

天士力 (600535)

买入 (维持)

产品梯队清晰, 延续较快增长

市场数据

报告日期	2014-10-27
收盘价(元)	40.56
总股本(百万股)	1032.84
流通股本(百万股)	1032.84
总市值(百万元)	41892.10
流通市值(百万元)	41892.10
净资产(百万元)	4610.7
总资产(百万元)	12042.64
每股净资产	4.46

相关报告

《工业平稳较快增长, 研发项目不断推进》2014-08-10
《大股东及关联方参与定增, 看好公司长期发展》2014-06-17
《工业收入增长稳健, 现金流有所改善》2014-04-22

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn
S0190513080003

项军

xiangjun@xyzq.com.cn
S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	11098	13480	16316	19704
同比增长(%)	18.8%	21.5%	21.0%	20.8%
净利润(百万元)	1100	1436	1853	2362
同比增长(%)	29.4%	30.5%	29.1%	27.5%
毛利率(%)	36.5%	37.5%	38.2%	38.7%
净利润率(%)	9.9%	10.7%	11.4%	12.0%
净资产收益率(%)	28.7%	29.3%	27.4%	25.9%
每股收益(元)	1.07	1.39	1.79	2.29
每股经营现金流(元)	0.34	0.65	1.05	1.75

投资要点

事件:

近日, 天士力公布了 2014 年中报, 报告期内公司实现销售收入 92.07 亿元, 同比增长 13.86%, 净利润 11.40 亿元, 同比增长 26.30% (扣非后 11.26 亿元, 同比增长 37.21%), EPS1.10 元。

点评:

公司的当期业绩符合我们此前的预期 (25-30%)。

- **工业继续保持较快内生性增长, 产品梯队健全:** 报告期内, 公司整体收入增长 13.86%, 公司收入增幅较为平缓的原因主要还是商业业务的增长缓慢 (公司医药商业收入增长仅为 6.95%)。而占据主要利润的**工业业务可比口径的增速依然在 24.68%**, 与中报相比差别不大。毛利润率方面, 当期母公司的整体毛利润率下滑略超过 2 个百分点, 主要系转固折旧增加等因素影响所致。在利润端, 由于公司同比口径涉及诸多调整因素 (1、根据 2014 年 3 月公司的董事会决议, 其将 1 年以内应收账款计提比例从 5% 下调至 1%, 而一年以上的应收账款计提比例均有所延长, 因此 2014 年前三季度, 公司归属于母公司的净利润相应增加 6597.14 万元; 2、2013 年公司出售投资性房地产天恒大厦取得处置净收益 2900 余万元; 3、2013 年 6 月份公司合并同一控制下的帝益药业影响同比比较口径变化; 同时因收购帝益而同比增加财务费用; 4、2013 年 9 月起合并天地药业 45% 股权净利润), 我们排除上述因素推算公司可比口径的利润增长仍在 25% 左右,

