

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年2月18日

天药股份(600488.SH)/7.08元

只待掌舵人入主，是我们寻找的09年下半年股票

日用消费·医药

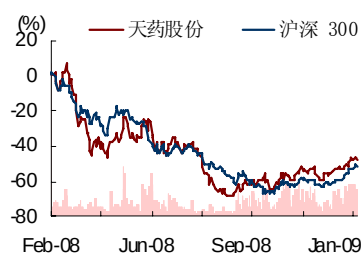
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2319
总股本(万股)	54289
已上市流通股(万股)	36158
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	3.5
资产负债率	41.5%
主要股东	天津药业集团有限公司
主要股东持股比例	46.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	34	-48
相对表现	-11	36	3



相关报告

- 1、医药行业月报(09年1月)——重点公司年报前瞻、政策解读和了望 2009/1/19
- 2、《医药行业 2009 年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域》 2008/12/4
- 3、天药股份—皮质激素出口退税率由 5%上调到 9%，董事会换届在即 2008/11/20
- 4、天药股份(600488)——确立快速增长拐点，孕育慢牛走势 2008/10/16
- 5、医药行业第四季度投资策略——新医改推动行业整合来临，布局产业巨头 2008/9/14
- 6、医药行业 2008 年中期投资策略——剖析药品大类，锁定成长性和防御性兼备品种 2008/6/23

报告原因：公司今日公布 2008 年报。

- 公司 08 年经营业绩略低于预期，因为实际收到的历史出口退税额低于预期。08 年快速增长来源有二：1、螺内酯和倍他米松销量明显增长。2、皮质激素整体销售价格同比上涨 25%。08 年公司皮质激素原料药产量 136 吨，创历史新高，同比增长 24.8%。08 年实现销售收入 8.8 亿元，同比增长了 25.5%；净利润 5022 万元，同比增长了 92.1%，EPS 0.09 元，每股经营性现金流 0.4 元。拟每 10 股派现金股利 0.3 元。合并毛利率同比上升 0.3 个百分点，期间费用率同比下降 0.6 个百分点，实际所得税率 10.4%，公司加强了应收账款管理，应收账款同比下降 20.7%，应收账款周转率同比显著上升 4.5，存货周转率同比略升 0.2，ROE 3.4%，同比上升 1.6 个百分点。其中母公司销售毛利率同比上升 0.9 个百分点。
- 09~2011 年利润增长点：1、产品总体销售价格将高于 08 年，提价效应仍会显现，加大提价幅度有待新董事长入主。2、3116 和 3117 新工艺在滨海新区生产基地全面应用，生产成本将大幅下降，毛利率提升是必然。公司产销量将不断上升。3、公司“螺内酯”和“六甲基泼尼松龙”等 6 个皮质激素产品通过了欧洲 COS 认证，公司具备收购整合欧洲同类企业和国内企业的能力，整合后进一步提升产品定价权 and 市场份额。4、部分产品与辉瑞长期稳定合作，利润增长确定。5、财务费用缩减、历史出口退税返还，与新增折旧费用相抵。
- 我们推荐“天药股份”的逻辑：1、皮质激素属于特色原料药，与抗生素和维生素大宗原料药有本质区别。固定成本是其主要成本，约占 50%以上。当生产规模放大时，成本下降明显，毛利率提高。2、抗生素和维生素的下游客客户以食品饮料、动物饲料为主，用量大，以“吨”计量，其需求容易受到经济周期波动的影响。而皮质激素下游客户完全是药品，其需求刚性强，基本不受经济周期波动的影响，使用量仅以“公斤”计量。提价是抗生素和维生素毛利率提升盈利的主要推动力，而皮质激素提高售价和产销量放大都能提升毛利率。3、天药股份皮质激素在全球具备技术领先优势，新董事长作为技术发明人，入主后，技术进步将明显提升毛利率。
- 我们调整预计：公司 2009~2011 年净利润同比增长 231%、82%和 56%，实现 EPS 0.31 元、0.56 元和 0.87 元，当前对应预测 PE23 倍、13 倍和 8 倍，维持“强烈推荐-A”评级。我们预计新董事长上任将在 09 年中期，因此，天药股份是我们寻找的 09 年下半年股票，深度调研报告随后推出。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	699	877	1184	1586	2110
同比增长	15%	25%	35%	34%	33%
营业利润(百万元)	31	55	202	369	577
同比增长	-33%	78%	267%	82%	56%
净利润(百万元)	26	50	166	303	473
同比增长	-42%	92%	231%	82%	56%
每股收益(元)	0.05	0.09	0.31	0.56	0.87
PE	147.0	76.5	23.2	12.7	8.1
PB	2.7	2.6	2.4	2.0	1.6

资料来源：招商证券

公司 2008 年经营分析

公司 08 年经营业绩略低于预期，因为实际收到的历史出口退税额低于预期。

08 年快速增长来源有二：1、螺内酯和倍他米松销量明显增长。2、皮质激素整体销售价格同比上涨 25%。08 年公司皮质激素原料药产量 136 吨，创历史新高，同比增长 24.8%。

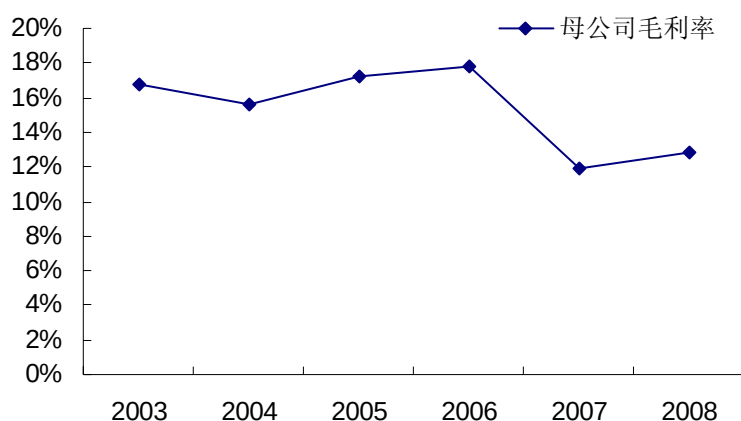
08 年实现销售收入 8.8 亿元，同比增长了 25.5%；净利润 5022 万元，同比增长了 92.1%，EPS 0.09 元，每股经营性现金流 0.4 元。拟每 10 股派现金股利 0.3 元。合并毛利率同比上升 0.3 个百分点，期间费用率同比下降 0.6 个百分点，实际所得税率 10.4%。

公司加强了应收账款管理，应收账款同比下降 20.7%，应收帐款周转率同比显著上升 4.5，存货周转率同比略升 0.2，ROE 3.4%，同比上升 1.6 个百分点。其中母公司销售毛利率同比上升 0.9 个百分点。

表1：合并报表及母公司报表的重要财务指标

	合并报表		母公司报表	
	08 年	增长率	08 年	增长率
营业收入(百万元)	877	25.5%	1,134	16.0%
营业成本(百万元)	677	24.9%	989	14.8%
毛利率	22.8%	0.3%	12.8%	0.9%
营业费用率	1.9%	-0.1%	0.2%	0.0%
管理费用率	9.8%	0.8%	5.9%	1.0%
财务费用率	4.6%	-1.4%	3.4%	-0.2%
期间费用率	16.3%	-0.6%	9.5%	0.7%
营业利率	6.3%	1.8%	3.4%	0.8%
利润总额(百万元)	58	78.9%	27	52.4%
利润率	6.6%	2.0%	3.6%	0.9%
实际所得税率	10.4%	-2.6%	9.5%	-1.9%
净利润(百万元)	50	92.1%	37	55.7%
净利率	5.7%	2.0%	3.3%	0.8%
应收账款周转率	8.6	4.5	20.2	10.6
存货周转率	1.1	0.2	1.9	0.1
每股经营现金流(元)	0.40	0.10	0.40	0.12

