

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



天士力 (600535. SH)

2011年三大看点

投资要点

●**业绩超出预期。**2010年实现营业总收入465159万元、45030万元，同比分别增长16.50%、42.18%。每股收益0.92元，分配方案为10派6元。业绩增长来源于收入的增加、毛利率提升以及费用率的下降。

●**复方丹参滴丸2011年增长加快。**复方丹参滴丸通过美国FDA临床二期试验后，对国内市场销售起到了明显的拉动作用，2010年四季度已经呈现两位数的增长态势。预计随着该品种激励机制的加大，以及国家基本药物制度的推进，2011年将呈现两位数的增长势头。

●**二线品种将继续放量。**二线品种养血清脑颗粒(丸)、芪参益气滴丸、水林佳，2010年都取得了超越30%的增速，表明进入新版医保目录的拉动和公司多年的市场培育已经进入收获期，预计2011年增速在35%以上。

●**新品种上市锦上添花。**公司今年预计有三个新产品丹参多酚酸冻干粉针、生物药重组人尿激酶原、亚单位流感疫苗上市，成为投资的另一亮点。

●**给予“推荐”评级。**预计公司2010、2011、2012年实现净利润6.09亿元、8.04亿元、10.42亿元，同比增长35.18%、32.10%、29.55%，每股收益1.18元、1.56元、2.02元。按照公司2011年40倍PE估值，合理估值47.2元。给予公司“推荐”评级。公司未来发展路径清晰，是中药现代化的典范，战略持有。

医药生物

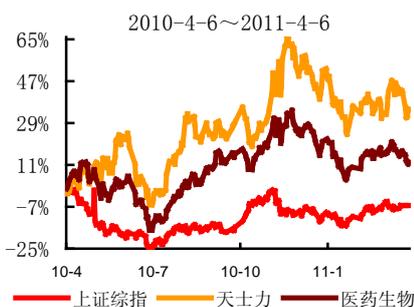
投资评级

本次评级:	推荐
跟踪评级:	调高
目标价格:	47.2

市场数据

市价(元)	36.33
上市的流通A股(亿股)	4.88
总股本(亿股)	5.16
52周股价最高最低(元)	23.72-45.79
上证指数/深证成指	2948.48/12699.42
2010年股息率	2.31%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4652	5505	6457	7477
增长率(%)	16.50	18.34	17.30	15.80
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	450.30	608.74	804.12	1041.71
增长率(%)	42.18	35.18	32.10	29.55
毛利率(%)	33.69	34.20	34.98	35.84
净资产收益率(%)	13.62	15.55	17.04	18.08
EPS(元)	0.87	1.18	1.56	2.02
P/E(倍)	41.66	30.82	23.33	18.01
P/B(倍)	9.37			

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、业绩超出预期	3
二、复方丹参滴丸 2011 年增长加快	4
三、二线品种将继续放量	4
四、新品种上市锦上添花	4
五、公司盈利预测与估值	4
(一) 核心假设	4
(二) 盈利预测和估值	5

图表目录

图 1: 公司近年营业收入	3
图 2: 公司近年净利润	3
图 3: 公司近年盈利水平	3
表 1: 公司收入和毛利预测	4
表 2: 盈利预测表	5
单位: 百万元	
附录: 财务预测表	7

一、业绩超出预期

2010 年实现营业总收入 465,159.11 万元，比上年增长 16.50%，完成净利润（归属于母公司股东）45,030.17 万元，比上年增长 42.18%。每股收益 0.92 元，分配方案为 10 派 6 元。

公司业绩增长来源于收入的增加、毛利率提升以及费用率的下降。我们估计 2010 年复方丹参滴丸有接近 10% 的增长，二线品种养血清脑颗粒、水林佳、荆花胃康颗粒都有 30% 以上的增速，医药商业的增速 17.52%；

毛利率的提升来源于几个方面的原因，其一是规模效应的体现，过程制造精细化使得复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等产品的总收率进一步提高，降低了生产成本；其二是复方丹参滴丸通过美国 FDA 二期临床后，专家和市场认可度进一步提高，招标价有所上升，在该品种的带动下，公司产品整体招标价都有所提高，价格中枢上移；其三是公司的原材料种植有效减弱了成本上升的压力，公司完成了自主培育的丹参品种天丹一号种苗的大规模培育，初步建立了丹参药材溯源体系，建设了三七、黄芪、当归新的种植基地，加大了主要大宗药材的战略储备，保障整体药材资源的优质、安全、稳定及可持续性；最后是商业这块业务，零售药房开始盈利，同时，医院纯销业务占比逐渐加大。根据年报显示数据，医药工业、医药商业毛利率同比分别增长 1.95、1.12。预计今年毛利率水平基本保持平稳。

