.14	1.34	1.54	1.69
					速动比率	0.90	1.07	1.25	1.36
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.07	1.12	1.19	1.27
					应收账款周转率	7	8	8	8
					应付账款周转率	16.06	18.70	18.76	18.75
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.90	1.08	1.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.03	1.15	1.35
					每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.67	5.36	5.90
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.79	36.45	30.40	25.29
					P/B	7.91	7.05	6.15	5.59
					EV/EBITDA	30	23	19	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

**周锐**, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

**余方升**, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

**余文心**, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

**江琦**, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究;

**王威**, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

**誉猛**, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434