

## 证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

# 天士力 (600535)

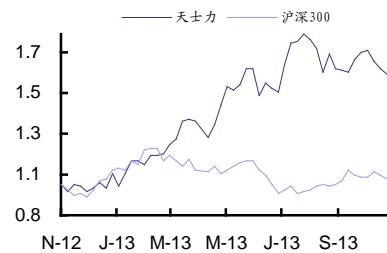
## 推荐

2013 年三季报点评

(维持评级)

2013 年 10 月 28 日

### 一年该股与沪深 300 走势比较



### 股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,033/1,033
总市值/流通 (百万元)	42,966/42,966
上证综指/深圳成指	2,133/8,380
12 个月最高/最低价)	50.05/23.69

### 相关研究报告:

《天士力-600535-2013 中报点评: 不断提升产业链竞争优势》——2013-08-07  
 《天士力-600535-2013 一季报点评: 开局良好、持续强劲》——2013-04-26  
 《天士力-600535-2013 一季报点评: 开局良好、持续强劲》——2013-04-25  
 《天士力-600535-2012 年报点评及资产注入点评: 成长再添一翼》——2013-04-02  
 《天士力-600535-更新报告: 优势叠加、强者恒强》——2013-01-18

### 证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-MAIL: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

### 证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-MAIL: duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512070001

### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

### 财报点评

## 强源头、重过程、树远景

- EPS0.87 元扣非增速 34%符合预期, Q3 单季几乎未受行业性影响**  
 13 年 5 月完成对帝益药业 100% 股权收购, 财报按照同一控制下企业并表会计准则进行了同口径追溯调整, 并将 1-5 月帝益药业净利润列为非经常性损益。  
**1-9 月**收入 80.86 亿元(+25%), 归母公司净利润 9.03 亿元(+30%), EPS0.87 元较国信预测的 0.89 元略低, 其中扣非后净利润 8.21 亿元增长 34%符合预期。  
**Q3 单季**收入增长 17%, 以母公司为代表的医药工业仍保持 32% 强劲增长显示受 7-9 月医药行业商业反腐等多重政策的综合负面影响很小, 研发费用+财务费用增幅较大致净利润增长 22%, 扣非后增长仍达 39%。  
**经营性净现金流** 0.11 元/股 (-74%), 主要是子公司天士力营销集团为优化医药商业业务结构, 去年 Q4 收购了几家以医院纯销为主的区域性医药商业公司, 致合并应收账款大幅增加 81% 影响所致, 预计等同于现金的 7.9 亿元应收票据逐步贴现之后, 全年经营性净现金流将大幅好转。  
**销售净利润率** 11.6%、ROE 达 24.7%, 这两个重要指标均创历史最好水平。
- 医药工业持续快速增长表现优异, 医药商业业态优化**  
**医药工业:** 预计收入增长约 30%, 其中丹滴增速约 18%, 坚定看好其 14-15 年通过美国 FDA3 期临床的里程碑意义和市场潜力, 其它品种强劲增长超 40%。  
**医药商业:** 收入增速 20-25%, 在全国七大商业公司和 OTC 终端布局之后, 又加大对医院终端的收购, 促使商业结构优化, 成为自产药品的强力渠道通路。
- 强源头、重过程, 不断强化产业链系统性综合竞争优势, 远景可期**  
 在“国际化”和“一个中心+两翼”的战略布局下, 公司通过整合集团内外产业资源, 优化产业结构, 产品线 and 增长点不断丰富。报告期研发投入大幅增长, 中药创新和国际化探索再进一步: 丹滴的美国临床进度提速, 水林佳和穿心莲内酯滴丸也已开启美国 FDA-IND 申报; 公司在陕西和云南分别成功种植丹参和三七药材, 保障了重要原料的品质和自给及未来保健衍生开发, 促竞争优势不断强化。
- 分享现代中药创新龙头的收获期成长, 提高一年期估值至 51-58 元**  
 维持 13-15EPS1.10/1.45/1.86 元预测。强调公司是一家创新型并具国际化战略视野的现代中药龙头企业, 代表了现代中药的传承、创新、突破和发展及国际化的巨大前景。围绕心脑血管等大病种领域培育持续增长点, 不断优化中药材上游资源、研发创新、精益生产、项目管理、商业网络等系统优势, 进入产业收获期, 中长线价值突出。提高一年期合理估值至 51-58 元 (14PE35-40x)。股价已经历 3 个月调整, 建议买入! 参见深度研报《传承创新、追逐梦想》。

