



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

制药:化学成药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001  
(8621) 2032 8310  
jun.wang@bocichina.com

\*寇嘉焯为本报告重要贡献者

## 天士力中报点评

2012年1-6月,天士力(600535.SS/人民币47.62,未有评级)实现营业收入41.73亿元,同比增长39.41%;归属于上市公司股东净利润4.04亿元,同比增长12.08%;实现每股收益0.78元。净利润增速表现数字较低是因为2011年同期公司转让天津汇商4.35%股权获得7,378万元投资收益且孙公司获得财政补贴3,334万元,剔除该因素影响,报告期扣非后归属于母公司净利润3.98亿元,同比增长40.07%,对应每股收益0.77元;同期公司每股经营性现金流0.55元,同比大幅增长206.56%,经营状况较好。

报告期内,公司医药工业实现营业收入15.44亿元,同比增长39.69%,营业利润率同比小幅减少0.38个百分点至74.51%;医药商业实现营业收入26.07亿元,同比增长39.25%,营业利润率同比增加0.12个百分点至5.23%。公司工商并进,增长势头良好。

在产品线方面,公司自2011年4季度起逐步加大了对复方丹参滴丸在基层市场销售方面的投入,其主要二线品种也受各省招标陆续到位影响表现良好。在12年基药实施范围逐渐扩大以及公司学术推广力度加强的带动下,我们预计报告期内复方丹参滴丸同比增长约18%。受新进部分省市地方基药目录影响,医保品种养血清脑颗粒继续放量,预计报告期保持同比40%以上的高增长。新进医保目录品种水林佳增长势头良好,我们预计该品种同比增速约35-40%。后续梯队产品在较小的基数下高速增长,预计益气复脉粉针在新进部分省市地方医保目录与学术推广力度加强的带动下,同比增长约100%。

我们认为2012年公司将继续加强基层市场销售投入。一线品种复方丹参滴丸仍会有15%-20%的同比增速,我们预计全年销售额接近19亿元;同时该品种FDA III期全球多中心临床试验有望在下半年启动,预计将为产品学术推广带来积极影响。受益于新进医保目录与地方基药目录影响,二线品种养血清脑颗粒、水林佳有望继续维持40%左右的高速增长。后续梯队产品芪参益气滴丸与益气复脉粉针仍处于快速成长期,预计全年销售额有望接近1.5亿。我们预计二线品种和后续梯队产品高增长拉动全年医药工业收入同比增速接近35%。同时,我们也看好丹参多酚酸注射剂与重组人尿激酶原(已入选财政部2012年拟支持项目)这两大潜在重磅品种的未来市场需求。公司核心产品线仍将以心脑血管治疗领域为主,由口服制剂逐渐扩展到中药注射剂领域与生物制剂领域,并将针对多发、易发疾病治疗领域适当布局,这将为公司的长期持续成长贡献动力。我们建议投资者予以积极关注。

**图表 1. 公司主要产品情况**

主要产品	适用症	2011 年销售额 (元)	2012 年预期销售额 (元)	产品动态
复方丹参滴丸	冠心病、心绞痛	约 16.1 亿	约 19.0 亿	FDA 三期临床试验筹备与国内扩大适用症四期临床试验顺利进行
养血清脑颗粒	慢性脑供血不足	约 3.8 亿	约 5.4 亿	新进十余个省市地方基药目录, 换包装后推广顺利
水林佳	脂肪肝	约 1.5 亿	约 2.1 亿	新进医保目录, FDA 申请排队
荆花胃康胶囊	胃炎、消化道溃疡	约 0.6 万	约 0.8 亿	解决原料问题, 提取车间通过 GMP 认证, 医院终端销售增长良好
芪参益气滴丸	心肌损伤, 心功能减退	约 0.7 亿	约 1.4 亿	进入医保, 大量的循证医学研究并完成心梗治疗二期临床工作; FDA 申请排队
益气复脉粉针	冠心病、心绞痛	约 0.7 亿	约 1.5 亿	新进十余个省市目录, 四期临床推动学术营销顺利
藿香/柴胡/穿心莲内酯滴丸	呼吸道感染	约 0.7 亿	约 0.9 亿	部分品种可替代抗生素; 类似植物类试剂品种在申报
丹参多酚酸注射剂	脑梗	0	约 0.3 亿	力推进入地方医保; 销售队伍已建立; 与绿谷产品差别定位
重组人尿激酶原	心梗	0	约 500 万	脑梗治疗临床试验启动
亚单位流感疫苗	流感	0	约 800 万	考虑合作形式转移的可行性
康美灵丸	糖尿病血糖控制	0	--	完成三期临床
青竹颗粒	痛风	0	--	完成三期临床
五灵颗粒	小儿多动症	0	--	完成三期临床

资料来源: 公司资料及中银国际研究

**图表 2. 公司上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比变动(%)
营业收入	2,993.5	4,173.2	39.4
营业税及附加	20.7	30.8	49.2
销售及营销费用	368.2	524.0	42.3
管理费用	166.0	193.5	16.6
财务费用	21.2	41.8	96.9
资产重估损失	13.9	34.8	150.5
营业成本	2,067.5	2,880.2	39.3
投资收益	79.0	1.9	(97.6)
营业利润	415.0	470.0	13.3
营业外收入	35.6	9.0	(74.6)
营业外支出	0.3	1.2	300.0
税前利润	450.3	477.9	6.1
所得税	74.1	72.7	(1.9)
税后利润	376.2	405.1	7.7
少数股东权益	15.8	1.3	(92.1)
净利润	360.3	403.9	12.1
全面摊薄每股收益(人民币)	0.70	0.78	11.4
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	30.9	31.0	
营业利润率	13.9	11.3	
净利率	12.0	9.7	

资料来源: 公司资料

图表 3. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	4,651.59	6,569.66	8,060.88	9,695.24	11,484.55
变动(%)	16.50	41.23	22.70	20.28	18.46
归属母公司的股东净利润(百万元)	450.30	610.81	729.99	924.90	1,138.17
变动(%)	42.18	35.64	19.51	26.70	23.0
每股收益(元)	0.872	1.183	1.414	1.791	2.204
市盈率(倍)	46.74	35.46	33.69	26.59	21.61
每股经营现金流(元)	0.760	0.260	1.147	1.426	2.122

资料来源: 公司资料及万得资讯

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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