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- 而在具体品种上我们预计丹滴依然保持了接近 15% 的增速(母公司当期收入增速较慢可能主要是与商业公司结算情况相关), 而二线品种及子公司中的注射剂增速可能更快, 上述经营业绩对于天士力这样大体量的行业领军企业已实属不易, 考虑到 2013 年 Q4 的基数不高(母公司四季度单季收入增速分别为 44.5%、22.24%、31.62% 和 12.99%), 预计全年公司继续保持平稳较快业务发展态势将是大概率事件。
- **在研项目继续, 激励机制不断完善:** 报告期内公司继续推进各类研发及技改项目, 当期丹滴 FDA III 期临床试验申报项目稳步展开。在研品种止动颗粒(适用于小儿多动症)、青术颗粒(适用于原发性急性痛性关节炎)也正在申报新药证书或申请批件。而在生产领域, 2014 年 2 月“现代中药固体制剂扩产建设项目”完成技术改造, 并顺利实施了包括颗粒剂、胶丸、浓缩丸三个剂型四个产品在内的生产车间的转移; 公司 E01 项目(丹参胶囊)顺利通过了欧盟的现场检查, 并取得欧盟的 GMP 认证证书, 标志着该产品生产工艺和质量管理体系已达到欧盟标准。在激励价值方面, 前期公司已公告计划以 33.59 元/股的价格对特定对象进行非公开增发, 募集资金总额不超过 25 亿元且不低于 12 亿元, 此后大股东也公告了计划发行可交换债券的公告(我们认为此举也为集团公司参与此次增发创造了有利的资金条件)。由于此次定增计划的参与方涉及大股东及诸多核心管理层, 有利于有效绑定管理团队利益, 可以起到长期激励作用, 也显示公司经营团队对企业中长期发展的信心, 而未来随着募集资金的到位, 公司现金储备将进一步丰富, 这无疑将有助于增强公司营销能力和研发实力, 并为其通过对同业企业的整合, 丰富公司产品线, 提升公司市占率创造有利条件。
- **财务指标整体稳健:** 报告期内, 公司各项财务数据总体正常, 当期末公司应收账款 35.75 亿元, 同比增长 50.47%, 快于工业收入增速, 主要系公司工业产品销售规模扩大, 强化基药及县医院市场终端, 供应链相对加长, 而商业业务加强医院等终端销售, 导致回款期相对较长所致, 当期公司经营性净现金流为 5.69 亿元, 较去年同时大幅好转, 也显示了其较好的盈利质量。在费用率方面, 当期公司销售费用与管理费用分别同比增长 10.80% 和 2.03%, 增幅均略慢于收入增幅, 费用率呈现稳中略降态势, 显示出了一定的规模效应。总体而言公司整体财务状况稳健, 财务风险可控。
- **盈利预测:** 总体而言, 我们认为公司三季报依然保持此前平稳较快的内生性增长, 财务指标稳定, 各个研发、生产类项目也在积极推进, 全年预期良好, 而其长期激励机制也在不断完善。作为国内中药现代化的龙头企业, 公司牢牢把握原料、产品、销售这三大价值链上的关键环节, 布局心脑血管市场, 在通过基层推广、FDA 认证、适用症扩展继续深耕丹滴的同时, 不断推出二三线产品。我们继续看好公司强大营销网络、不断丰富的产品线及未来可持续发展的稳定增长, 同时也关注公司在完成管理层新老交替后外延式并购加速的可能, 以及 FDA III 期临床试验为公司可能带来的国际规范市场空间与国内定价权提升。我们维持公司 2014-2016 年 EPS1.39、1.79、2.29 元的盈利预测,