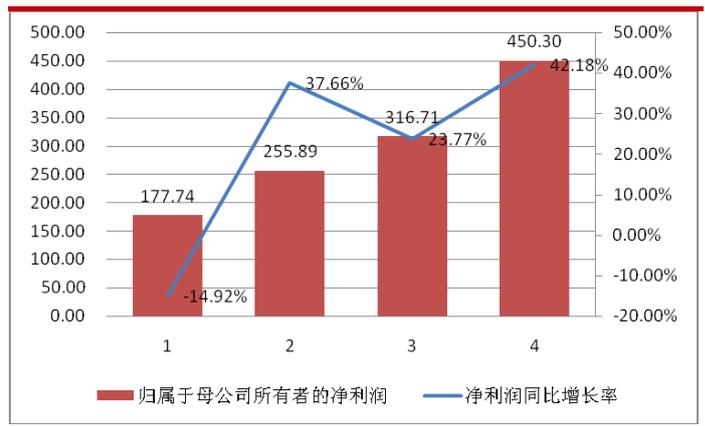
2010 年公司的期间费用率下降明显，销售费用率、管理费用率、财务费用率同比分别下降 0.59、0.47、0.27 个百分点，费用精细化核算成效显著。

图 1：公司近年营业收入



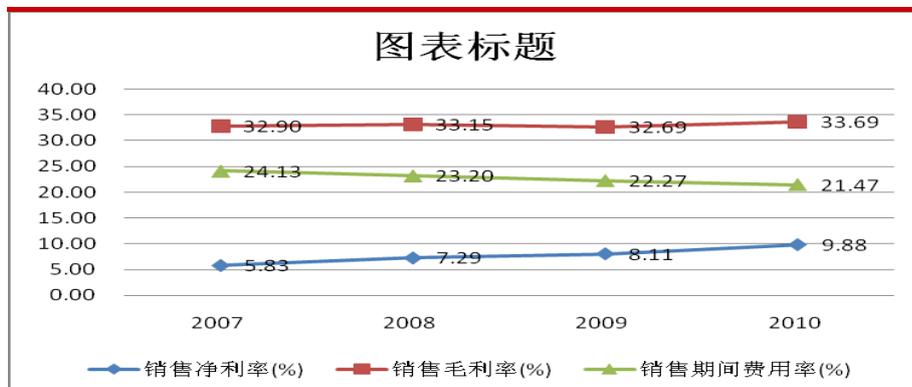
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

二、复方丹参滴丸 2011 年增长加快

公司主打产品复方丹参滴丸成为我国第一例圆满完成向美国食品与药品监督管理局（FDA）申请之 II 期临床试验，并即将进入 III 期临床试验的中成药，标志着中药国际化迈出了关键和有力的一步，更是公司实现跨越式发展的里程碑。III 期临床已经启动，预计 2012 年上半年可以完成。

二期临床充分证明了产品的安全和有效，对于国内市场的销售已经起到了良好的推动作用。去年四季度该产品已经呈现二位数的增长态势，以前大医院不用的科室，以及一些空白市场的小医院，现在都开始进货。目前丹参滴丸的渠道包括医院、OTC 以及基层医疗单位，随着公司对丹参滴丸销售激励机制的加大，以及基本药物制度的推进实施，丹参滴丸今年大放量值得期待，我们预计全年会有两位数的增长。

此外，公司今年还会重点推广 180 粒新包装产品，这个品规一方面能满足患者对成本下降的需求，另一方面也能多方位的满足市场的需要。

三、二线品种将继续放量

2009 年 11 月，公司主要产品复方丹参滴丸、养血清脑丸（颗粒）、水飞蓟宾胶囊（即水林佳）、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、芪参益气滴丸八个产品均入选新版《医保目录》，进入新版医保目录有利地拉动了二线品种的销售。

二线品种养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸、水林佳 2010 年都取得了超越 30% 的增速，血清脑颗粒（丸）销售超过 3 亿，未来有望成为 5 亿元的大品种；水林佳收入过亿。均处于快速增长通道中。预计 2011 年养血清脑颗粒、水林佳、荆花胃康颗粒 2011 年增速在 35% 以上。

四、新品种上市锦上添花

公司今年预计有三个新产品丹参多酚酸冻干粉针、生物药重组人尿激酶原、亚单位流感疫苗上市，成为投资的另一亮点。

“注射用丹参多酚酸针剂”，是中药注射剂注册管理办法实施后第一个通过现场审查中药注射品种，公司今年将完成上市前和上市后的工艺支持和科研保障工作；

“第三代亚单位流感病毒疫苗”是公司控股子公司天士力金纳生物技术（天津）有限公司的产品，已经取得药监局的药品注册批件，于 2010 年 5 月接受国家食品药品监督管理局认证管理中心对该公司进行的 GMP 认证，并于 7 月份获颁药品 GMP 证书；

“注射用重组人尿激酶原”是控股子公司上海天士力药业有限公司的产品，公司正在继续积极推进新药申报相关工作，目前已顺利通过国家药监局药品审评中心的新药注册现场检查，新药注册工作正在继续积极推进中。

五、公司盈利预测与估值

（一）核心假设

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
复方丹参滴丸	129800	144078	159206	175127
增长率	10%	11.00%	10.50%	10.00%
养血清脑颗粒	32500	43875	57038	71297
增长率	30%	35%	30%	25%
水林佳	11830	15971	20762	25952

