

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

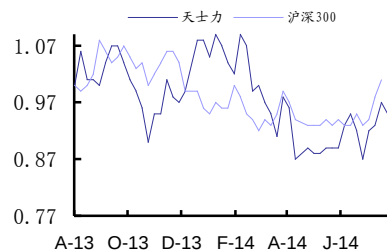
天士力 (600535)
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 11 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)	40,849/40,849
上证综指/深圳成指	2,194/7,885
12 个月最高/最低价	47.75/35.03

相关研究报告:

《天士力-600535-重大事件快评:“定增与激励”结合,彰显中期发展信心》——2014-06-18

《天士力-600535-2013 年报点评:步入“系统制胜”发展新阶段》——2014-03-31

《天士力-600535-更新报告:悲观预期 vs 良好机遇》——2013-11-21

《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

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

证券分析师: 林小伟

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070002

证券分析师: 张其立

电话: 0755-82139908

E-MAIL: zhangqil@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070004

证券分析师: 贺平鹄

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

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

风华正茂, 坚定看好

● 医药工业高速增长, 扣非净利增 41%, 业绩好于预期, 财务一切正常

14 年上半年公司实现收入 61 亿元 (+13.1%), 归母净利润 7.4 亿元 (+24.0%), 扣非净利润 7.4 亿元 (+41%), 相比 Q1 明显改善。经营性净现金流 4.6 亿元大幅增长 125%, Q2 应收账款环比并未增长, 经营现金流未来将持续好转。核心业务**医药工业**收入 29.6 亿元 (+28.9%) 好于预期, 环比 Q1 有所加快, 下半年行业经营环境改善更有利于公司销售放量。抛开一次性会计变更因素和阶段性财务费用上升等因素, 公司工业收入增速仍是一线医药股中最快的, 而管理费用和营销费用管控优异, 综合判断医药工业实际经营利润增速远高于收入增速。

● 大股东以较低价置入集团医药资产、以市场价参与定增, 显示对上市公司的大力支持和对未来发展的强烈信心,

2013 年公司确立上市公司为集团唯一资本平台, 先后以较低价注入医药工商业资产完善产业链并增厚业绩, 同年完成了接班人和职业管理团队的新老交接。在上一轮 5 年期管理层激励完成之后, 2014 年提出新一轮锁定 3 年的“定增+激励”计划, 大股东和管理层较市场价 9 折认购, 预计注入 12-25 亿资金, 经测算增发后财务费用有望大幅下降, 对 EPS 略有增厚。

● 重申天士力中长期投资价值——市场对公司平台商业价值的理解不足; 对公司国际化创新发展之路信心不足

目前市场对公司“现代中药平台价值”已有所预期和认识, 但对公司“现代中药国际化”和“高端生物药”的“平台和商业模式”的“价值和潜力”预期远不足, 我们认为这两个平台已离“摘果子”越来越近, 是公司中长期增长的 2 个强劲动力源泉。我们对丹滴通过 FDA 认证并在全球获批上市信心十足, 具体参见内文详述。

● 风华正茂、扬帆出海, 分享新一轮激励期高成长, 维持“推荐”

看好下半年业绩继续加快增长, 暂不考虑增发, 维持 14-16EPS1.45/1.85/2.35 元, 同比增 36%/28%/27%。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, 代表了现代中药传承、创新、突破、发展及国际化的巨大前景, 公司中长期价值突出, 未来千亿市值可期。市场此前对公司成长阶段、业绩增速、财务压力的疑虑将随着财务指标的不断好转而打消。14PE27X, PEG0.86, 估值处于历史低位, 维持一年期合理估值 56-65 元 (15PE30-35x), 建议买入。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	9,300	11,098	13,522	16,206	19,262
(+/-%)	41.6%	19.4%	21.7%	19.9%	18.9%
净利润(百万元)	769	1,100	1,496	1,913	2,425
(+/-%)	25.9%	43.0%	36.0%	27.8%	26.8%
摊薄每股收益 (元)	0.74	1.07	1.45	1.85	2.35
EBIT Margin	11.3%	14.1%	15.4%	16.2%	17.0%
净资产收益率 (ROE)	19.2%	28.7%	30.4%	30.2%	29.9%
市盈率 (PE)	53.1	37.1	27.3	21.4	16.8
EV/EBITDA	36.5	26.5	21.0	17.0	14.0
市净率 (PB)	10.2	10.7	8.3	6.5	5.0

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

2014 年半年报主要财务指标解读：业绩好于预期， 财务一切正常

自 2013 年年报和 2014 年一季报披露以来，市场对天士力有如下疑问：1) 为何 2014 年开年整体收入减缓至个位数、公司高增长时期过去了吗？2) 为何应收账款大幅增加、经营现金流变差了？表明经营质量降低、未来业务增速将减缓？

2014 年中期财报披露之后，应该说市场可以打消疑虑了。投资者不能只看表观财务指标，更应重视公司经营战略及了解具体执行过程在发生哪些变化。以下结合公司业务背景对主要财务指标及其变化的做一解读。

收入：应主要看医药工业，医药工业增速达 28% 超市场预期，仍是一线白马股中收入增速最快的公司

医药工业是天士力的业务核心，上半年增速达 28% 超过我们预期的 25%，应该也超过市场普遍预期。其中，去年 5 月收购的帝益增速 20% 以上（财报收入已追溯调整为 12-14 年同口径，因此总收入大幅增长并非由于本期帝益增量并表所致），复方丹参滴丸增速约 18%，其它产品高速增长。Q2 工业增速加快，表明在行业普遍受到去年下半年以来反腐、新版 GMP 认证、招标延迟等影响增速放缓的大背景下，天士力作为龙头公司，其总体受影响较小，并能很快恢复——符合我们对其大趋势的判断。2013 年工业增速呈前高后低态势，预计下半年随着药品招标的陆续推进，低价药政策的落实执行，公司新老产品有望进一步放量，预计下半年工业将继续加快增长。

