

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

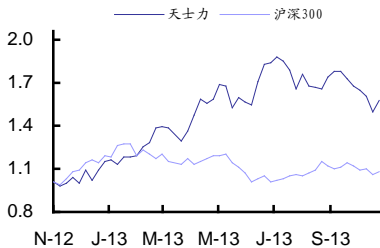
天士力 (600535)

推荐

合理估值: 58 元 昨收盘: 39.94 元 (维持评级)

2013年11月18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)	41,458/41,458
上证综指/深圳成指	2,101/8,157
12个月最高/最低(元)	50.05/23.69

相关研究报告:

- 《天士力-600535-2013 三季报分析: 强源头、重过程、树远景》——2013-10-28
- 《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

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号: S0980512070001

证券分析师: 贺平鹤

电话: 0755-82133396
E-MAIL: hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

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。

公司动态跟踪分析

悲观预期 vs 良好机遇

● 发展逻辑&四大战略清晰

- 国际化:** 复方丹参滴丸 FDA 三期临床进展过半。
 - 全产业链完善和创新:** 为“全面国际化”提供“源头”支持。
 - 价值扩张:** 以现代中药为中心、高端生物制药和特色化药为两翼, “内生+外延”双轮驱动。
 - 商业模式创新:** 打造平台型公司, 持续行业领先。
- 以上四大战略构成长期发展逻辑, 有望推动公司实现从优秀到卓越的跨越。

● 悲观预期, 最佳机遇

- 持续高速增长后, 市场对公司预期偏悲观, 我们判断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, 且公司受负面政策影响小, 受政策扶植力度更大, 受益于行业优胜劣汰。
- 报表质量:** 为支持医药商业发展, 母公司应收账款增加快; 医药商业纯销业务占比提高, 医药商业应收账款增加快; 终端销售良好, 不存在渠道压货问题, 巨额票据贴现后现金流量很快会改善。
- 中成药最高零售价调价:** 公司核心品种不降价 or 小幅降价后不影响出厂价; 国家若出台廉价药品目录, 丹滴将受益。
- 打击商业贿赂:** 行业性问题, 对公司四季度完成销售目标没有影响。

● 新一轮激励值得期待

2009年10月23日推出管理层5年期中长期激励基金, 实际证明过去四年公司业绩和股价均表现优异, 净利润年均增长38%, 股价年均增长42%。今年激励将到期, 期待今年底 or 明年年初推出新一轮股权激励, 期待差异化的组合激励将更到位, 更有效。

● 强者恒强趋势明确, 股价吸引力再现, “螺旋式”上升趋势不变

短期行业政策扰动和估值压力抑制医药板块表现, 公司报表个别数据也引发悲观预期, 我们认为公司仍处于第二轮高速发展阶段及价值扩张期, 综合竞争力及业绩有望“强者恒强”, 股价经过3个多月的休整再次具有吸引力, 未来“螺旋式”上升态势有望继续。维持 13-15EPS1.10/1.45/1.86 元, 同比增 48%/32%/28%。一年期合理估值 51-58 元 (14PE35-40x)。建议买入!

盈利预测和财务指标

	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)	67.9	53.6	36.3	27.6	21.5
EV/EBITDA			27.21	20.46	17.17
市净率(PB)	11.5	10.3	9.37	8.26	7.17

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

近期参加了天士力股东大会和交流，本篇跟踪报告希望消解投资者因对财报一些指标的担忧而造成的短期困惑和悲观预期，并概括公司的发展动态、战略和前景，重申对公司综合竞争优势及未来业绩“强者恒强”的判断；二级市场方面，股价经过3个多月的休整再次具吸引力，未来3年“螺旋式”上升态势有望继续。

发展逻辑&四大战略

►国际化：复方丹参滴丸 FDA 三期临床进展已过半

- ✓**复方丹参滴丸 FDA 三期临床进展过半，进展顺利。**丹滴3期临床病例960人，目前入主病例过半，进展顺利。各临床中心开展进度不一，但总体取得入主病例过半的结果非常不错。最近拿到加拿大卫生部临床许可，俄罗斯、东欧、日本也准备全面开展。在注册申报过程中，选择与国际大型CRO企业合作，也跟国际大型医药战略合作伙伴进行接触和沟通，为未来海外经销做准备。争取其它多个产品（水飞蓟宾胶囊（水林佳）、穿心莲内酯滴丸等）尽快进入美国2期临床。
- ✓**欧盟市场也在寻找国际化机会。**公司是国内少有的具全产业链、看齐国际化标准的中药企业。2011年，暨欧盟《传统植物药注册程序指令》7年过渡期后，植物药将不能再以食品保健品注册，导致来自日本、韩国的植物药退出欧洲市场，市场重新洗牌。而日本、美国还可以按照食品保健品来注册，但处方药只能以药品标准注册。
- ✓**远景发展在国际化。**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。

表 1：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	主要指标： 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。 次要指标： 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

➤全产业链完善和创新：为“国际化”提供“源头”支持

- ✓**强源头：中药材种植，提供产业链“源头”支持。**中医药健康产业未来发展的最大瓶颈将是原药材！中药材资源不难以低成本复制，导致中药消费越多，成本越高。在源头方面，公司有两方面布局：1) 中药材可追溯，形成标准；2) 建立更多的种植基地，模式包括自建、合作、收购。现有丹参、三七两个种植基地。预计未来公司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，已收获三七约 45 吨；2013 年预计收获三七约 75 吨；2014 年预计收获三七约 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。
- ✓**天士力集团投资安国中药都，未来规划好后有望注入上市公司：**2013 年 5 月 18 日，安国中药都总投资 73 亿元的 8 个重点项目签约，其中与天士力集团计划联合投资 30 亿元，建设商贸区和仓储物流区，分二期建成，其中 2014 年底前完成一期投资建设，2015 年底前完成二期工程。商贸区建设中药材综合交易平台、会展酒店、金融服务等配套设施，中药材综合交易平台包括大宗药（材）、贵细中药材和香料等交易平台、中药（材）信息发布中心、中药（材）质量检验检测中心、电子商务、中药材期货交易、道地药材种植规范及质量标准体系、流通等级分类标准体系、质量追溯体系等；仓储物流区（含医药工业项目）包括周转库、常温库、恒温库、冷库等现代化中药材大型仓库，以及万吨级中药材数字化提取与精制饮片项目。天士力集团为安国中药都配套 10 万亩中药材种植基地和中药材加工厂，从事中药材加工、中药研发、中药饮片生产、中药配方颗粒等相关中药材深加工产品。

➤内生+外延扩张双轮驱动：“一个中心+两翼”

- ✓**内生：“大品牌、大产品、大终端、全覆盖、大市场”战略定位，**拓宽现有产品适应症，在大病种领域的空白点完善产品线。
- ✓**外延：未来合作并购发展是将会是一个常态。**围绕核心的治疗领域，补充现有产品线。
- ◇ 医药行业发展到此阶段收购兼并浪潮势不可挡，公司发展到此阶段，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，也需要内涵外延双轮驱动发展。天时地利人和，公司的价值扩张之路从 2013 年起有望大步迈开。

- ◇ 未来打包销售模式，招标定价的政策改变，光靠 1-2 个品种的企业玩不转，因此，有缺陷的企业被并购的机会增多。有资源欠缺 or 资本欠缺 or 营销欠缺的企业，如果有好品种，公司将积极收购。例如今年并购的天地药业，其核心产品脑醒静注射液产品安全，急诊用药，但天地药业为区域型销售企业，销售集中在河南等中原地区，营销的欠缺正好可以结合天士力的营销资源，而且天地药业研发资源也欠缺，未来公司会推动产品标准提升来进入国家药典，总体而言天地药业未来潜力大。并购的估值和成本合理，对应 13PE8-9 倍。
- ◇ 2-3 年前公司设立了 6 个投资部，按照中国八大军区来布局，未来会进行系统化的投资并购，每年至少 2-3 个案例。并购后需要整合系统，做产业投资需要成熟的团队，公司投资团队和产业团队经过一年时间磨合，投资整合、流程、标准已经比较完善。
- ◇ 中大型并购（储备了一些机会）考虑用股票支付，1-2 亿元的并购用现金并购。一般并购要控股 70% 以上，但天地药业只并购 60%，因为原有股东很珍惜跟公司合作，不愿拿出更多股权。

► 商业模式创新：打造平台型公司，走在行业前列

- ✓ **互联网药品销售模式。**并不是指在互联网药店处卖处方药，而是把病人的教育前置，把医生的治疗后置，对一些专科用药起到很好的作用。
- ✓ **合作进入新的高技术细分领域。**比如诊断，或可能和国际巨头成立合资公司，切入高技术含量细分领域。国际巨头之所以要跟国内企业合作，是因为他们需要本地化，外资公司产品以前集中在三级医院，而县级市场具有很大的市场，但他们没有自己的销售布局，而且产品高端化的定位需要本地化的定制以提升性价比，因此需要像公司这样具有县级医院网络渠道的国内企业合作，来生产和销售。
- ✓ **平台型公司价值凸显。**

报表质量将逐步改善

2013 年中报、3 季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，并由此担心公司向渠道压货。我们认为：**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，未来一年将好转。**

- ✓ **为支持医药商业发展，母公司应收账款增加快。**公司考核的是终端销售，而不是发货，不存在渠道压货的问题。母公司的应收账款增加很多，是因为母公司要走控股 70% 的“天津天士力营销集团有限公司”这个商业渠道，而营销集团作为商业公司，对资金需求大，母公司为支持其发展，回款较慢。
- ✓ **医药商业纯销业务占比提高，应收账款增加快：**医药商业优化业态，调拨业务有所压缩，新并购的几个商业公司以纯销业务（医院终端）为主，账期较长，应收账款都在账期之内，年末到期后会改善。三季度闹钱荒是市场普遍现

象，贴现利率高，因三季度票据贴现少而使得经营净现金流偏弱，四季度将优化。

✓ **医药商业定位：虽非核心业务，但规模和渠道价值在业内突出，对公司营销支持作用也日益显著。** 必须得有还得把网络发展壮大，目前在研究模式的创新，风险是会占一些资金，但可控。随着公司信息化发展和二次升级，制药集团将对商业进行统供，统一网络和现金流量管理。

新一轮激励值得期待

2013 年 5 年期管理层激励到期之后，2013 年底或 2014 年初计划推出新一轮激励，考虑股权激励方式，是有差异化的激励，组合激励，不是大锅饭的激励，激励将更到位，更有效。

2009 年 10 月 23 日推出的 5 年期中长期激励基金，结合业绩和股价表现，实际证明过去四年公司业绩和股价均表现优异，13 年净利润为 09 年的 3.6 倍、年均增长 38%，目前股价为 2009 年 10 月 23 日的 4.2 倍，年均增长 42%。 激励方案具体为：2009 年激励基金为 1000 万元，从 2010 年开始，如当年净利润增长率未超过 13%，不再额外分配，用于分配的激励基金为 1000 万元；如净利润增长率超过 13%，则以增长 13% 以上的净利润为基数，在 1000 万元的基础上额外提取部分激励基金，提取比例和天士力股价进行联动，提取比例详见表 2：

表 2：天士力当年激励基金提取比例

天士力股价与大盘比较	净利润增长超过 13% 部分的提取比例
天士力股价增长率-大盘指数增长率 $\geq 40\%$	30%
$10\% \leq$ 天士力股价增长率-大盘指数增长率 $< 40\%$	15%
$-10\% <$ 天士力股价增长率-大盘指数增长率 $< 10\%$	10%
$-40\% <$ 天士力股价增长率-大盘指数增长率 $\leq -10\%$	8%
天士力股价增长率-大盘指数增长率 $\leq -40\%$	5%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

注：1) 大盘指数和天士力股价取值均为净利润完成值所在财年的平均值（即每个交易日收盘价的算术平均值）；

2) 大盘指数为同行业的大盘指数，即医药指数；

行业政策：促使优胜劣汰、强者恒强

近期市场担心行业政策对医药产业及公司经营产生不利影响，我们认为未来 5 年：政策总体处于高压，但实际是在挤压和迫使行业加速优胜劣汰，优质公司最终分享改革成果，成为我们预期中的“阳光型”公司。

- ✓ **医保控费：**常态化，但由简单的总额预付等方式转向临床路径等合理化路径，辩证看长期利于缓解医保压力，保障合理化增长（用药结构变化）。
- ✓ **降价：**实质仍是市场竞争决定价格，不合理的过专利“原研”外资药降价呼声的影响等。
- ✓ **反商业贿赂：**常态化，净化、规范行业竞争秩序。
- ✓ **同时正能量的政策也在同步进行：**新版基药、新版医保目录、新版 GMP，医疗服务等……。
- ✓ 《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“完善中医药事业发展政策和机制”（之前多次出现在顶层文件中），表明政府对中药行业的支持态度始终不变，预计后续配套支持政策会延续以前的方向。

具体到几个行业政策对公司的影响，我们判断：

- ✓ **中成药调价对公司核心产品无影响：**年初国家明确要中成药调价，目前国家准备出台廉价药品目录征求意见稿，中成药日均费用 5 元以下作为廉价药，对丹滴是利好，至于能否提价要看市场机会。从目前情况来看，丹滴不用担心降价，20 年来丹滴最高零售价只涨了 5.9%。大部分同类产品日均费用 7-8 元，日均费用 10 元以上的不少，丹滴的价格还是很有优势的（日均 4 元）。养血清脑颗粒/丸和芪参益气滴丸有可能调价，如果降幅 5%，因为招标价加成 15%后离最高零售价还有 8%的差价，压缩了中间环节但对出厂价没有影响。
- ✓ **招标限价对公司影响小。**公司的主要产品均是独家品种，受招标降价影响很小，受政策扶植力度大。同时公司通过在各地收购标，与地方政府建立良好的关系，也会对招标形成正面效应。公司产品由品牌驱动，定价合理，疗效明确，受招标限价影响小。
- ✓ **打击商业贿赂不影响公司四季度销售目标。**打击商业贿赂是个行业性问题，对四季度公司销售达成目标不会有影响。

心脑血管领域产品线布局和延伸

➤ 心血管领域

- ✓ **复方丹参滴丸：**主治气滞血瘀型冠心病。新适应症：糖尿病引起的眼底病变的研究（处在临床 2 期）。
- ✓ **芪参益气滴丸：**主治气虚血瘀型冠心病。新适应症：开展 PCI 手术后不良事件发生率做了询证研究，效果非常好，未来空间大。今年先后进入广东、青海、重庆等省基药增补目录。
- ✓ **益气复脉粉针：**治疗心衰。该领域化学药治疗效果不好，给中药提供较大机遇。粉针已完成提取车间扩建，产能 3600 万支，还可以进一步扩大，预计明年投入使用，解决粉针产能问题。
- ✓ **尿激酶原：**作为急性心梗溶栓治疗。

➤ 脑血管领域

- ✓ **养血清脑：**2013 年进入新版基药目录；固体制剂车间产能设计对应几十亿元收入，今年底和明年上半年投产，彻底解决养血清脑产能问题；新适应症：在国际上做了临床基础研究后，发现对老年痴呆效果非常好。
- ✓ **丹参多酚酸粉针：**十一五国家科技部支持项目，又进入国家十二五支持项目，因此要全面启动随机对照双盲临床研究。通过这个研究来验证中药注射剂可以真正治疗疾病，达到国际化水平，有利于未来销售。今年销售受各省招标进度较慢影响，目前进了 2 个省医保。
- ✓ **尿激酶原：**是大品种，急性脑梗治疗药物很少，公司已开展对脑梗的新适应症研究。以前医院对脑梗的治疗方法和基础不太科学，现在随着中心医院脑梗案例数增多，对脑梗溶栓治疗经验丰富，有利于尿激酶原开展脑梗适应症。尿激酶原还要做全国性胸痛的临床研究，每年新发急性心梗只有 5%

的人得到及时治疗，国家很重视，在推胸痛中心，同时也可以和 PCI 手术结合。

✓醒脑静注射液：效果也不错。

在研品种进展

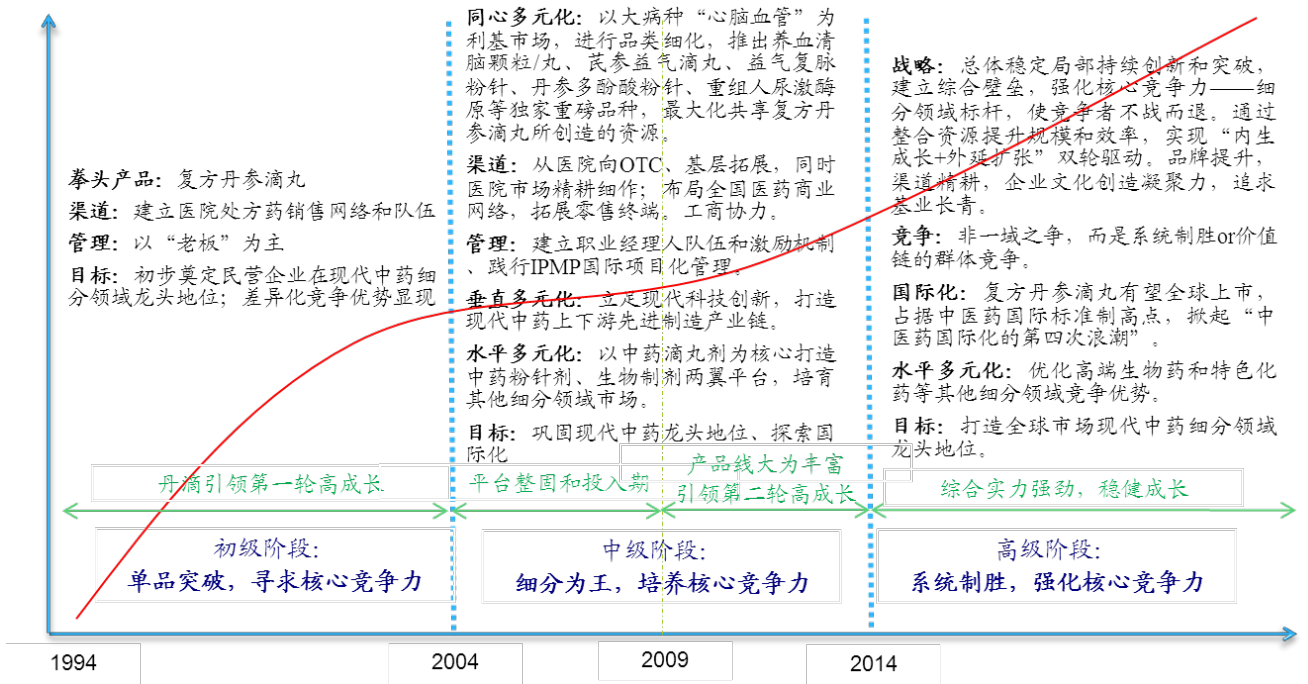
公司在研品种几十个。

✓糖敏灵丸：用于治疗 II 型糖尿病，特色品种，获国家二等奖，在糖化血红蛋白方面达到了非常好的效果。糖尿病本身不可怕，可怕的是引起并发症，糖敏灵对糖尿病并发症也非常有效。目前在申报生产。

✓青术颗粒：治疗痛风，现在治疗痛风的都是尿酸抑制的化学药，很难根除，青术颗粒根据多年经验组方，有望去根，现在临床阶段。

✓五灵颗粒（止动颗粒）：根据王永炎院士多年应用的经验组方，用于小孩多动症，儿科药收到国家鼓励，目前在临床阶段。

图 1、天士力发展三阶段和业绩趋势示意图



资料来源：国信证券经济研究所，注：红色曲线代表业绩趋势

表 3: 天士力收入分拆 (单位: 万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总收入 (万元)	465159	656966	930146	1165951	1501623	1861972
增长率	16.50%	41.23%	41.58%	25.35%	28.79%	24.00%
医药工业	186962	238191	340722	516126	690403	865149
增长率	15.07%	27.40%	43.05%	51.48%	33.77%	25.31%
其中:						
1、复方丹参滴丸	130900	160684	199248	235112	272730	313640
增长率	10.00%	22.75%	24.00%	18.00%	16.00%	15.00%
2、其它品种合计:	56014	77565	141434	206824	293382	397464
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
3、天士力帝益				74190	97931	122414
增长率				40%	32%	25%
4、河南天地药业					26360	31631
增长率					20%	20%
医药商业	275024	415375	585178	645578	806973	992577
增长率	17.52%	51.03%	40.88%	10.32%	25.00%	23.00%
非主营业务	3173	3400	4246	4246	4246	4246
主营利润 (万元)	155806	194965	283547	413285	548489	686338
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%
毛利率	33.69%	29.96%	30.67%	35.59%	36.64%	36.95%
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%
收入构成						
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%
毛利构成						
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)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	993	2814	1791	3431	营业收入	9301	11660	15016	18620
应收款项	2172	2556	3291	4081	营业成本	6449	7510	9514	11739
存货净额	1011	1227	1557	1924	营业税金及附加	64	80	103	128
其他流动资产	264	257	330	410	销售费用	1186	1759	2341	2923
流动资产合计	4459	6872	6988	9865	管理费用	484	717	945	1174
固定资产	2003	1962	1906	1934	财务费用	93	109	133	137
无形资产及其他	241	231	221	212	投资收益	5	5	5	5
投资性房地产	393	393	393	393	资产减值及公允价值变动	(95)	(95)	(110)	(110)
长期股权投资	391	391	391	391	其他收入	0	0	0	0
资产总计	7486	9848	9899	12795	营业利润	936	1395	1875	2413
短期借款及交易性金融负债	328	1400	1200	1200	营业外净收支	24	24	24	24
应付款项	1288	1800	2283	2822	利润总额	960	1419	1900	2437
其他流动负债	1088	497	637	790	所得税费用	168	248	332	426
流动负债合计	2703	3697	4121	4812	少数股东损益	23	34	70	90
长期借款及应付债券	501	1401	401	1801	归属于母公司净利润	769	1137	1497	1921
其他长期负债	76	76	76	76					
长期负债合计	576	1476	476	1876					
负债合计	3279	5173	4597	6689					
少数股东权益	195	208	237	273					
股东权益	4012	4467	5065	5834					
负债和股东权益总计	7486	9848	9899	12795					

现金流量表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	769	1137	1497	1921
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
经营活动现金流	755	731	1275	1693
资本开支	(341)	(200)	(200)	(300)
其它投资现金流	(19)	0	0	0
投资活动现金流	(358)	(200)	(200)	(300)
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
融资活动现金流	(931)	1290	(2098)	247
现金净变动	(534)	1821	(1023)	1641
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

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	54.4	36.8	27.9	21.8
P/B	10.4	9.4	8.3	7.2
EV/EBITDA	35.6	27.2	20.5	17.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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±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±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

宏观		策略		技术分析	
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		
固定收益		交通运输		机械	
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
刘鹏		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
魏玉敏				朱海涛	
钢铁及新材料		房地产		医药	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
		黄道立	0755-82130685	丁丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
				刘	0755-82133400
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		银行	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧	
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
基础化工及石化		金融工程		基金评价与研究	
朱振坤	010-88005317	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				