



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：中药

王军

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

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉焯为本报告重要贡献者

天士力中报点评：成长期的阵痛

天士力(600535.CH/人民币 45.88, 未有评级)发布中期业绩报告，报告期公司实现销售收入 54.02 亿元，同比增长 28.76%，实现归属于母公司所有者净利润 6.01 亿元，同比增长 34.85%，扣非后归属于母公司所有者净利润 5.21 亿元，同比增长 31.20%，略低于 35% 左右的市场预期。

我们试图从成长阶段来解读公司的中期业绩，目前公司仍处于快速成长期，并未进入到相对稳定的成熟期，我们认为该阶段下壮大公司规模、加速公司成长更具有意义，成长是第一位的。

报告期公司医药工业实现收入 23.13 亿元，同比增长 30.53%，略低于此前相对较高的市场预期。我们认为主要原因有二：一是市场此前过于乐观的估计复方丹参滴丸的业绩增速，复方丹参滴丸 12 年已达到约 18 亿元的规模（约占 12 年工业收入的 56% 左右），已占据复方丹参类口服制剂 95% 以上的市场份额，近 3,000 人的销售团队也已使终端覆盖 100% 的三级医院、80% 以上的二级医院和 80% 左右的基层医疗机构，2006 年以来的“二次增长”的动力很大程度上已经体现，在行业增速下滑、新农合支出收紧的背景下，寄希望于维持高于行业增速的成长速度已然不大现实。二是公司第二大品种养血清脑颗粒产能尚未完全释放（约占 12 年工业收入的 15% 左右），可以供给市场需求，但大规模铺货肯定存在一定难度，我们认为这需要等待新产能的释放，届时随着各省基药招标的结束和基药“上下联动”政策的明朗，养血清脑系列将获得更大的成长机会。报告期公司其他品种仍处于快速增长阶段，芪参益气滴丸、穿心莲内酯滴丸等都维持 35-45% 左右高增长；注射用丹参多酚酸已进入多个省地方医保目录，并完成多省招标工作，但由于基数原因支撑公司整体业绩增长尚需要时间。就医药工业而言，公司费时多年打造的优质产品线依然是最值得看重的资产，也是支撑公司未来业绩成长的关键点。

报告期公司完成对于江苏帝益的并表。江苏帝益 1-5 月净利润作为非经常性损益并表，6 月净利润作为经常性收益并表。江苏帝益 1-6 月实现销售收入 3.22 亿元，净利润 6,914.22 万元，业绩好于预期。考虑到并购时承诺帝益三年复合增长率不低于 25%，我们对于帝益业绩较有信心。我们预计 13 年帝益并表将贡献 0.08 元左右的当年每股收益。

报告期公司医药商业收入 30.09 亿元，同比增长 25.58%；相对于同期华北区主要医药商业公司业绩增速回落至 25%、甚至是 20% 以下，同期华东区医药商业公司业绩增速仅有个位数的情况，我们认为公司商业增速能够维持实属不易。考虑到医药商业对于公司的意义，以及全国医药商业整体经营环境的恶劣，我们认为加快向下终端拓展的战略更加符合商业定位与环境需求，也更加符合公司快速成长的需要，我们认为公司应收账款的快速增长可以解释。此外，基于职工薪资上涨的激励也对公司现金流造成一定压力。

分业务来看, 报告期公司医药工业毛利率为 74.77%, 医药商业毛利率为 5.21%, 波动较为有限。由于工业业务增速更高, 整体毛利率水平有所提升。母公司毛利率为 63.32%, 同比下降 2.59 个百分点, 我们认为这与高毛利的复方丹参滴丸收入比重下降有关。报告期母公司销售费用率为 22.63%, 相较 12 年同期 24.77% 同比下降 2.14 个百分点, 结合产品收入情况, 我们认为这或意味着相关产品拓展较为顺利; 管理费用率同比也有所下降。合并报表后公司整体销售费用率与管理费用率分别为 13.95% 和 5.49%, 同比环比均有所提升, 我们认为这或由合并口径与计提比例所致。报告期公司整体净利率水平为 11.61%, 相较 12 年同期 10.65% 的水平有所提升。

我们预计剔除帝益并表影响, 公司 13 年将实现 1.00 元的每股收益; 加上帝益影响 13 年每股收益将达 1.08 元; 未来 3 年公司将保持 30% 左右的复合增速。目前公司股价相当于 2013 年业绩的 42 倍市盈率水平, 相当于 2014 年 33 倍市盈率水平, 不考虑丹滴国际化对于公司整体估值的拉升作用, 短期内股价上升空间相对有限; 但长期看公司业绩增长稳健, 产品线优质, 或有超预期可能, 我们认为公司值得投资者长期关注, 建议投资者择时积极介入。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动(%)
营业收入	4,195.7	5,402.5	28.8
营业成本	(2,727.4)	(3,482.7)	27.7
营业税	(34.8)	(45.0)	29.1
毛利润	1,411.0	1,879.0	33.2
销售费用	(620.1)	(754.3)	21.6
管理费用	(220.6)	(296.6)	34.4
营业利润	570.2	828.1	45.2
资产减值损失	(34.3)	(31.4)	(8.5)
投资收益	2.1	2.7	30.9
财务费用	(47.4)	(61.2)	29.1
营业外收入	10.4	9.2	(11.4)
营业外支出	(1.2)	(8.3)	621.5
税前利润	522.4	739.2	41.5
所得税	(75.6)	(111.7)	47.8
少数股东权益	(1.3)	(26.7)	2,022.8
归属上市公司股东净利润	445.4	600.7	34.9
主要比率(%)			
毛利率	34.2	34.7	
经营利润率	13.6	15.3	
净利率	10.7	11.6	

资料来源: 公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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