增长率	30%	35%	30%	25%
荆花胃康颗粒	4680	6318	8213	10267
增长率	30%	35%	30%	25%
其他产品	8152	11005	14306	17883
增长率	20.18%	35%	30%	25%
医药工业总计	186962	221246	259525	300526
增长率	15.07%	18.34%	17.30%	15.80%
毛利率	74.73%	74.73%	74.73%	74.73%
医药商业	275016	316268	354220	389642
增长率	17.52%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%
合计	461977	537514	613745	690168
增长率	15.07%	18.34%	17.30%	15.80%
主营业务成本率	66.27%	65.80%	65.02%	64.16%
毛利率	33.73%	34.20%	34.98%	35.84%

资料来源：民族证券

（二）盈利预测和估值

我们预计公司 2010、2011、2012 年实现营业收入 55.05 亿元、64.57 亿元、74.77 亿元，同比增长 18.34%、17.34%、15.80%；实现净利润 6.09 亿元、8.04 亿元、10.42 亿元，同比增长 35.18%、32.10%、29.55%，每股收益 1.18 元、1.56 元、2.02 元。按照公司 2011 年 40 倍 PE 估值，合理估值 47.2 元。给予公司“推荐”评级。

表 2：盈利预测表

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4652	5505	6457	7477
营业成本	3084	3622	4199	4797
营业税金及附加	31	37	43	50
销售费用	632	716	807	897
管理费用	306	330	355	374
财务费用	62	69	81	93
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0
营业利润	536	731	972	1265
营业外收入	25	20	20	20
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	556	751	992	1285
所得税	96	130	172	223
净利润	459	621	820	1063
少数股东损益	9	12	16	21
归属于母公司所有者的净利润	450	609	804	1042
EBITDA	599	800	1053	1359

EPS (元)	0.87	1.18	1.56	2.02
---------	------	------	------	------

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3172	4105	5289	6695
现金及等价物	1604	1912	2716	3716
应收帐款	848	1004	1177	1363
存货	561	1002	1175	1361
其它流动资产	159	188	220	255
非流动资产	2147	2667	3039	3437
长期股权投资	469	469	469	469
固定资产及其他	1443	1928	2262	2619
投资性房地产	27	27	27	27
无形资产	187	221	259	300
其它非流动资产	22	22	22	22
资产总计	5465	6918	8473	10278
流动负债	1780	1950	2133	2322
短期借款	804	804	804	804
应付帐款	745	875	1014	1159
其它流动负债	231	271	314	359
非流动负债	248	922	1474	2027
长期借款	225	895	1444	1992
其它非流动负债	23	27	31	35
负债合计	2028	2872	3607	4349
少数股东权益	118	131	147	168
归属于母公司所有者权益	3307	3915	4719	5761
负债和股东权益	5453	6918	8473	10278

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	515	385	881	1144
净利润	459	621	820	1063
资产减值准备	8	0	0	0
折旧和摊销	114	150	176	204
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	62	69	81	93
营运资本变动	-122	-455	-197	-217
投资收益	-6	0	0	0
投资活动现金流	-197	-670	-548	-603
资本支出	-174	-670	-548	-603
其它	-24	0	0	0
融资活动现金流	738	605	472	459
权益性融资	794	0	0	0
负债净变化	5	674	553	553
财务费用	-62	-69	-81	-93
现金净增加额	1055	320	804	1000
期初现金余额	536	1591	1912	2716
期末现金余额	1591	1912	2716	3716

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4652	5505	6457	7477
营业成本	3084	3622	4199	4797
营业税金及附加	31	37	43	50
销售费用	632	716	807	897
管理费用	306	330	355	374
财务费用	62	69	81	93
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0
营业利润	536	731	972	1265
营业外收入	25	20	20	20
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	556	751	992	1285
所得税	96	130	172	223
净利润	459	621	820	1063
少数股东损益	9	12	16	21
归属于母公司所	450	609	804	1042
EBITDA	599	800	1053	1359
EPS (元)	0.87	1.18	1.56	2.02

主要财务比率

成长能力				
营业收入	16.5%	18.3%	17.3%	15.8%
营业利润	36.9%	36.5%	33.0%	30.2%
归属母公司净利	42.2%	35.2%	32.1%	29.5%
获利能力				
毛利率	33.7%	34.2%	35.0%	35.8%
净利率	9.7%	11.1%	12.5%	13.9%
ROE	13.6%	15.5%	17.0%	18.1%
ROIC	11.1%	11.5%	12.2%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	37.1%	41.5%	42.6%	42.3%
流动比率	1.8	2.1	2.5	2.9
速动比率	1.5	1.6	1.9	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7
应收帐款周转率	5.5	5.5	5.5	5.5
应付帐款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)				
每股收益	0.87	1.18	1.56	2.02
每股经营现金	1.00	0.75	1.71	2.21
每股净资产	6.40	7.58	9.14	11.16
估值比率				
P/E	41.7	30.8	23.3	18.0
P/B	5.7	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	44.1	33.0	25.1	19.4

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn