证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

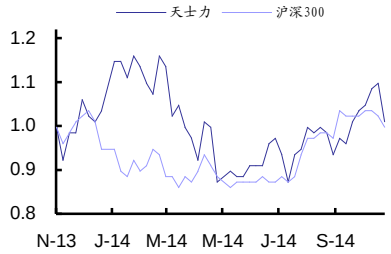
天士力（600535） 推荐

2014 年三季报点评

（维持评级）

2014 年 10 月 27 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）	41,892/41,892
上证综指/深圳成指	2,302/7,921
12 个月最高/最低元）	47.75/35.03

相关研究报告:

《天士力-600535-2014 年中报点评：风华正茂，坚定看好》 ——2014-08-11

《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

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

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

坚定看好，分享新一轮激励期高成长

- **1-9 月扣非净利增 37.2%，ESP1.10 元，符合预期**

2014 年 1~9 月公司实现主营收入 92.1 亿元（+13.9%），归母净利润 11.4 亿元（+26.2%），扣非后净利润 11.3 亿元（+37.2%），EPS 1.10 元，符合预期。经营性净现金流 5.7 亿元（+443.8%），从 Q2 开始继续大幅好转，预计 Q4 继续好转。扣除因应收款项坏账准备计提比例变更而增加的归母净利润 6597.1 万元及非经常性损益后净利润增 29.2%。公司综合毛利率提升 1.24pp，费用控制良好，净利率提升 1.72pp。

Q3 单季度收入 31.0 亿元（+15.6%），归母净利润 3.96 亿元（+30.8%），扣非后净利润 3.95 亿元（+31.7%），对应 EPS0.38 元。

- **核心医药工业持续较快增长，规模将快速超过商业**

医药工业：是公司的核心业务，1-9 月收入同比增 24.7%，仍是一线医药股增长最快的，预计丹滴增速约 18%，二线品种快速放量。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，工业将持续较快增长。

医药商业：优化了七大商业公司、OTC 终端、医院终端等商业网络，为发展核心工业业务而打造的渠道通路已逐渐搭建完成；1-9 月商业收入增长 7.0%，较上半年增速 3.9%显著加快。但未来商业扩张不是公司的重点，增速放缓将是常态，未来将主要进行结构性优化，加大医院市场、基层市场销售。预计今年医药工业规模将超过商业。

- **坚定看好公司"现代中药国际化"和"高端生物药"平台商业价值**

市场对公司的"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，具体分析可参见国信医药 2014 年中报点评《风华正茂，坚定看好》研报。

- **风华正茂、扬帆出海，分享新一轮激励期高成长，维持"推荐"**

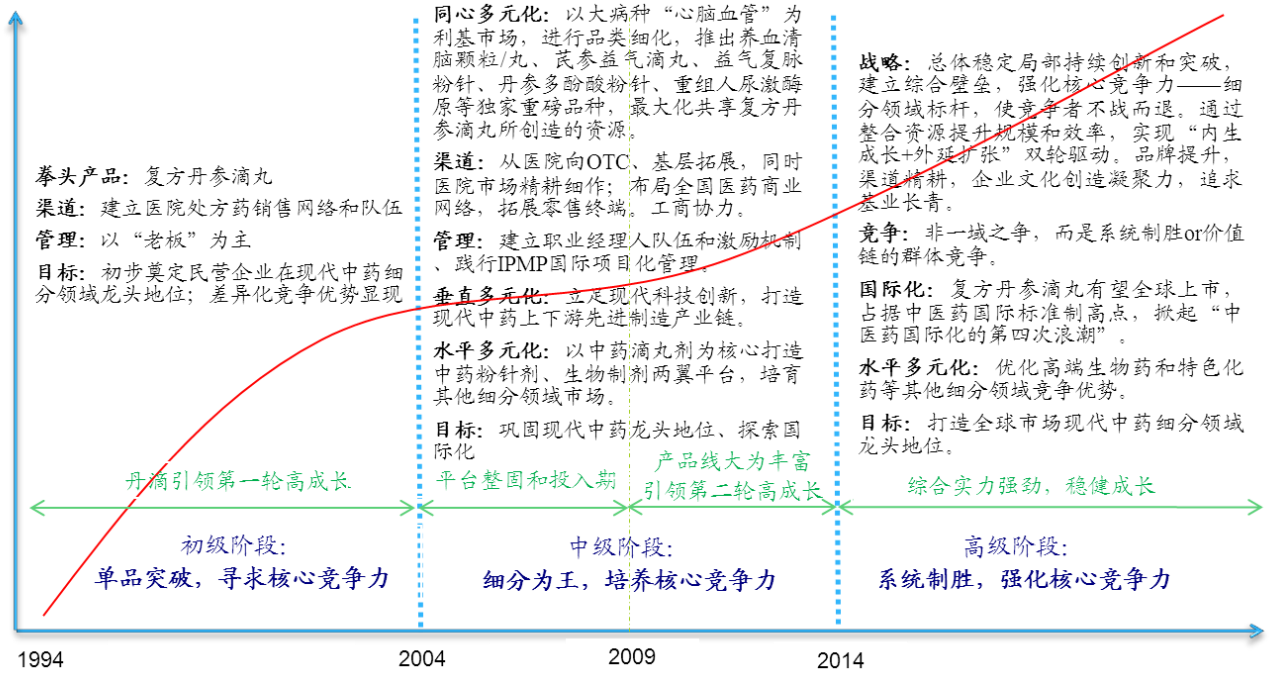
暂不考虑增发（增发完成后，公司财务费用有望大幅降低，经测算预计增发对 EPS 无摊薄），维持预测 14-16EPS1.45/1.85/2.35 元，同比增 36%/28%/27%。公司是一家创新型并具国际化战略视野的现代中药龙头企业，代表了现代中药传承、创新、突破、发展及国际化的巨大前景，公司中长线价值突出，未来千亿市值可期。目前股价对应 14PE28X，PEG 仅 0.78，估值处于历史低位，维持一年期合理估值 56-65 元（15PE30-35x），建议买入。

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）	54.5	38.1	28.0	21.9	17.3
EV/EBITDA	37.4	27.1	21.4	17.3	14.3
市净率（PB）	10.4	10.9	8.5	6.6	5.2

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

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

表 1：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型心绞痛	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型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 个国家用于治疗和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型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	同左

资料来源：FDA、国信证券经济研究所

表 2：天士力收入分析（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）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	955	1974	2915	4214
应收款项	3233	3935	4717	5606
存货净额	1265	1350	1576	1836
其他流动资产	292	297	357	424
流动资产合计	**5850**	**7662**	**9668**	**12185**
固定资产	2924	3126	3280	3411
无形资产及其他	370	355	340	325
投资性房地产	657	657	657	657
长期股权投资	412	412	412	412
资产总计	**10212**	**12212**	**14357**	**16990**
短期借款及交易性金融负债	1860	1900	1900	1900
应付款项	1491	1981	2311	2693
其他流动负债	1639	1979	2349	2768
流动负债合计	**4990**	**5859**	**6560**	**7361**
长期借款及应付债券	869	869	869	869
其他长期负债	210	210	210	210
长期负债合计	**1079**	**1079**	**1079**	**1079**
负债合计	**6069**	**6938**	**7639**	**8441**
少数股东权益	311	347	393	451
股东权益	3832	4926	6325	8098
负债和股东权益总计	**10212**	**12212**	**14357**	**16990**

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.07	1.45	1.85	2.35
每股红利	0.29	0.39	0.50	0.63
每股净资产	3.71	4.77	6.12	7.84
ROIC	24%	27%	32%	37%
ROE	29%	30%	30%	30%
毛利率	37%	39%	40%	42%
EBIT Margin	14%	15%	16%	17%
EBITDA Margin	16%	17%	18%	18%
收入增长	19%	22%	20%	19%
净利润增长率	43%	36%	28%	27%
资产负债率	62%	60%	56%	52%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	38.1	28.0	21.9	17.3
P/B	10.9	8.5	6.6	5.2
EV/EBITDA	26.7	21.4	17.3	14.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**11108**	**13522**	**16206**	**19262**
营业成本	7043	8276	9663	11244
营业税金及附加	95	116	139	165
销售费用	1553	2018	2515	3056
管理费用	814	1027	1265	1522
财务费用	148	178	170	159
投资收益	4	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(58)	0	(25)	(25)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1401	1912	2435	3095
营业外净收支	17	17	30	30
利润总额	**1418**	**1928**	**2465**	**3125**
所得税费用	252	342	437	555
少数股东损益	66	90	115	146
归属于母公司净利润	**1100**	**1496**	**1913**	**2425**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	**1100**	**1496**	**1913**	**2425**
资产减值准备	(37)	21	5	4
折旧摊销	193	192	231	255
公允价值变动损失	58	0	25	25
财务费用	148	178	170	159
营运资本变动	(755)	57	(360)	(412)
其它	85	15	41	54
经营活动现金流	**644**	**1781**	**1855**	**2351**
资本开支	(992)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	(86)	0	0	0
投资活动现金流	**(1099)**	**(400)**	**(400)**	**(400)**
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	(31)	0	0	0
支付股利、利息	(296)	(402)	(514)	(652)
其它融资现金流	1068	40	0	0
融资活动现金流	**416**	**(362)**	**(514)**	**(652)**
现金净变动	**(38)**	**1019**	**941**	**1300**
货币资金的期初余额	993	955	1974	2915
货币资金的期末余额	955	1974	2915	4214
企业自由现金流	(235)	1564	1630	2136
权益自由现金流	801	1457	1491	2005

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。