

天士力(600535)/13.13 元

维持全年预期不变

孙怀宇, CFA

86-755-82943260

sunhy@ccs.com.cn

非周期性消费品·中药

估值区间: 14.0 - 15.5 元

谨慎推荐 A(维持)

天士力公布了其 2005 年中期报告。最终业绩符合预期, 但部分新品种增长滞后。

- **收入和净利润均取得两位数增长。**2005 年上半年, 天士力实现主营业务收入 61,936 万元, 净利润 6,961 万元, 同比分别增长 16.3% 和 15.6%; 每股收益 0.24 元。
- **新增收入主要来自商业, 综合毛利率下降。**1-6 月的主营收入中, 医药工业部分同比增长了 5.1%, 医药商业部分则增长了 86.2%; 两者的毛利率分别为 68.9% 和 2.9%。利润率极低的商业尽管带来了新增收入, 但却导致综合毛利率从去年同期的 61.4% 降至 53.1%。
- **费用明显收缩。**公司的管理费用和营业费用双双下降。其中, 广告费和科研费的削减幅度接近 40%。费用的压缩使得在毛利率下滑的情况下, 公司的营业利润率不降反升。
- **经营性现金流持平, 负债率上升。**行业整体资金紧张导致天士力上半年的新增商业销售主要表现为应收票据, 经营性现金流同比持平, 未随收入增加。公司继续增加了贷款规模, 年中的资产负债率达到 40.7%。
- **部分新品种增长未达预期。**估计上半年复方丹参滴丸的增长率 5% 左右。养血清脑颗粒收入在 1 亿元以下, 但全年超 2 亿应该不成问题。新产品中, 水林佳表现最好, 上半年有可能已实现超过 1500 万元的销售额。但是, 荆花胃康胶丸和穿心莲内酯的销售则未达预想。
- **暂不大幅调整产品预测。**虽然工业收入上半年增长迟缓, 但我们暂时不会对各产品, 特别是新品种的全年预测进行大幅的调整。这是基于公司下半年的表现一贯好于上半年, 且管理层也并没有调低各新产品的销售目标。
- **继续看好公司的长期发展前景,**维持“谨慎推荐-A”的投资评级。

上证指数: 1138.88

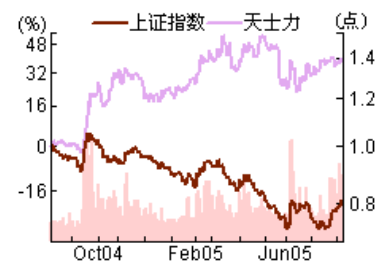
股本数据

A 股总股本(万)	28500
流通 A 股(万)	7500
流通市值(亿)	9.85

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-7.64	-7.46
6 个月(%)	0.58	12.3
1 年(%)	38.9	58.8
52 周波动(元)	9.3 - 14.6	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

看好日益丰富的产品群

2/1/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	130184	151092	176697	198532
同比增长率(%)	23.3%	16.1%	16.9%	12.4%
营业利润(万元)	21759	25157	30832	37129
同比增长率(%)	22.0%	15.6%	22.6%	20.4%
净利润(万元)	17128	19738	24211	29193
同比增长率(%)	21.3%	15.2%	22.7%	20.6%
主营利润率(%)	59.6%	59.3%	59.8%	60.9%
营业利润率(%)	16.7%	16.7%	17.4%	18.7%
净利润率(%)	13.2%	13.1%	13.7%	14.7%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.60	0.69	0.85	1.02
每股净资产(元)	4.21	4.60	5.15	5.88
净资产收益率(%)	14.3%	15.0%	16.5%	17.4%
每股股息(元)	0.30	0.30	0.30	0.30
股息收益率(%)	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
负债率(%)	37.5%	35.3%	34.3%	32.6%
P/E(倍)	21.8	19.0	15.5	12.8
P/B(倍)	3.1	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA(倍)	12.9	11.5	9.6	8.2

收入增长主要来自商业

2005 年上半年，天士力实现主营业务收入 61,936 万元，净利润 6,961 万元，同比分别增长 16.3%和 15.6%；每股收益 0.24 元。

上半年，公司的综合主营利润率为 53.1%，而去年同期是 61.4%。我们认为下降主要由收入结构导致。根据披露的数据，1-6 月的主营收入中，医药工业部分同比增长了 5.1%，医药商业部分则增长了 86.2%；两者的毛利率分别为 68.9%和 2.9%。利润率极低的商业虽然带来了新增收入，但却不可避免地导致了综合毛利率的下降。此外，工业部分本身的毛利率也降低了 3.5%。最终，公司的主营业务利润同比没有增加。

天士力 2005 年上半年主营收入结构及毛利率

	主营业务收入	收入同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比增长 (%)
医药工业	48289	5.1	68.9	-3.5
医药商业	13647	86.2	2.9	0.2
合计	61936	16.3	54.4	-8.4

数据来源：公司 2005 年中报。收入单位：万元。

费用明显收缩

在工业增长缓慢，“开源”暂时难有成效的情况下，天士力的“节流”力度开始加强。上半年，公司的营业费用从去年的 1.6 亿元降至 1.4 亿元，管理费用从 9147 万元减至 8557 万元。其中，广告费和科研费的削减幅度较大，接近 40%。费用的压缩使得在毛利率下滑的情况下，公司的营业利润率不降反升（去年 12.8%，今年 13.1%），从而保证了上半年净利润的两位数增长。

部分费用明细

项目	2005 上半年	2004 上半年	变化
差旅费	6657	6199	7.4%
广告费	2163	3502	-38.2%
科研费	1092	1783	-38.8%
业务招待费	2038	1136	79.4%
会务费	3605	3465	4.3%
合计	12310	16086	-23.5%

数据来源：公司 2005 年中报。收入单位：万元。

经营性现金流持平，借款上升

由于银行紧缩银根，医药商业公司竞争加剧等原因，今年以来，药品销售渠道的各层面均出现了资金紧张的现象。这在天士力身上也有一定反映。具体体现在，公司上半年基

本没有新增应收账款（这当然是值得肯定的），但应收票据却从期初的 1.5 亿元升至 2.4 亿元。新增票据主要是商业承兑汇票，其安全性虽较应收账款高，但我们仍将跟踪这一科目的变化情况。由于商业销售的增量主要表现为应收票据，天士力上半年的经营性现金流并未随收入增加，而是同比持平。

2005 年中期应收票据明细

种类	期末数	期初数
银行承兑汇票	12665	13035
商业承兑汇票	11569	1873
合计	24234	14908

数据来源：公司中报。单位：万元。

与此同时，公司继续增加了贷款规模，新增短期借款 9000 万和长期借款 8000 万，以支持对中药粉针、中药提取等大型项目的固定资产投资。年中的资产负债率达到 40.7%。

目前不对全年的分产品预测进行大幅调整

公司没有披露具体的产品销售额。我们估计复方丹参滴丸的增长率应与工业基本同步，即 5% 左右，和我们全年的预期增幅一致。养血清脑颗粒上半年销售收入在 1 亿元以下，但全年超 2 亿应该不成问题。新产品中，水林佳表现最好，上半年有可能已实现超过 1500 万元的销售额（去年全年约 1700 万元）。但是，荆花胃康胶丸和穿心莲内酯的销售则未达预想，令人失望。

不过，虽然工业收入上半年增长迟缓，但我们暂时不会对天士力各产品，特别是新品种的全年预测进行大幅的调整。这是基于公司下半年的表现一贯好于上半年，且管理层也并没有调低各新产品的销售目标。

天士力主营业务预测表

产品大类	2004		2005E		2006E		2007E	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
复方丹参滴丸	87707	75.0%	92092	75.0%	96697	75.0%	101532	75.0%
养血清脑颗粒	14500	60.0%	22000	60.0%	25000	60.0%	28000	60.0%
藿香正气滴丸	1500	60.0%	2000	60.0%	3000	60.0%	3000	60.0%
荆花胃康胶丸	2000	70.0%	3500	70.0%	7000	70.0%	10000	70.0%
水林佳	1700	60.0%	4000	60.0%	6000	60.0%	8000	60.0%
穿心莲内酯			3000	70.0%	5000	70.0%	7000	70.0%
尿激酶原					2000	85.0%	5000	85.0%
中药粉针			500	70.0%	6000	70.0%	10000	70.0%
其他	22777	3.0%	24000	3.0%	26000	3.0%	26000	3.0%
主营收入合计	130184	60.9%	151092	60.6%	176697	61.1%	198532	62.2%

数据来源：招商证券研发中心

投资建议

在去年底的中药行业投资策略报告和今年初的公司年报回顾中，我们给予了存在定价折扣的天士力以“强烈推荐-A”的评级。之后，随着短期内股价的明显上涨，我们在行业月报中将评级下调至“谨慎推荐-A”。

虽然天士力上半年的新产品开拓情况低于我们的设想，但从公司的经营目标、费用控制、以及下半年高于上半年的规律来判断，我们目前不准备调低 2005 年全年的盈利预测。此外，基于对产品梯队未来发展前景的认可，我们也坚守 06-07 年的业绩预测。投资评级维持“谨慎推荐-A”。

附：财务预测表（万元）

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	39064	37809	45461	61120
应收帐款	22014	25550	29880	33572
其他应收款	2980	2980	2980	2980
存货净额	8367	9793	11287	12332
流动资产合计	109724	116959	136788	162096
长期投资合计	12809	12809	12809	12809
固定资产合计	86368	91117	93933	94816
无形资产	10028	8884	7740	6596
资产总计	220102	230443	251444	276316
短期借款	45373	45000	45000	45000
应付帐款	3862	4520	5209	5691
预收帐款	1379	1600	1871	2102
流动负债合计	80127	79806	84692	88411
长期借款	0	0	0	0
长期应付款	1600	1600	1600	1600
负债合计	82642	81406	86292	90011
少数股东权益	17435	17823	18277	18788
股本	28500	28500	28500	28500
资本公积金	56665	56665	56665	56665
留存收益	34861	46049	61710	82353
股东权益合计	120026	131214	146875	167518
负债权益总计	220102	230443	251444	276316

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	130184	151092	176697	198532
减：主营业务成本	50924	59603	68694	75053
主营业务税金及附加	1690	1962	2294	2578
主营业务利润	77570	89527	105708	120901
加：其他业务利润	(6)	0	0	0
营业费用	32590	37824	44234	49700
管理费用	20947	24311	28431	31945
财务费用	2267	2234	2211	2127
营业利润	21759	25157	30832	37129
加：投资收益	(66)	0	0	0
补贴收入	5	0	0	0
营业外收入	80	0	0	0
减：营业外支出	244	0	0	0
利润总额	21534	25157	30832	37129
减：所得税	4072	5031	6166	7426
减：少数股东损益	335	388	454	510
净利润	17128	19738	24211	29193

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	20327	24082	26414	33336
投资活动现金流量净额	(47980)	(9000)	(8000)	(7000)
筹资活动现金流量净额	53019	(16337)	(10761)	(10677)
现金期末余额	86079	37809	45461	61120
现金期初余额	60713	39064	37809	45461
现金净增加额	25366	(1255)	7652	15658

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

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。本报告版权归招商证券所有。