医药商业：收入增速放缓并不重要，背因是公司阶段性发展战略的变化。未来商业增速放缓是常态，预计医药工业规模将迅速超过医药商业规模

医药商业并非公司核心业务，而是为了发展核心工业业务而打造的渠道通路，因此商业增速下降至仅有 3.86% 增速并不会对公司价值判断和未来发展构成负面影响。

天士力是最先将渠道下沉到基层的一线医药工业企业之一，因早年大型医药商业企业尚未将触角布至基层，公司自己搭建起全国 11 个商业子公司的网络和渠道，也因此能在国家基药政策执行之后，很快深入拓展基层市场并取得良好业绩（相比同类公司如以岭药业，虽然拥有多个基药独家品种，但近两年才开始布局基层市场）。

可以看到 2006 年以来医药商业连年大幅增长（表 3），2010-2012 三年间更是因为对外加大商业并购超高速增长。在全国性商业网络基本搭建完毕之后，2013 年公司已明确将未来并购目标聚焦于医药工业。因此，未来医药商业增幅放缓将是常态。公司也开始对医药商业进行结构优化，即加大医院纯销业务，减少批发业务。综上这些业务的变化体现在财务上：应收账款上升很快（医药商业占款大，医院纯销账期长）、经营性现金流变差。当然也有行业环境整体的影响（比如我们在医药商业比重比较大的云南白药等公司财报中也观察到对经营现金流的影响）。

当未来医药商业扩张不再是公司阶段性战略发展重点之一的时候，投资者会发现：公司的医药工业收入规模将在今年超过医药商业，未来医药工业通过内生外延持续快速发展，公司的应收账款和经营现金流将明显持续好转。

毛利率水平：因工业结构变化、工业+医药比重变化而造成毛利率微小变化可以忽略。公司各项业务的毛利率水平正常，未来综合毛利率将不断提升。

费用和利润：利润增速远高于收入增速

对利润影响较大的因素包括：资产减值损失 vs 少数股东损益、财务费用。

首先：会计变更带来一次性影响。公司年初对医药商业的应收账款坏账计提会计准则发生变更（当医药商业到 50 亿元以上，公司对医药工业和商业分别采取适合不同业务模式的会计计提准则是合理的），增加净利润 5000 多万，但同时因为此项变更，公司的少数股东损益增加约 5000 万元（主要来自公司持股 70% 的商业子天士力营销集团，它旗下子公司也产生少数股东损益），因此综合而言，此项会计变更并未带来明显收益增加。随着今年 4 月份公司完成对营销集团剩余的 30% 股权的收购，可以预计下半年少数股权损益带来的影响减弱，或更多体现正面影响。

其次，看三项费用。其中管理和营销费用均控制良好，同比增速分别仅 14%、12%。公司近年来管理、营销费用管控持续优异，显示当业务规模快速增大之后，加强整体系统性管理的效果。特别是营销方面，公司投入对 CRM 系统的应用，形成对营销的有效掌控。但财务费用大幅增至 1.31 亿元，增幅高达 114%，成为吞噬利润最大的因素。变化原因：公司短期借款大幅增至 30 亿元，主要是 13 年以来业务扩张及收购帝益药业及整合集团其它工商业资产进入上市公司、对外收购天地药业所致的资金紧张，短贷增加。下半年随着公司定增资金到位，未来财务费用将明显下降（相当于：公司以较低价相继购买集团资产，资金压力增大财务费用因此而大幅上升，但大股东及高管将全额参与二级市场定向增发，再次投入巨额资金，又将大幅缓解财务压力）。因此，公司负债率、财务费用大幅上升也属于阶段性财务表现，未来不必担忧。

综上，公司表观净利润同比增长 24%，扣非增速 41%；如果扣除去年同期约 2500 万元处置资产收益和今年会计变更，增速 30%；如果假设帝益均不并表，则公司原有业务增速约 24%；但如果考虑因收购帝益大幅增加了财务成本，则公司原有业务利润增速远高于收入增速；同时，收购的帝益中期实现实现净利润 9053 万元同比增长 31%表现良好。

经营现金流：明显好转，未来将持续好转

原因如上所述。同时，如果考虑应收票据等同于现金（随着贴现利率走低，兑付将更积极），则公司的经营现金流完全不必担心。另外，2014Q2 相比 2014Q1 应收账款和应收票据已几乎没有太多增长。

表 1、天士力 2014 年中报主要财务指标（单位：亿元）

	2014H1	2013H1	同比变化
营业收入	61.08	54.02	13.07%
-医药工业收入	29.61	23.12	28.07%
-医药商业收入	31.24	30.08	3.86%
管理费用	8.63	7.54	14.45%
营销费用	3.32	2.96	12.16%
财务费用	1.31	0.61	114%
资产减值损失	-0.59	0.31	
少数股东损益	0.74	0.27	174%
归母净利润	7.44	6.00	24.04%
扣非后净利润	7.36	5.21	41.36%
应收账款	30.43	20.47	48.65%
应收票据	9.59	6.91	38.78%
短期借款	30.93	9.41	229%
资产负债率	61.62%	60.21%	44.78% (2013Q1)
经营净现金流	4.61	2.05	124.9%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

提示注意：2014Q2 相比 2014Q1 应收账款和应收票据已几乎没有太多增长。

大股东以较低价置入集团医药资产、以较高价参与二级市场定增，显示对上市公司的大力支持和对未来发展的强烈信心

2013 年，公司变更公司名称为天士力制药集团股份有限公司，明确了上市公司是未来唯一的医药资本平台，并以较低价格将集团持有的医药工业、医药商业及医药产业链相关资产陆续注入上市公司，体现了对公司发展的大力支持。2013 年，公司还实现了公司接班人闫凯镜先生上任和职业管理层团队的新老交替。