数据来源：公司年报，招商证券研究

图1：08年母公司毛利率同比上升


数据来源：公司年报，招商证券研发

表2：天药股份单季度，季度累积财务指标

单位:百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	07A	08A
一、营业总收入	173	144	168	123	146	209	182	162	198	239	221	218	699	877
二、营业总成本	156	124	155	126	135	198	173	161	186	223	205	208	667	822
其中：营业成本	128	101	124	78	108	166	145	124	160	197	174	147	542	677
营业税金及附加	1	1	1	1	1	2	0	1	1	0	1	1	4	3
销售费用	2	2	3	3	3	4	4	4	3	3	4	7	14	17
管理费用	17	12	17	25	15	15	14	20	15	17	15	38	63	86
财务费用	7	7	9	17	9	12	10	11	8	7	12	14	42	40
资产减值损失	1	1	1	1	0	0	0	2	-1	-1	0	1	2	-1
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	1	0	-1	-1	3	2	-3	-1	1
四、营业利润	17	20	13	-3	10	12	9	0	11	19	19	6	31	55
加：营业外收入	0	0	0	6	0	0	0	1	0	0	0	2	1	3
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	17	20	13	3	10	12	8	1	11	19	19	8	32	58
减：所得税	3	2	3	-1	2	2	1	0	2	3	3	-2	4	6
六、净利润	14	18	10	3	9	10	8	2	9	17	16	10	28	52
减：少数股东损益	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	2	1
七、归属母公司所有者净利润	14	18	10	3	8	10	7	2	9	16	16	10	26	50
EPS	0.06	0.04	0.02	0.01	0.02	0.02	0.01	0.00	0.02	0.03	0.03	0.02	0.05	0.09
收入增长率	-1%	-14%	-10%	-6%	-15%	45%	8%	32%	36%	15%	22%	34%	15%	25%
毛利率	26%	30%	26%	36%	26%	21%	20%	24%	19%	18%	22%	33%	22%	23%
营业利润率	10%	14%	8%	-3%	7%	6%	5%	0%	5%	8%	9%	3%	4%	6%
净利率	8%	13%	6%	3%	6%	5%	4%	1%	4%	7%	7%	5%	4%	6%
营业费率	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	3%	2%	2%
管理费费率	10%	8%	10%	20%	10%	7%	8%	12%	8%	7%	7%	18%	9%	10%
实际税率	16%	8%	20%	-19%	15%	16%	11%	-12%	18%	14%	17%	-22%	13%	10%
净利润增长率	-31%	-28%	-52%	-80%	-42%	-46%	-33%	-45%	4%	69%	136%	488%	-42%	92%

资料来源：公司季报，半年报，年报，招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1119	1093	1487	1794	2309
现金	259	163	427	463	614
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	28	44	47	63	84
应收款项	113	90	117	157	209
其它应收款	58	23	31	41	55
存货	605	665	801	991	1247
其他	55	108	64	79	99
非流动资产	1196	1479	1254	1218	1183
长期股权投资	98	94	98	98	98
固定资产	648	640	1004	979	953
无形资产	117	116	104	94	84
其他	333	629	48	47	47
资产总计	2315	2572	2741	3012	3491
流动负债	855	1068	1070	1027	1009
短期借款	738	824	824	720	620
应付账款	89	102	122	151	191
预收账款	17	10	12	15	19
其他	11	132	111	140	179
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	855	1068	1070	1027	1009
股本	543	543	543	543	543
资本公积金	509	509	509	509	509
留存收益	378	418	573	865	1328
少数股东权益	30	34	46	69	103
母公司所有者权益	1430	1470	1625	1917	2379
负债及权益合计	2315	2572	2741	3012	3491

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	162	219	149	200	306
净利润			166	303	473
折旧摊销			57	56	55
财务费用			33	29	25
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			(129)	(212)	(283)
其它			23	23	36
投资活动现金流	(313)	(362)	158	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			178	0	0
筹资活动现金流	(130)	32	(43)	(144)	(135)
借款变动			(0)	(104)	(100)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(11)	(11)	(11)
其他			(32)	(29)	(24)
现金净增加额	(280)	(111)	264	36	151

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	699	877	1184	1586	2110
营业成本	542	677	816	1009	1270
营业税金及附加	4	3	5	6	8
营业费用	14	17	22	30	40
管理费用	63	86	107	143	190
财务费用	42	40	33	29	25
资产减值损失	2	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	1	1	1	1
营业利润	31	55	202	369	577
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	32	58	202	369	577
所得税	4	6	24	44	69
净利润	28	52	178	325	508
少数股东损益	2	1	12	22	35
母公司所有者净利润	26	50	166	303	473
EPS (元)	0.05	0.09	0.31	0.56	0.87

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	25%	35%	34%	33%
营业利润	-33%	78%	267%	82%	56%
净利润	-42%	92%	231%	82%	56%
获利能力					
毛利率	22.4%	22.8%	31.1%	36.4%	39.8%
净利率	3.7%	5.7%	14.0%	19.1%	22.4%
ROE	1.8%	3.4%	10.2%	15.8%	19.9%
ROIC	2.9%	3.7%	8.3%	13.0%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	41.5%	39.0%	34.1%	28.9%
净负债比率	31.9%	32.0%	30.1%	23.9%	17.8%
流动比率	1.3	1.0	1.4	1.7	2.3
速动比率	0.6	0.4	0.6	0.8	1.1
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
应收帐款周转率	4.1	8.6	11.4	11.6	11.5
应付帐款周转率	6.6	7.1	7.3	7.4	7.4
每股资料(元)					
每股收益	0.05	0.09	0.31	0.56	0.87
每股经营现金	0.30	0.40	0.27	0.37	0.56
每股净资产	2.63	2.71	2.99	3.53	4.38
每股股利	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE	147.0	76.5	23.2	12.7	8.1
PB	2.7	2.6	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	86.2	67.1	33.9	21.7	15.0

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，5年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。