对应估值分别为 29、23、18 倍，维持对其的“买入”评级。

- **风险提示：**丹滴增速减缓；受不同省份招标政策的影响、注射剂新产品推广进度低于预期。

表 1、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	3011	3012	3096	3098	0.1%	9342	11098	18.8%
营业成本	1859	1931	1884	1973	4.7%	6162	7043	14.3%
毛利	1153	1081	1212	1125	-7.2%	3180	4055	27.5%
销售费用	380	454	409	436	6.5%	1293	1553	20.1%
管理费用	391	200	132	98	-25.6%	576	814	41.4%
财务费用	45	63	68	80	17.1%	106	148	39.5%
资产减值	11	-64	4	14	223.7%	90	58	-36.1%
公允价值	0	-0	-0	0	-100.0%	0	0	204.2%
投资收益	1	-1	4	-1	-128.9%	5	4	-22.9%
营业利润	303	409	577	479	-17.0%	1049	1401	33.6%
利润总额	320	414	577	487	-15.6%	1080	1418	31.3%
净利润	198	282	462	396	-14.4%	850	1100	29.4%
EPS	0.191	0.273	0.448	0.383	-14.4%	1.646	1.065	-35.3%
销售费用率	12.6%	15.1%	13.2%	14.1%	0.9%	13.8%	14.0%	0.2%
管理费用率	13.0%	6.6%	4.3%	3.2%	-1.1%	6.2%	7.3%	1.2%
财务费用率	1.5%	2.1%	2.2%	2.6%	0.4%	1.1%	1.3%	0.2%
所得税率	28.5%	17.0%	17.6%	16.2%	-1.4%	17.2%	17.7%	0.5%
毛利率	38.3%	35.9%	39.1%	36.3%	-2.8%	34.0%	36.5%	2.5%
净利润率	6.6%	9.4%	14.9%	12.8%	-2.2%	9.1%	9.9%	0.8%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5850	6580	8041	10576
货币资金	955	1213	1468	2579
交易性金融资产	85	85	85	85
应收账款	2052	2023	2595	3244
其他应收款	102	186	181	224
存货	1265	1443	1763	2116
非流动资产	4363	4424	4659	4798
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	412	412	412	412
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2191	2682	3018	3271
在建工程	734	442	296	223
油气资产	0	0	0	0
无形资产	370	343	316	289
资产总计	10212	11004	12700	15374
流动负债	4990	5550	5485	5515
短期借款	1799	2020	1549	1200
应付票据	603	762	889	1078
应付账款	887	1264	1317	1637
其他	1700	1504	1731	1600
非流动负债	1079	1174	1174	1174
长期借款	72	169	169	169
其他	1007	1005	1005	1005
负债合计	6069	6724	6659	6689
股本	1033	1033	1033	1033
资本公积	230	230	230	230
未分配利润	2048	2999	4694	6854
少数股东权益	311	392	490	610
股东权益合计	4143	5298	7249	9731
负债及权益合计	10212	12022	13908	16420

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1100	1436	1853	2362
折旧和摊销	206	28	28	28
资产减值准备	26	-4	39	48
无形资产摊销	41	28	28	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	148	129	155	180
投资损失	-4	-5	-5	-5
少数股东损益	66	81	98	120
营运资金的变动	686	1093	1028	932
经营活动产生现金流量	874	670	1083	1808
投资活动产生现金流量	-889	-142	-202	-170
融资活动产生现金流量	104	-270	1045	1020
现金净变动	89	259	1926	2659
现金的期初余额	1039	955	1213	1468
现金的期末余额	1128	1213	3140	4128

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	11098	13480	16316	19704
营业成本	7043	8425	10090	12078
营业税金及附加	95	110	137	163
销售费用	1553	1901	2268	2719
管理费用	814	1024	1240	1478
财务费用	148	129	155	180
资产减值损失	58	65	78	90
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5
营业利润	1401	1831	2353	3002
营业外收入	35	35	35	35
营业外支出	18	20	20	20
利润总额	1418	1846	2368	3017
所得税	252	329	417	535
净利润	1166	1516	1951	2482
少数股东损益	66	81	98	120
归属母公司净利润	1100	1436	1853	2362
EPS(元)	1.07	1.39	1.79	2.29

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	18.8%	21.5%	21.0%	20.8%
营业利润增长率	33.6%	30.6%	28.5%	27.6%
净利润增长率	29.4%	30.5%	29.1%	27.5%
盈利能力(%)				
毛利率	36.5%	37.5%	38.2%	38.7%
净利率	9.9%	10.7%	11.4%	12.0%
ROE	28.7%	29.3%	27.4%	25.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	59.4%	55.9%	47.9%	40.7%
流动比率	1.17	1.19	1.47	1.92
速动比率	0.91	0.92	1.14	1.52
营运能力(次)				
资产周转率	1.21	1.27	1.38	1.40
应收帐款周转率	6.23	6.27	6.70	6.40
每股资料(元)				
每股收益	1.07	1.39	1.79	2.29
每股经营现金	0.34	0.65	1.05	1.75
每股净资产	3.71	4.75	6.54	8.83
估值比率(倍)				
PE	38.07	29.18	22.61	17.74
PB	10.93	8.54	6.20	4.59

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。