### 盈利预测和财务指标 (13-15 为合并天士力帝益后, 未向前追溯调整)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,570	9,300	11,660	15,016	18,620
(+/-%)	41.2%	41.6%	25.4%	28.8%	24.0%
净利润(百万元)	611	769	1,137	1,497	1,921
(+/-%)	35.6%	25.9%	47.8%	31.7%	28.3%
摊薄每股收益 (元)	0.59	0.74	1.10	1.45	1.86
EBIT Margin	13.0%	11.3%	13.7%	14.1%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	16.9%	19.2%	25.5%	29.6%	32.9%
市盈率 (PE)	70.3	55.9	37.8	28.7	22.4
EV/EBITDA	47.0	43.9	27.87	20.96	17.57
市净率 (PB)	11.9	10.7	9.62	8.48	7.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 财报关注点:

2013 年中报显示公司应收账款激增、经营现金流走弱,投资者对此疑问较大。3 季报仍出现上述问题,在此我们对几项变动幅度较大的财务指标一并分析。**结论:理解财务数据背后的业务经营动态和意图,可知公司仍处于第二轮高速发展阶段及价值扩张期,短期财务指标跳跃不必过虑,未来一年必将好转。**

- **为何应收账款大幅增长?** 3 季报显示,合并应收账款 23.75 亿元,大幅增长 81%。首先判断:应收账款主要来自公司的医药商业业务,而非医药工业业务。
- ✓ 以“现代中药为中心、以生物制药和特色化药为两翼”的医药工业是公司核心业务,医药商业则是自产药品的强力渠道通路。天士力的医药商业在 2012 年收入达 58.5 亿元,2015 年有望突破 100 亿元,虽非核心业务,但规模和渠道价值在业内突出,对公司的营销支持作用也日益显著。为何商业应收款大幅增长?主要与公司商业的扩张路径和现阶段购并标的有关。商业业务由创始人吴峰吴总亲自掌管,主体是公司控股 70%的“天津天士力营销集团有限公司”。近年通过收购区域性商业公司,营销集团扩张形成全国七大商业分公司、拥有 300 多家零售药店(具体数字待更新),在打造批发、零售通路之后,去年 Q4 又收购 3 家以医院终端为主的商业公司(分别是辽宁卫生服务公司、陕西华氏医药、天津国药渤海医药),医院纯销业务的行业共性特点是应收账款大、回款周期长、负债率高,加之收购之后,公司提供资金支持其业务扩张,以及公司自身商业业务扩张,致使今年 1-9 月合并应收账款激增。
- ✓ 应收能否降低?可以预计,4 季度合并报表的应收同比将大幅收窄,另外,随着公司收购之后对孙公司业务经营的逐步管理和规范,医药商业业务总体带来的应收账款将逐步回归至正常水平。
- **为何经营性净现金流变差?** 理解了应收账款来源及其趋势,经营现金流的问题也迎刃而解。此外,票据贴现率居高不下情况下,出于融资成本和财务结构考虑公司很少贴现。3 季度末应收票据高达 7.9 亿元,这等同于现金,如果 Q4 逐步贴现,经营性净现金流指标将明显好转。因此,全年该指标并不值得担忧。
- **短期借款 14.87 亿元,增长 252%。**对帝益和天地药业收购、对商业子公司和孙公司的担保、补充票据流动资金等,促使短借大幅增长,同时财务费用增速也较高。如上所述,若 7.9 亿元票据贴现,均将改善。
- **商誉 1.34 亿元,增长 239%。**主要是收购河南天地药业带来的,9 月 29 日完成收购,本次收购为公司带来了优质产品品种,利润表 4 季度开始真正合并,明显的业绩贡献仍需要一定时间(参见前期点评报告)。
- **开发支出 2.23 亿元,增长 47%。**加大 FDA 研发等支出。促管理费用上升。
- **少数股东损益 3498 万元,增长 425%。**影响少数股东损益较大的是上述公司持股 70%的天士力营销集团公司,它一直是盈利的,盈利规模也不错。另外

的一次性影响是，疫苗子公司天士力金纳去年上半年亏损，下半年停产待沽，已止血。

- **销售净利润率 11.6%、ROE24.7%，这两个重要指标均达到历史最好水平。**
- **注意新收购公司报表合并方式对财务的影响：**1) 天士力帝益公司是集团控股资产，5月完成收购，作为同一控制下企业全年合并，但追溯调整同口径财务数据，并将1-5月利润作为非经常性损益。天士力帝益收购前也通过集团营销公司销售，收入体现为商业业务收入，收购之后体现为医药工业收入。2) 天地药业、及营销公司收购的商业孙公司，均按收购完成时间进行“增量”并表。

### 业务经营和产业链动态进展：

- **强源头：中药材种植，为“全面国际化”提供“源头”支持**
- ✓ 记得董事长闫希军先生几年前说过：中医药健康产业未来发展的最大瓶颈将是原药材！现在看来这已是不争的现实：中药材价格过去几年一路上涨、或剧烈波动，已极大影响了制药企业的成本控制；与此同时，据报道 30%的中药材存在造假（数据待查证），这使得中成药的批次生产和质控难上加难，保健领域的市场发展亦受制约。中药材及其品质的问题不解决将形成产业恶性循环。
- ✓ 丹参和三七是复方丹参滴丸的两味核心药材。2010年6月我们曾去天士力商洛丹参基地实地调研，对公司“规范化、可溯源性”的中药材种植创新方式印象深刻，也感受到公司致力于现代中药全产业链的实践和雄心。近期，即2013年10月我们再到天士力的云南文山三七种植基地调研，很受震撼，天士力追求卓越的价值观和战略执行力在远离总部的地方亦表现得淋漓尽致。一流企业建标准，文山三七虽然种植历史悠久，仍亟待象天士力这样的品牌龙头企业使之规范化、标准化、规模化，提高品质的同时开发延伸其更广阔的应用价值。对此我们很有信心，相信未来天士力凭借在优质中药材资源领域的前瞻性和创新性投入，不但推动复方丹参滴丸走进国际主流医药市场，未来也有望在国内保健养生市场大有作为。
- ✓ 陕西商洛天士力丹参种植基地：国内第一批通过国家 GAP 认证，采取“公司+农户”种植模式，实现机械化采收和智能干燥净化，每年种植的丹参原药材除了满足天士力自产药品需要之外，还开发成其它丹参制品及实现外销收入。
- ✓ 云南文山天士力三七种植基地：2000-2010年三七供应充分期间，主要进行高品质收购和战略储备，因此在三七价格飙升的2010-2013年，公司的三七原料成本波动不大。2010年董事长闫希军先生对其重新定位：从三七收购扩张转型至三七 GAP 种植，为天士力“全面国际化”提供“源头”支持。与市场上其它三七需要量大的药企与农户签约种植的松散方式不同，天士力坚持自己种植和规范管理，并不断摸索优化和制定标准。2012年完成一轮完整的种植期（三年期）并取得经验，已实现采挖300亩，收获三七45吨；2013年可采挖500亩，预计收获三七约75吨；2014年预计可采挖800亩，预计收获三七约120吨，将能自我满足当前公司每年对三七100多吨的需求量。2015年预计可采挖超过1500亩，预计收获三七超过225吨。公司预计2013年对三七的需求量将快速增长至300吨，悬在文山三七基地的口号是“等不是办法，干才有希望，奋斗改变人生”，加快规模化、标准化种植已是共识。

### ➤ 创新研发：持续发展动力

- ✓ 新产品痰咳净滴丸取得生产批件，并完成产业化工艺转化配置和批量试制，年内预计可实现投产。
- ✓ 消渴清颗粒、丹参滴丸获药品再注册批件。
- ✓ 由公司控股子公司承担的十二五"重大新药创制"科技重大专项课题"注射用益气复脉（冻干）安全性关键技术研究"及"注射用重组人尿激酶原的临床研究及产业化"项目顺利结项。
- ✓ 继续坚持由"金字塔"式向"体系化"的专利保护转变；由单一产品向全产业链纵向专利保护转变；由国内保护为主向国际化专利保护转变；由侧重新药保护向现有产品保护期限延伸和新药共同保护转变。目前公司及主要子公司拥有专利总数 1200 件，其中发明专利 1122 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 425 件，养血清脑颗粒拥有专利 69 件。2013 年上半年公司及主要子公司发明专利新申请及授权分别为 25 件和 35 件。

### ➤ 精益制造：不断提高效率

- ✓ 滴丸剂、颗粒剂、片剂、软胶囊剂、硬胶囊剂、丸剂全部六个剂型 11 个在产品均已通过新版 GMP 认证。
- ✓ 控股子公司天津天士力现代中药资源有限公司数字提取中心已获得新版 GMP 证书。
- ✓ 公司产品产量全面实现大幅提升的同时，生产系统持续实施精益生产管理，并深入进行了复方丹参滴丸、荆花胃康胶丸全产业链价值流分析，从原药材种植、采收、加工制剂生产的全过程中寻找精益改善的空间，产业链各环节节能降耗效果显著，生产效率有效提高。

### ➤ 营销模式提升：拥抱行业新格局

- ✓ 营销系统按照"大产品、大终端、大市场、全覆盖、大品牌"的营销战略，不断提升营销创新力，强化产品线专业化，进一步完善营销模式。
- ✓ 持续以 CRM( Customer Relationship Management, 客户关系管理)为基础，搭建"以客户为中心"的客户服务管理体系，各板块终端全面进入精细化动态管理。
- ✓ 侧重产品线资源整合，突出学术营销与终端客户体验营销，不断优化产品品牌推广体系。
- ✓ 营销队伍主动应对基药市场新格局，全面整合优势资源，明确基药品种中标要求，结合各地市场情况开展招投标工作，进一步抢占市场。除主打产品复方丹参滴丸继续在《基药目录》保留之外，收入第二大品种养血清脑丸（颗粒）入选新版《基药目录》。7 月初，芪参益气滴丸进入青海省基药增补目录；芪参益气滴丸、穿心莲内酯滴丸、水飞蓟宾胶囊（水林佳）进入广东省基药增补目录。

### ➤ 中药国际化：一路奔跑、一路收获

- ✓ 复方丹参滴丸 FDAIII 期临床试验申报项目稳步推进。FDA 官网显示美国 3 期临床正在招募病人。进展情况参见附表。



- ✓ 公司承担的国家"十一五重大新药创制专项"《现代中药国际化产学研联盟建设课题》顺利通过验收, 课题完成了以复方丹参滴丸为主线的"天士力现代中药产学研联盟"的搭建, 并对国际可能接受的中药安全性临床评价和 CMC 质量的一致性等方面做了有益探索, 为更多后续品种不断进入国际医药市场提供了平台。
  - ✓ 由课题遴选的公司产品水飞蓟宾胶囊(水林佳)和穿心莲内酯滴丸已完成 FDA-IND 的递交工作。
  - ✓ 穿心莲内酯滴丸和芪参益气滴丸获得了加拿大植物药批件。
- **并购扩张: 双轮驱动**
- ✓ 公司竞争优势确立, 各项管理要素逐步具备, 闫凯正式上任总经理, 新的年轻化的核心职业管理团队形成。综合而言, 内涵支撑的价值扩张条件趋于成熟。
  - ✓ 医药行业发展到此阶段收购兼并浪潮势不可挡, 天士力发展到此阶段也需要内涵外延双轮驱动发展。天时地利人和, 天士力的价值扩张之路从 2013 年起有望大步迈开。有关对天士力帝益及天地药业的收购评论可参见国信医药前期研报。
  - ✓ 未来在医疗健康产业的购并扩张, 值得期待。

**附表: 天士力复方丹参滴丸三期临床试验方案及进展**

更新时间	首次披露日期: 2012 年 7 月 19 日	最近更新日期: 2013 年 6 月 26 日
试验名称	复方丹参滴丸预防和治疗慢性稳定性心绞痛	同左
试验目的	随机、双盲、多临床中心、安慰剂对照, 评估复方丹参滴丸对慢性稳定性心绞痛的安全性和有效性。	同左
测定指标	<b>主要指标:</b> 在基线水平、4 周末、症状限制的最大运动耐受时间的改变, 与安慰剂的比较。 <b>次要指标:</b> 症状限制的最大运动耐受时间的改变在第 2 周末及第 6 周末与安慰剂的比较。	同左
实验详情	受试者 960 人 起始时间 2012 年 6 月 预计初步完成时间 2014 年 10 月 (对主要指标的最终数据收集日期) 预计完成时间 2015 年 8 月	受试者 960 人 起始时间 2012 年 8 月 预计初步完成时间 2014 年 8 月 (对主要指标的最终数据收集日期) 预计完成时间 2014 年 12 月
实验分组	组 A: 丹滴高剂量组: 丹滴 3*75 毫克胶囊, 每天两次; 组 B: 丹滴低剂量组: 丹滴 2*75 毫克胶囊+1 支安慰剂, 每天两次; 组 C, 探索试验: 等同于 3*75 毫克丹滴的三七+冰片胶囊, 每天两次; 组 D, 安慰剂对照组: 3 支安慰剂, 每天两次。	同左
试验详细描述	复方丹参滴丸由丹参提取物、三七和冰片制成, 已在除美国外的 26 个国家用于治疗 and 预防慢性稳定性心绞痛和其他相关心血管疾病。三期临床试验很关键, 是验证性质的试验, 验证丹滴在 150mg、225mg 剂量下在预防和治疗慢性稳定性心绞痛方面的有效性和安全性。主要有成分丹参、不同产品批次之间的差异、以及总体的疗效和有效性都将进行评定。病人口服药周期为 12 小时, 早晚各服用一次, 持续 6 周, 在试验期间停止服用其他相关药物, 包括长效硝酸甘油, 雷诺嗪, 多 β 受体阻断剂, β 受体阻断剂联合钙通道阻滞剂。单一 β 受体阻断剂和急需的短效缓解心绞痛的硝酸甘油是允许使用的。符合要求的实验对象将在临床试验开始前 1 周停止其他用药, 在试验刚开始前按照布鲁斯标准协议进行 2 基线跑平板试验。实验对象将分别在用药 2、4、6 周后的上午用药之前进行跑平板试验。主要的有效终点指标为: 治疗 4 周后, 跑平板试验的症状限制的最大运动耐受时间的改变与安慰剂相比较。	同左

资料来源: FDA、国信证券经济研究所

## 附录：国信医药-深度研报《传承创新，追逐梦想》（2012年）摘要：

### 基本判断：引领现代中药发展，二次腾飞阶段，极具战略投资价值

引领现代中药发展模式的创新型民营企业，产业链的复合竞争优势、管理规范、成长性突出、前景明朗。

**发展趋势：**“三阶段”发展模式。初期十年“单品突破”，初步奠定民营企业在现代中药细分领域龙头地位；中期十年“细分为王”，完善和巩固现代中药细分领域龙头地位；展望未来“系统制胜”，打造全球市场现代中药细分领域龙头企业。

**业绩趋势：**经过前10年仅靠复方丹参滴丸单品的高速成长期后，又经历约5年的产业平台整固和投入期，2010-2014年进入第二轮高成长期：“独家、专利”产品线大为丰富，丹滴增长再次提速，二线产品放量增长，整体充分受益于新医改，“品牌、渠道、资源”联动推动业绩高速增长。2015-2020步入稳健成长期：丹滴有望于14-15年全球上市，成长空间再次打开，盈利模式跃上新的台阶，销售额超过10亿元的重磅产品有望超过7个，“内生增长+外延扩张”推动成长。