收购一览：1) 2013 年 5 月 14.5 亿元现金收购帝益药业 100% 股权，相当于 12PE13.6x, 13PE10x 承诺业绩 13-15 年净利润同比增长 25%。收购特色专科化药企业帝益后，公司将构建以现代中药为核心，生物制药和化学制药为两翼的战略布局，优势互补，协同发展，同时将增厚业绩约 10%；2) 2014 年 4 月现金 4553 万元收购天士力营销集团 30% 股权，相当于 14PE4x 收购后持有 100% 股权，完成了工商一体化；3) 2013 年与天津协力营销策划合伙企业（有限合伙）共同收购河南天地药业股份有限公司 60% 股权。河南天地药业股份有限公司始建于 1956 年，主导产品醒脑静注射液是中药注射剂的大品种，为国家医保乙类品种。收购河南天地药业，丰富了公司心脑血管优质产品线。4) 2013 年收购天津天士力圣特制药有限公司 100% 股权，有效利用化学药资产产能，更好满足市场需求，进一步提升中药国际化的销售渠道的竞争力；5) 2013 年收购天津博科林药品包装技术有限公司 25% 的股权，成为其 100% 股东。完善产业链，促进整体利益最大化；6) 2013 年对控股子公司金纳生物技术公司进行股权与债权重组，成为 100% 控股股东。优化资产结构，整合企业资源；

2014 年 1 季度，公司提出以“定增+激励”相结合的二级市场定增方案，现价九折向大股东和管理层增发，锁定 3 年相当于 3 年期激励，彰显对未来发展的强烈信心。定增数量 3572-7443 万股，增发价 33.59 元/股（前 20 日均价 90%），预计募资 12-25 亿元补充流动资金。回顾天士力 09-13 年第一轮 5 年期的中长期激励基金，结合业绩和股价表现，实际证明过去 5 年公司业绩和股价均表现优异。此次通过向大股东和管理层增发形式实现激励，其本质仍为业绩和股价表现。增发完成后，公司财务压力有望大幅缓解，主业发展和并购推进更健康，经测算增发后财务费用有望大幅下降，对 EPS 反而略有增厚。

重申天士力中长线投资价值——市场对公司平台商业价值的理解不足

目前市场对公司“现代中药平台价值”已有所预期和认识，但对公司“现代中药国际化”和“高端生物药”的“平台和商业模式”的“价值和潜力”预期远不足，我们认为这两个平台已离“摘果子”越来越近，是公司中长期增长的 2 个强劲源泉，在此叙述和梳理我们对这两个平台的理解，以及就市场关心的问题表达我们的观点和理解。

2014 年公司步入第三个十年发展阶段：闫氏父子顺利完成传承接班，新的职业管理团队更趋年轻化，“一个中心+两翼”的产业布局不断优化，现代中药国际化即将

进入冲刺收获阶段。

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、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。预计未来几年公司在“内生+外延”下，有望实现 30%以上增长，中长线价值突出，维持一年期合理估值 56-65 元（15PE30-35x）。

现代中药国际化“平台和商业模式”的“价值和潜力”巨大，市场预期不足

- 丹滴全球 3 期临床稳步推进，通过是大概率事件。销售方面跟跨国巨头合作。（注：丹滴 2 期临床结果显示其主要指标“最大运动耐受时间”远好于 2006 年 CV Therapeutics 公司获批上市的治疗慢性心绞痛的化学药雷诺嗪（ranolazine）500mg 薄膜包衣缓释片（Ranexa））。
- 在该平台下，陆续申报其他中药品种，目前已申报水林佳和穿心莲内脂滴丸。丹参多酚酸属于组分中药注射剂，主治脑梗恢复期，填补美国在该治疗领域空白，13 年跟 FDA 沟通时 FDA 同意可以直接报三期临床，公司从理性角度出发，要从产业链的前端开始慢慢做。
- 看好其商业合作模式，使利益最大化——国内中药企业通过公司平台实现国际化。合作模式包括：天士力提供技术等收费服务；对看好的公司和产品，参与合作公司的部分股权；取得合作公司在北美的销售权。目前有十家公司在找天士力洽谈合作，包括其产品已经在美国做临床（目前除天士力的丹滴外，中国还没有产品在美国实质性做 3 期临床）和尚未做临床。
- 公司国际化的平台——天士力北美公司同时也是国际植物药的研发机构，物色和引进国外优秀的植物药到国内。

高端生物药“平台和商业模式”的“价值和潜力”巨大，市场预期不足

公司上市的第一个生物药——重组人尿激酶原，历经 10 多年研发于 2011 年获批，是“国家十一五重大科技项目”里唯一获得国家一类生物新药证书的产品。最为关键的是采用“哺乳动物细胞为表达载体的基因工程新药”，该技术全球领先，生产工艺难度非常大，相比国内的基因工程药物一般采用较成熟的大肠杆菌等传统表达体系，哺乳动物细胞表达系统优点在于“表达产物在分子结构、理化特性和生物学功能方面最接近于天然的高等生物蛋白质分子”，缺点在于成本高，表达量低，因此技术难度非常大。该平台价值在于：

- 已上市品种——重组人尿激酶原：未来预期销售 20 亿元以上。目前进行 2 方面工作：1）一直在扩产：预计今年 20L 的发酵罐从 10 个到 20 个，收率提升 3 倍，相当于今年产能提升 6 倍。预计 15 年基本能满足市场开发的起步阶段和四期临床的药物供应，16 年基本满足市场全部的药品需求。17 年 300L 的发酵罐技术工艺解决，预计 19 年满足国外部分市场需求。2）临床四期：心梗的溶栓治疗四期临床结果对三期是一个很好的验证，甚至有些指标超过了三期临床。国内目前最好的产品，其开工率也只是在 83%，公司四期临床目前显示开工率 87%。其他适应症——脑梗、肺梗的临床验证也在研究开展。尿激酶原目前面临良好的发展机遇：1）心梗急救以前用支架多，现在治疗手段有变化，现在欧洲急性心梗的首选治疗方案是溶栓药（以前是支架）；2）国内支架价格从当初的 4 万下降到目前的 7000-8000/个，医生使用支架动力

下降; 3) 同类产品——勃林格殷格翰的一个二代溶栓药学术推广做得很强势; 4) 在没有条件实施介入手术的医院, 可以选择溶栓治疗。

- 在该平台上研发上市一系列基药工程药物: 一系列产品在研发, 目前进展快的是 1 个品种 3 期+1 个品种 2 期 (糖尿病足坏死)。
- 看好其商业合作模式——跟国外第三方机构合作, 在该平台上不断引进合资方的生物创新药物, 快速切入高起点的生物创新药物前沿领域, 在中国建立并完成生物创新药物的研发、生产和上市。比如天士力与法国 Transgene (法国梅里埃研究院的附属机构) 在中国共同成立合资公司 (各 50%) ——天士力创世杰, 天士力创世杰将把研发转包给天士力或第三方企业, 以重点进行项目管理以及医疗管理的研究, 产品上市后, 天士力创世杰将自己销售或者通过天士力的营销网络进行销售。首期在中国开发 Transgene 旗下的四种产品: 治疗癌症和感染性疾病的单克隆抗体 TG3003、第二代溶瘤病毒 TG6002、治疗性丙肝疫苗 TG4040 和 TG1050。首个临床试验预计 2015 年开始。

Transgene 旗下有一系列创新药, 未来都可以通过天士力创世杰引进中国。这种模式可以复制, 目前公司在谈的跟其他机构合作都是这种模式, 这样第一可以解决公司生物创新药的资源问题, 第二风险比较小, 相当于公司在中国自己做了一系列 1.1 类的生物新药一样。

而国外企业之所以选择跟天士力合作, 是因为看中天士力高端生物药技术平台, 生产落地的能力, 全国性的营销网络, 系统优势等。

- 未来有望借助该平台开展单抗等药物的研制。

工业各产品线未来销售展望

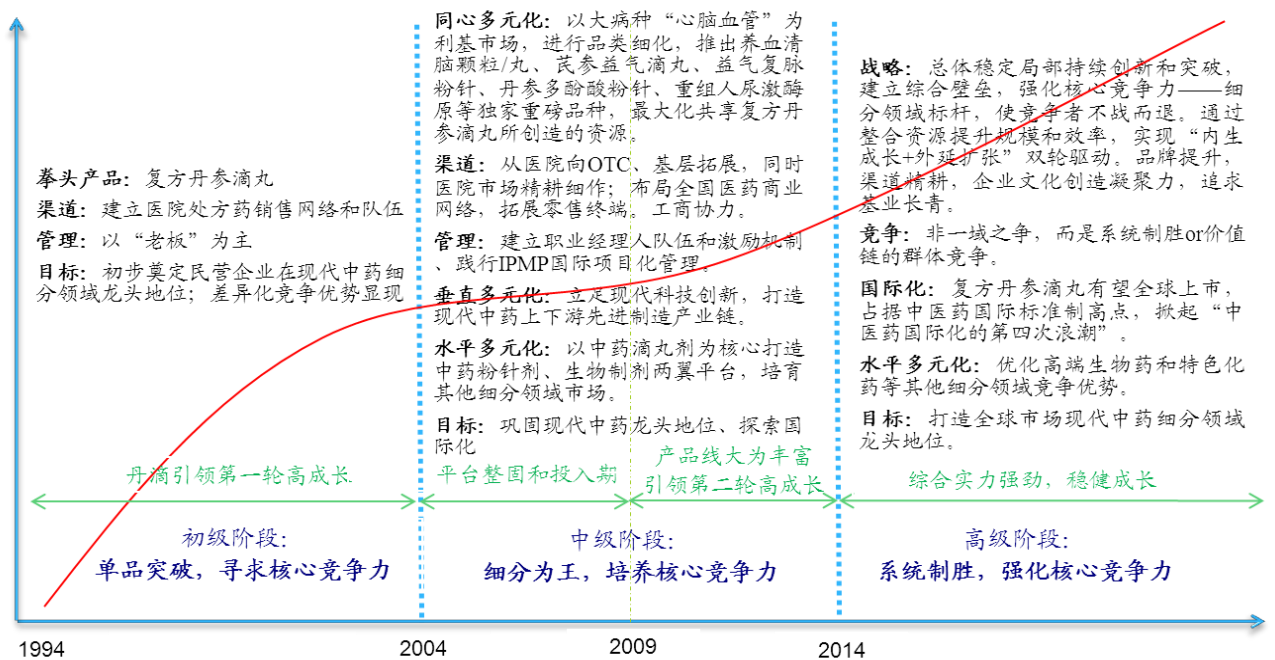
- 中药: 13 年收入 43 亿元, 预计已上市中药产品国内收入未来将达 200 亿元以上
 - ✓ 复方丹参滴丸: 13 年收入 24 亿元, 预计未来国内收入 50 亿元以上, 若顺利通过全球 3 期临床 (大概率事件), 预计未来包括中国在内的全球市场收入 100 亿元以上。
 - ✓ 养血清脑颗粒/丸: 13 年收入 7 亿元, 13 年已进入新版国家基药目录, 预计未来国内收入 30 亿元以上。
 - ✓ 芪参益气滴丸: 13 年收入 2 亿元, 高速增长阶段, 预计未来国内收入 20 亿元以上。
 - ✓ 水林佳: 13 年收入 2.7 亿元, 快速增长阶段, 预计未来国内收入 10 亿元以上。
 - ✓ 荆花胃康、穿心莲内酯滴丸: 13 年收入均过亿, 预计未来国内收入 10 亿元。
 - ✓ 藿香、柴胡滴丸、痰咳净滴丸等: 尚未过亿, 未来几亿元品种。
 - ✓ 3 个中药注射剂: 益气复脉粉针: 已进入 17 个省医保, 13 年收入过 3 亿元, 快速增长中, 预计未来国内收入 20 亿元以上。丹酚多酚酸: 上市较短, 13 年收入 0.5 亿元, 争取进各省医保, 同时做各省招标, 预计未来国内收入 20 亿元以上。醒脑静: 市场需求好, 产能有瓶颈, 明年逐步解决, 13 年收入 2 亿元, 预计未来 5-10 亿元。
 - ✓ 3 个重磅中药品种在申报生产: 治疗糖尿病的糖敏灵丸 (特色品种, 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）；治疗小儿多动症的五灵颗粒（王明院士的多年应用的经验组方，儿科药国家鼓励，小儿多动症临床上没有有效药物，该产品获批之后将成为唯一治疗药物）；治疗痛风的青术颗粒（现在治疗痛风的都是尿酸抑制的化学药，很难去根，青术颗粒多年经验组分，可以去根）。

✓ 几十个中药品种处于不同临床阶段。

- 高端生物药：前面已有详细叙述，其平台和商业模式价值和潜力巨大。
- 特色化药：13年收入6-7亿，以帝益为核心平台，做专，做特色。

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分析师归纳整理，注：红色曲线代表业绩趋势

扬帆出海正当时——市场对公司国际化探路的信心不足

我们对丹滴通过 FDA 认证并在全球获批上市信心十足。市场对丹滴全球三期临床理解的不多，带有不少问题和疑惑，相信通过仔细阅读我们的跟踪研究纪要，将有助于投资者增强对三期临床信心。

通过丹滴与 FDA 打交道，与美国医保、医师协会、药房等交流，打通中药产品在美国的通路

2 期临床回顾：临床结果非常好。2 期临床试验 18 个月，入主 125 个病例，FDA 要求 90 个病例就可以了，但是为了保证 FDA 的结果，避免病人脱落等原因，就多

入主了些病人。2 期临床结果和 FDA 批准的常用化学药比较（试验是进行跑平板试验），主要指标最大运动耐受时间 TED（total exercise duration）的改变，化学药 TED 改变通常在 25-30 秒，丹滴改变 42 秒，而基线水平（暨没有吃药）的平均 TED 在 300 秒，在 300 秒的基础上丹滴可以提高 42 秒，临床效果非常好。

美国抗心绞痛市场需求大，现有药品无法满足，给公司提供了一个非常好的跟 FDA 讨价还价（沟通）的机会。FDA 在抗心绞痛药物方面至少有 26 年没有批准新药，只是在 07-08 年批准了雷诺嗪（雷诺嗪造成明显的 QT 间期延长，造成房颤）。传统药物作用机理要么减少心肌需氧量要么提高心肌供氧量： β 受体阻滞剂，1965 年第一个上市，唯一能变的就是减少心肌需氧量，减缓心率，但可能造成心率过缓；钙通道阻滞剂提高心脏的供氧条件，就是扩张血管，提高供氧量。而丹滴除了有 β 受体阻滞剂和钙通道阻滞剂的作用机理外，还提供了第三条途径，提高每一个氧分子代谢所产生的能量，当病人出现血液供氧不足情况下，代谢率提高，心肌不会感觉到饥饿，因此缓解心绞痛，这样的解释 FDA 也更容易理解。美国心绞痛的标准治疗方案“他汀+阿司匹林+硝酸甘油酯类+ β 受体阻滞剂”四个产品一起用，仍然不能完全缓解心绞痛，平均每周心绞痛也还要发病在 3 次。因此丹滴可以满足美国市场没有满足的急需的临床需求（急需的空白点）。阿司匹林虽然便宜但容易造成脑、胃等出血，而且美国有大量病人是阿司匹林抵抗；硝酸甘油治疗窗口非常窄，12 天才达到稳态。

取得成绩之一：通常 3 期临床需要做 2000-3000 个病例，开始 FDA 要求公司做 4000 个病例，但公司跟 FDA 沟通下来后最终只需要做 960 例。公司跟 FDA 提出一个新思路和新观点：1）安全性：中国和其他国家使用了 20 年，而且 13 年收入 24-25 亿元，量已经非常大，而且 2 期临床丹滴没有出现严重安全事件（SAE，化学药做不到）；2）有效性：试验的样本量越小，能够达到统计显著性的难度越高，丹滴 2 期临床在这么小的样本量下都能有显著性差异，足以证明其有效性。比如阿司匹林做预防心脏病病人意外的试验，2 万个病人，用阿司匹林死亡 7 人，没有用阿司匹林死亡 14 人，直观上给人感觉没什么差别，但最后结论是这样的“阿司匹林预防心脏病病人意外的功能可以提高 50%（ $(14-7)/14$ ）”，说明大样本量下，得出统计显著性差异的可能性会大些。

取得成绩之二：取得 SPA（special protocol assessment）三期临床方案特许（FDA 跟公司事先设计好研究方案，只要试验按原来的既定目标完成，FDA 不再向公司提新的要求或者认为你的试验有问题，只要临床结果统计上显著，就不用担忧批不下来）。所有的临床设计，都得到 FDA 同意，都在 SPA 里面。通常在做临床试验时，在试验过程中 FDA 会随时随地进行监督，试验结束后有权要求对方做补充试验。一般 FDA 是不会给小公司这样的待遇——即按照事先规划的试验完成了临床，FDA 就不再提出新的要求。但是丹滴“2 期临床效果好+FDA 看到公司试验过程的质量控制而充满信心+FDA 对孙鹤博士的信任”等，所以 FDA 授予天士力 SPA。SPA 在美国通常很难给小企业，第一次给中国企业，大的企业也只有 FDA 对其产品有足够的信心或者产品极大满足临床需求。

取得成绩之三：临床设计方案巧妙。按照美国法规，任何一个复方药，必须先证明每一个药安全有效，然后混在一起做成复方。理论上丹滴（丹参+三七+冰片）需

要证明 3 个单味药都有功能，然后混在一起后功能又比单用要好。公司科学地设计一个方案，既符合法规又解决拆分试验的问题，3 期临床做了巧妙的设计：公司在一般的 3 期方案设计的试验组（丹滴）、安慰剂组基础上，新增“三七+冰片”组（如果丹滴组效果好于安慰剂组，同时好于“三七+冰片”组，可以说明丹滴里面真正治疗的是丹参，那为什么不用丹参一个就可以了，还要加“三七+冰片”，为了验证“三七+冰片”的价值，公司之前在加拿大做过小的临床试验，“三七+冰片”和其他抗心绞痛化药比如阿司匹林、华法林等联合用药，同安慰剂+抗心绞痛化药做比较，试验结果表明联合用药的出血倾向明显下降，证明“三七+冰片”的价值，因此得以证明丹滴的价值）。

3 期临床要验证“剂量的差异，批次与批次之间的差异并不重要。 中药批次与批次之间的差异，不可能像化药一样，维持在一个非常窄的范围之内。丹滴不可能把里面每个有效成分每个维持在+10%之内。

- ✓ 丹滴之前在加拿大做了一个最高耐受剂量试验，结果证明丹滴临床剂量的 18 倍（相当于 1 瓶丹滴）不会产生 SAE（严重副作用），治疗窗口非常宽。因此公司在 3 期临床时，做了 2 个剂量治疗组，150mg 和 225mg，如果临床结果显示 2 个剂量同样安全有效，那可以证明治疗窗口非常宽，未来生产丹滴可以做 185mg 的，误差上下 25%都没关系。
- ✓ 在三期临床试验中，每个治疗组（150mg、225mg）中做 3 个不同批次（比如今天、明天、后天生产的），每个批次里面的有效成分（大概 20 多个）多多少少都做 10% 的误差，如果结果证明这 3 个批次临床结果没有差异，可以证明即使有效成分有小幅差异，也没有关系。20 多个有效成分控制使用指纹图谱技术，怎么控制，举例：2 支手，首先控制手大小（控制总量）、再控制大拇指大小（控制核心成分）、剩下的四个指头总量自然被控制住，具体每个指头的差别其实没有什么影响（剩下的成分总量已经被控制住，每个小成分的量不用特别在意），这样既有可控性也有可操作性。

临床过程中不允许使用“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”，但允许使用“单一 β 受体阻断剂和急需的短效缓解心绞痛的硝酸甘油”的原因：（1）美国病人用这些药的比例非常大（这些药在美国预防和治疗很多疾病），跟中国不一样；（2）丹滴未来上市后减少说明书上的用药限制，可以和这些药联合用药。

三期临床时间点：公司注意力集中在如何稳定高质量把三期试验完成，而不是在时间上。FDA 官网最新更新显示：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）不变，预计完成时间 2015 年 12 月，推迟一年，试验目的新增“全球”2 字。

- ✓ **从美国扩大到全球。**三期一开始在美国做临床，后面同时和欧盟、日本、韩国、澳大利亚、加拿大等沟通，发现如果一个三期临床试验，在试验过程当中已经入主一部分本国病人，比如日本要求 120 个病人，欧盟要求 100 多个病人，澳大利亚要求 80 个病人，如果已经有一部分这样的病人，今后可以用同一个三期临床试验的结果在多个国家进行申报，否则到了任何一个国家，都要做当地的三期，很麻烦，因此从美国的试验扩大到全球多中心临床试验。每一个国家都要申请 IND（临床新药申请），因此一边推进美国试验，一边申

请各国 IND，目前已拿到乌克兰、俄罗斯、墨西哥、加拿大等 9 个国家（包括美国）IND，127 个全球临床中心。

- ✓ **病人入主刚开始很快，后面需要找病人。** 因为刚开始的时候可以快速从临床中心现有的病人里面筛选受试者（10 个里面 2-3 个符合条件），后面则需要找新的病人，跟 2 期正好相反（2 期刚开始病人医生不了解丹滴，后面慢慢的入主加快）。美国市场采取的办法是跟美国市场推广机构合作，他们有 20 万个心绞痛病人的数据，公司以 1.5 美元/人的成本，让合作机构把丹滴的试验信息发邮件和电话给这些病人，目前已经发出去 2 万个。俄罗斯、墨西哥、加拿大每个临床中心病人量都非常大，而且装支架比例低，入主快。为加快临床进度和未来多国申报成功的几率，公司跟 FDA 达成共识：只需要 30% 的病人从美国入主，其他病人可以在其他国家入主，保持 960 个病人数不变。

9 个国家 127 个临床中心必须同时接盲，不能分区接盲，但是不同的国家获批可以有先后，可能的情况是各国都看 FDA。 因为先接盲的无形会对后面正在做临床的中心产生影响，所以时间由最慢的一个国家、一个中心决定。台湾进展不错，日本最慢。

表 2：天士力复方丹参滴丸三期临床试验方案

更新时间	首次披露日期：2012 年 7 月 19 日	上次更新日期：2013 年 6 月 26 日	最近更新日期：2014 年 5 月 6 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	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	加了“全球”2 字
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	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	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 2015 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	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。主要有效成分丹参、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	同左

资料来源：FDA、国信证券经济研究所

专利：（1）化药单成分容易仿制，但中药和生物药很类似（FDA 也这么认为），最多只能是 biosimilar，非常复杂。（2）去年申请丹滴中药组方的专利，13 年底获批，有 20 年保护期。

营销：（2）13 年开始搭建美国营销架构，就像 iphone 上市前会预热一样，丹滴到展会、医生群体、药房、专家会议等做各种推广。（2）公司去年在华盛顿邮报发了招工广告，786 个人应聘。挖了 GSK 区域销售总监来公司做美国营销总监。目前

团队 20 多人，之前都是药品营销的，为了锻炼队伍，团队磨合，文化教育，增加北美天士力收入，团队目前在美国销售中药保健品（所以 20 周年庆公司组织了保健品会议），目前跟 7.6 万家药房中的 1 万家药房建立渠道，等未来丹滴上市后，再主要销售丹滴。其他在美国做临床的产品包括丹参总酚酸（SAFI，计划做脑梗发病后 3h、6h、2 星期、3 个月的临床试验，如果证明 3h 后能有效果，绝对是个大产品，FDA 对中药注射剂丹参总酚酸没提出任何反对意见），水林佳（非酒精性脂肪肝，FDA 在非酒精性脂肪肝上还没有标准的指导书，有很多化学大药厂想跟公司合作共同开发），穿心莲内酯（上呼吸道感染，想报 OTC，相比处方药申请要简单些）。

中药全球推广新提法。过去一直说 modernize chinese medicine（现代中药或者中药现代化），这样无形中承认中药不够现代化，需要先把中药现代化，再来改变美国化学药的现状。现在公司的提法是：nature product to modernize the current medicine（天然药物改变化学药现状，天然药物解决化学药的难题。）化学药治疗是不完善的，需要天然药物来改变化学药治疗出现的问题，这样中药就变成了 lead，而不是 follow。现在公司的口号是 lead in the nature way to modernize the current medicine。

写在天士力成立二十周年之际：风华正茂，扬帆出海

天士力以 20 年传承创新孜孜探求所积累的知识/经验/团队/通道，扬帆出海追逐大健康全球梦想正当时。以下为 2014 年 5 月 10 日参加天士力 20 年庆及大健康峰会随笔，供投资者参考。

“复方丹参滴丸三期全球多临床中心试验”成功并不遥远

对此我们在过往的观点中已很明确，此次得以更增强信心，同时，值得欣慰的是公司不仅仅着眼于美国而是全球主流医药市场，这符合天士力闫总一贯的大气魄做事哲学。如果 3 期临床仅做美国可能速度、结果很快，扩大为在全球 9 个国家、127 个临床中心进行（目前已拓展 118 个临床中心），时间或许推后一些但就全局而言却是效率最高最经济的。3 期临床方案从获得美国 FDA 的 SPA 特许、到大幅降低试验病人数量（从近 3000 个减至 960 个）、到扩至多国同时进行、以及对产品批次及剂量差异说明性的设计、对复方制剂中证明 3 个单味药功效的设计（防止上市后减少说明书上可能的用药限制，可以和其它药联合用药）、展开药物经济学试验（为上市后进入医保积累数据）、丹滴专利申请又延长了 21 年（通过工艺质量控制过程设置专利壁垒）。。。等，显示逻辑缜密、考虑周全，堪称是“天士力传承创新 20 年探索+复方丹参滴丸的独特中药魅力+孙鹤博士 14 年美国 FDA 工作经验积淀/8 年丹滴实战智慧”三者完美的结合。可以判断：只要按计划高质量地推进和完成 3 期 960 个病例试验，结果水到渠成。我们预计丹滴全球获批的时间大约是 15 年底或 16 年初。

如果对这个即将发生的里程碑事件报持信心，则应进一步看到“Leader in the natural way to modernize the current medicine”的前景

孙鹤博士的创新提法，即“Natural product to modernize the current medicine”（天

然药物改变化学药现状，天然药物解决化学药的难题）打开了中药现代化的想象空间。除丹滴之外，公司其它 3 个产品也已开始踏上美国 FDA 之路；而国内其它企业的优秀中药品种也有望通过天士力“借船出海”，包括中药注射剂。我们之所以长线看好天士力，正是看到作为产业领袖，未来公司的创新产品线及其市场的宽度和维度将无边界扩张。

包容、开放、创新、进取——未来道路更长更精彩

在 20 年庆现场，除了医药行业重量级政府部门领导之外，前所未有之多的金发碧眼老外出现并主导论坛。显然，在上述“Leader”方向确立后，天士力国际化速度在加快。“中国植物药以优质保健品形式走出国门路径探讨”分会场上，来自欧洲、美国的专家就保健品/膳食补充剂法规、产品规划、市场及推广策略各个方面做了演讲，显示孙博士领导的北美团队已做好了进军“植物药保健品”的准备，北美团队 20 余人，核心销售人员来自跨国药企的欧美医药专业销售人士，以药品为根本销售中药保健品。目的仍是为丹滴等未来以药品身份在欧美销售而“热身”探路，但中国植物药保健品市场本身也是一个巨大的待开发处女地，如果在欧美市场取得突破，无疑又是一片广阔蓝海。会议上天士力新成立的国际创新投资事业部首次亮相，负责人韩厉玲博士介绍了国际业务合作、国内外研发项目投资和产品引进的构想；会议上也见到来自医药行业国内外各相关产业链一流企业负责人参会；参观了新落成的大健康、研发展览馆，展示集团整体大健康的战略布局（医药/医疗、水/茶/酒）及各产业模块创新理念；公司的花园式开阔厂区规模范围亦不断扩大，不由感叹闫希军夫妇早年拿下北辰大片价廉地块的魄力，以及 20 年亲力亲为始终充满激情地将大健康版图一步步纵深和横向拓展的雄心大略，也不由联想到天士力上述 8 个字特点。正是对国内外优秀人才的吸引、汇聚和重视，成就今天可能扬帆出海的时机和实力。就在这一年里，天士力药业也顺利完成了闫氏父子交接班，今后的步子必将更快、更稳健，今后的道路必将更长、更精彩。

天士力风险在哪里？

对一个成长型企业而言，因“短视”而错失投资机会的情形可能有以下几种：1) 因行业波动而担忧企业波动；2) 因企业业绩短期波动而否定投资信心；3) 过于乐观，导致股价阶段性透支；4) 过度悲观，看不清“成长曲线”。

具体到天士力，和绝大多数医药股相比，她的三阶段成长曲线是非常清晰的（参照国信医药《传承创新、追逐梦想》研报）。医药行业处于一个改革动荡期，政策扰动是难免的，应该看到，已具备核心竞争优势的企业可能受到的影响最小，恢复却最快；企业有所投入才能推动持续成长，应理解成长型企业某个时期业绩波动的缘由，而忽略季度性小波动；2008-2013 年 7 月，从 8 元多至复权 100 元的股价上升周期中，应该说也积累了短期趋势性超乐观情绪，致估值阶段性透支，叠加整个市场对制药股政策受抑的担忧、以及今年 1 季度行业数据弱和公司业绩小波动担忧，股价经历了一年约 20% 多的调整，估值泡沫已消除；当前应该是第 4 种情况了。