### 投资建议——买入，攻守兼备的最佳选择！长线坚守，分享现代中药龙头股成长

天士力是一家创新型并具国际化前瞻视野的现代中药企业，不断探索并构建从中药材上游资源建设到研发创新、精益生产、项目管理、营销模式突破等产业链综合竞争优势。围绕心脑血管大病种、大市场领域形成系列产品线，各项业务次第进入产业收获期：现代中药固体制剂处于强力收获期、现代中药粉针剂即将进入快速盈利期、现代中药国际化的发展梦想有望实现，引领中国中医药的研发制造和管理水平实现跨越式发展；高起点的生物制药产业平台未来价值和盈利前景可期。

在新的医疗体制改革推动下，中国医药行业将发生巨变，创新型医药企业的“黄金十年”已然来临，未来将演绎“强者恒强，市值不断成长”，有望带给中长期投资者稳健回报。

### 投资逻辑

具有投资潜力的化学制药企业必须具备“仿创”能力，而具有投资价值的中药企业一定具备“创新”能力。

中药现代化：“传承（中国传统中医药）+创新（现代科技）”结合。以中医药临床经验为基础的现代中药反向研发新思路，是我国最具优势、最经济又最具“钱”途的医药行业创新——民族的即世界的！

现代中药国际化：国际医药研发向天然药物寻宝已成为一条新途径，以中药为代表的天然药物拥有广阔的国际市场前景。未来能够走向全球市场、并具有品牌和定价能力的药品，非现代中药莫属，天士力无疑承载着中医药传承创新和国际化的梦想。

中国14亿人口，老龄化、疾病谱系变化推动医药消费刚性需求和消费升级，也奠定心脑血管大病种治疗领域是催生“重磅炸弹”的沃土，看好天士力同“心”多元化系列专利大品种布局和发展前景。

一个具有远大抱负和前瞻视野的管理层能够使一个创新型企业走得更远。

### 与市场不同的观点

市场认为公司核心产品复方丹参滴丸的销售收入已超过16亿元，未来市场空间不大。我们认为其生命周期长，随着“全民医保”实施、基本药物目录制度推进



**表 3: 天士力收入分拆 (单位: 万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>总收入 (万元)</b>	<b>465159</b>	<b>656966</b>	<b>930146</b>	<b>1165951</b>	<b>1501623</b>	<b>1861972</b>
增长率	16.50%	41.23%	41.58%	25.35%	28.79%	24.00%
<b>医药工业</b>	<b>186962</b>	<b>238191</b>	<b>340722</b>	<b>516126</b>	<b>690403</b>	<b>865149</b>
增长率	15.07%	27.40%	43.05%	51.48%	33.77%	25.31%
其中:						
<b>1、复方丹参滴丸</b>	<b>130900</b>	<b>160684</b>	<b>199248</b>	<b>235112</b>	<b>272730</b>	<b>313640</b>
增长率	10.00%	22.75%	24.00%	18.00%	16.00%	15.00%
<b>2、其它品种合计:</b>	<b>56014</b>	<b>77565</b>	<b>141434</b>	<b>206824</b>	<b>293382</b>	<b>397464</b>
增长率	34.33%	38.47%	82.34%	46.23%	41.85%	35.48%
其中: 养血清脑颗粒/丸	29250	38025	54701	71111	92444	115556
增长率	25.00%	30.00%	43.85%	30.00%	30.00%	25.00%
芪参益气滴丸	3639	5641	12821	20513	29744	38667
增长率		55.00%	127.27%	60.00%	45.00%	30.00%
水林佳	10125	14530	20513	28205	36667	46200
增长率	35.00%	43.51%	41.18%	37.50%	30.00%	26.00%
荆花胃康	3500	5556	9402	13162	17769	23100
穿心莲内酯/藿香/柴胡滴丸	8000	7400	26068	39103	52788	65986
中药粉针	1500	6413	17430	31230	54970	93457
1、益气复脉		6413	14430	19980	29970	43457
2、丹酚多酚酸		0	3000	11250	25000	50000
生物药-重组人尿激酶原	0	0	500	1500	3000	4500
疫苗-亚单位流感疫苗	0	0	0	0	0	0
其他新品				2000	6000	10000
<b>3、天士力蒂益</b>				74190	97931	122414
增长率				40%	32%	25%
<b>4、河南天地药业</b>					26360	31631
增长率					20%	20%
<b>医药商业</b>	<b>275024</b>	<b>415375</b>	<b>585178</b>	<b>645578</b>	<b>806973</b>	<b>992577</b>
增长率	17.52%	51.03%	40.88%	10.32%	25.00%	23.00%
<b>非主营业务</b>	<b>3173</b>	<b>3400</b>	<b>4246</b>	<b>4246</b>	<b>4246</b>	<b>4246</b>
<b>主营利润 (万元)</b>	<b>155806</b>	<b>194965</b>	<b>283547</b>	<b>413285</b>	<b>548489</b>	<b>686338</b>
增长率	20.48%	25.13%	45.43%	45.76%	32.71%	25.13%
医药工业(万元)	139717	177976	252884	379456	506204	634327
增长率	18.15%	27.38%	42.09%	50.05%	33.40%	25.31%
医药商业(万元)	16089	16989	30663	33828	42285	52011
增长率	45.35%	5.59%	80.49%	10.32%	25.00%	23.00%
<b>毛利率</b>	<b>33.69%</b>	<b>29.96%</b>	<b>30.67%</b>	<b>35.59%</b>	<b>36.64%</b>	<b>36.95%</b>
毛利率同比提升	1.00%	-3.73%	0.71%	4.92%	1.05%	0.31%
医药工业(%)	74.73%	74.72%	74.22%	73.52%	73.32%	73.32%
毛利率同比提升	1.95%	-0.01%	-0.50%	-0.70%	-0.20%	0.00%
医药商业(%)	5.85%	4.09%	5.24%	5.24%	5.24%	5.24%
毛利率同比提升	1.12%	-1.76%	1.15%	0.00%	0.00%	0.00%
非主营业务(%)	28.57%	54.96%	40.12%	40.12%	40.12%	40.12%
<b>收入构成</b>						
医药工业	40.19%	36.26%	36.63%	44.27%	45.98%	46.46%
医药商业	59.12%	63.23%	62.91%	55.37%	53.74%	53.31%
<b>毛利构成</b>						
医药工业	89.16%	91.29%	89.19%	91.81%	92.29%	92.42%
医药商业	10.27%	8.71%	10.81%	8.19%	7.71%	7.58%

资料来源: 国信证券经济研究所

注: 医药工业: 帝益药业 13 年全年并表致医药工业同比大幅增长, 河南天地药业 14 年全年并表。

医药商业: 帝益大部分产品通过公司商业网络, 因此 12 年帝益收入包含在公司医药商业里, 而 13 年并表后将计入公司医药工业, 致医药商业增速放缓

请注意本预测与公司财报的差异: 由于帝益属于同一大股东控制下的企业, 因此公司收购之后, 合并报表做了相应的同口径追溯调整; 而本预测中 12 年之前的数据未做调整。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	993	2814	1791	3431
应收款项	2172	2556	3291	4081
存货净额	1011	1227	1557	1924
其他流动资产	264	257	330	410
<b>流动资产合计</b>	<b>4459</b>	<b>6872</b>	<b>6988</b>	<b>9865</b>
固定资产	2003	1962	1906	1934
无形资产及其他	241	231	221	212
投资性房地产	393	393	393	393
长期股权投资	391	391	391	391
<b>资产总计</b>	<b>7486</b>	<b>9848</b>	<b>9899</b>	<b>12795</b>
短期借款及交易性金融负债	328	1400	1200	1200
应付款项	1288	1800	2283	2822
其他流动负债	1088	497	637	790
<b>流动负债合计</b>	<b>2703</b>	<b>3697</b>	<b>4121</b>	<b>4812</b>
长期借款及应付债券	501	1401	401	1801
其他长期负债	76	76	76	76
<b>长期负债合计</b>	<b>576</b>	<b>1476</b>	<b>476</b>	<b>1876</b>
<b>负债合计</b>	<b>3279</b>	<b>5173</b>	<b>4597</b>	<b>6689</b>
少数股东权益	195	208	237	273
股东权益	4012	4467	5065	5834
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7486</b>	<b>9848</b>	<b>9899</b>	<b>12795</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.74	1.10	1.45	1.86
每股红利	0.41	0.66	0.87	1.12
每股净资产	3.88	4.32	4.90	5.65
ROIC	20%	27%	32%	37%
ROE	19%	25%	30%	33%
毛利率	31%	36%	37%	37%
EBIT Margin	12%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	14%	15%	15%	15%
收入增长	42%	25%	29%	24%
净利润增长率	26%	48%	32%	28%
资产负债率	46%	55%	49%	54%
息率	1%	2%	2%	3%
P/E	55.9	37.8	28.7	22.4
P/B	10.7	9.6	8.5	7.4
EV/EBITDA	36.5	27.9	21.0	17.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>9301</b>	<b>11660</b>	<b>15016</b>	<b>18620</b>
营业成本	6449	7510	9514	11739
营业税金及附加	64	80	103	128
销售费用	1186	1759	2341	2923
管理费用	484	717	945	1174
财务费用	93	109	133	137
投资收益	5	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(95)	(95)	(110)	(110)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	936	1395	1875	2413
营业外净收支	24	24	24	24
<b>利润总额</b>	<b>960</b>	<b>1419</b>	<b>1900</b>	<b>2437</b>
所得税费用	168	248	332	426
少数股东损益	23	34	70	90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>769</b>	<b>1137</b>	<b>1497</b>	<b>1921</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>769</b>	<b>1137</b>	<b>1497</b>	<b>1921</b>
资产减值准备	71	23	(1)	1
折旧摊销	148	133	156	171
公允价值变动损失	95	95	110	110
财务费用	93	109	133	137
营运资本变动	(267)	(648)	(516)	(545)
其它	(61)	(9)	29	36
<b>经营活动现金流</b>	<b>755</b>	<b>731</b>	<b>1275</b>	<b>1693</b>
资本开支	(341)	(200)	(200)	(300)
其它投资现金流	(19)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(358)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(300)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	40	300	(200)	400
支付股利、利息	(428)	(682)	(898)	(1153)
其它融资现金流	(155)	1072	(200)	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(931)</b>	<b>1290</b>	<b>(2098)</b>	<b>247</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(534)</b>	<b>1821</b>	<b>(1023)</b>	<b>1641</b>
货币资金的期初余额	1526	993	2814	1791
货币资金的期末余额	993	2814	1791	3431
企业自由现金流	463	601	1184	1517
权益自由现金流	348	1883	674	1804

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		黄学军	021-60933142		
		马韬	021-60933157		
<b>固定收益</b>		<b>交通运输</b>		<b>机械</b>	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
				朱海涛	
<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>		<b>电子</b>	
朱振坤	010-88005317	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
		丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘	0755-82133400		
<b>计算机</b>		<b>传媒</b>		<b>零售、纺织服装及快销品</b>	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>银行</b>	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		童成墩	0755-82130513		
		田良	0755-82130470		
<b>轻工</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>家电</b>	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>金融工程</b>		<b>基金评价与研究</b>			
林晓明	021-60875168	李腾	010-88005310		
陈志岗	0755-82136165	钱晶	021-60875163		
吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843		
周琦	0755-82133568				

### 国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
甄艺	010-66020272 18611847166		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617							
陈孜	18901140709							