表 3: 天士力收入分拆 (单位: 万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总收入 (万元)	656966	930146	1110807	1320714	1564045	1840766
增长率	41.23%	41.58%	19.42%	18.90%	18.42%	17.69%
医药工业	238191	340722	492212	647692	810862	997803
增长率	27.40%	43.05%	44.46%	31.59%	25.19%	23.05%
其中:						
1、复方丹参滴丸	160684	199248	235112	272730	313640	357550
增长率	22.75%	24.00%	18.00%	16.00%	15.00%	14.00%
2、其它品种合计:	77565	138403	188577	267933	367205	484904
增长率	38.47%	78.43%	36.25%	42.08%	37.05%	32.05%
其中: 养血清脑颗粒/丸	38025	54701	68376	88889	113778	142222
增长率	30.00%	43.85%	25.00%	30.00%	28.00%	25.00%
芪参益气滴丸	5641	12821	20513	29744	40154	52200
增长率	55.00%	127.27%	60.00%	45.00%	35.00%	30.00%
水林佳	14530	20513	27350	35556	44800	55552
增长率	43.51%	41.18%	33.33%	30.00%	26.00%	24.00%
荆花胃康	5556	8974	12115	16356	21263	26578
穿心莲内酯/藿香/柴胡滴丸	7400	17094	22222	28889	36111	44417
中药粉针	6413	23800	37000	63000	99600	143960
1、益气复脉	6413	20800	32000	48000	69600	93960
2、丹酚多酚酸	0	3000	5000	15000	30000	50000
生物药-重组人尿激酶原	0	500	1000	3500	5500	7975
其他新品				2000	6000	12000
3、天士力蒂益			64847	79113	96518	115821
增长率			22%	22%	22%	20%
4、河南天地药业			5720	27915	33499	39528
增长率			25%	22%	20%	18%
医药商业	415375	585178	607276	668003	748164	837943
增长率	51.03%	40.88%	3.78%	10.00%	12.00%	12.00%
非主营业务	3400	4246	11320	5020	5020	5020
主营利润 (万元)	194965	283547	400433	520171	648298	795498
增长率	25.13%	45.43%	41.22%	29.90%	24.63%	22.71%
医药工业(万元)	177976	252884	369159	485769	609768	752344
增长率	27.38%	42.09%	45.98%	31.59%	25.53%	23.38%
医药商业(万元)	16989	30663	31275	34402	38530	43154
增长率	5.59%	80.49%	1.99%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	29.96%	30.67%	36.60%	39.54%	41.58%	43.32%
毛利率同比提升	-3.73%	0.71%	5.93%	2.94%	2.04%	1.75%
医药工业(%)	74.72%	74.22%	75.00%	75.00%	75.20%	75.40%
毛利率同比提升	-0.01%	-0.50%	0.78%	0.00%	0.20%	0.20%
医药商业(%)	4.09%	5.24%	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%
毛利率同比提升	-1.76%	1.15%	-0.09%	0.00%	0.00%	0.00%
非主营业务(%)	54.96%	40.12%	40.12%	40.12%	40.12%	40.12%
收入构成						
医药工业	36.26%	36.63%	44.31%	49.04%	51.84%	54.21%
医药商业	63.23%	62.91%	54.67%	50.58%	47.84%	45.52%
毛利构成						
医药工业	91.29%	89.19%	92.19%	93.39%	94.06%	94.58%
医药商业	8.71%	10.81%	7.81%	6.61%	5.94%	5.42%

资料来源: 公司年报, 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 13 年 10 月开始并表 (公司财报已做追溯调整, 本预测未调整)。

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)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	955	1974	2915	4214	营业收入	11108	13522	16206	19262
应收款项	3233	3935	4717	5606	营业成本	7043	8276	9663	11244
存货净额	1265	1350	1576	1836	营业税金及附加	95	116	139	165
其他流动资产	292	297	357	424	销售费用	1553	2018	2515	3056
流动资产合计	5850	7662	9668	12185	管理费用	814	1027	1265	1522
固定资产	2924	3126	3280	3411	财务费用	148	178	170	159
无形资产及其他	370	355	340	325	投资收益	4	5	5	5
投资性房地产	657	657	657	657	资产减值及公允价值变动	(58)	0	(25)	(25)
长期股权投资	412	412	412	412	其他收入	0	0	0	0
资产总计	10212	12212	14357	16990	营业利润	1401	1912	2435	3095
短期借款及交易性金融负债	1860	1900	1900	1900	营业外净收支	17	17	30	30
应付款项	1491	1981	2311	2693	利润总额	1418	1928	2465	3125
其他流动负债	1639	1979	2349	2768	所得税费用	252	342	437	555
流动负债合计	4990	5859	6560	7361	少数股东损益	66	90	115	146
长期借款及应付债券	869	869	869	869	归属于母公司净利润	1100	1496	1913	2425
其他长期负债	210	210	210	210					
长期负债合计	1079	1079	1079	1079	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6069	6938	7639	8441		2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	311	347	393	451	净利润	1100	1496	1913	2425
股东权益	3832	4926	6325	8098	资产减值准备	(37)	21	5	4
负债和股东权益总计	10212	12212	14357	16990	折旧摊销	193	192	231	255
					公允价值变动损失	58	0	25	25
关键财务与估值指标					财务费用	148	178	170	159
	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(755)	57	(360)	(412)
每股收益	1.07	1.45	1.85	2.35	其它	85	15	41	54
每股红利	0.29	0.39	0.50	0.63	经营活动现金流	644	1781	1855	2351
每股净资产	3.71	4.77	6.12	7.84	资本开支	(992)	(400)	(400)	(400)
ROIC	24%	27%	32%	37%	其它投资现金流	(86)	0	0	0
ROE	29%	30%	30%	30%	投资活动现金流	(1099)	(400)	(400)	(400)
毛利率	37%	39%	40%	42%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	16%	17%	负债净变化	(31)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	18%	18%	支付股利、利息	(296)	(402)	(514)	(652)
收入增长	19%	22%	20%	19%	其它融资现金流	1068	40	0	0
净利润增长率	43%	36%	28%	27%	融资活动现金流	416	(362)	(514)	(652)
资产负债率	62%	60%	56%	52%	现金净变动	(38)	1019	941	1300
息率	1%	1%	1%	2%	货币资金的期初余额	993	955	1974	2915
P/E	37.1	27.3	21.4	16.8	货币资金的期末余额	955	1974	2915	4214
P/B	10.7	8.3	6.5	5.0	企业自由现金流	(235)	1564	1630	2136
EV/EBITDA	26.1	21.0	17.0	14.0	权益自由现金流	801	1457	1491	2005

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 $\pm 10\%$ 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

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	邴彬	021-60933155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	邴彬	021-60933155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
		龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸		计算机	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

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）		
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
甄 艺	010-66020272 18611847166		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		唐泓翼	13818243512		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617		吴 国	15800476582		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
陈孜譞	18901140709		储贻波	18930809296		刘紫薇	13828854899	
						许樱之	18688989863	