

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

2009年4月22日

天药股份(600488.SH)/8.04元

3月份开始进入出口旺季，是我们寻找的09年下半年股票

日用消费·医药

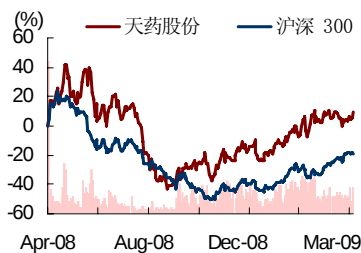
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2536
总股本(万股)	54289
已上市流通股(万股)	36158
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	3.3
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	0	48	5
相对表现	-13	5	23



相关报告

- 1、医药行业 2009 年第二季度投资策略——遵循成长源动力和新医改导向，收集持有五类个股 2009/4/9
- 2、天药股份——依托技术领先，整合全球皮质激素的长线白马 2009/2/27
- 3、天药股份——只待掌舵人入主，是我们寻找的 09 年下半年股票 2009/2/18
- 4、医药行业月报(09 年 1 月)——重点公司年报前瞻、政策解读和展望 2009/1/19
- 5、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
- 6、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
- 7、天药股份——确立快速增长拐点，孕育慢牛走势 2008/10/16
- 8、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

报告原因：公司公布 09 年 1 季报。

- 因 1、2 月份是皮质激素出口淡季，加之经销商在经济危机中优先消化库存，天药股份 1 季度收入、利润总额、净利润分别增长 6.6%、7.2%、13.4%，实现 EPS 0.02 元，符合预期。主导产品地塞米松 1 季度出口平均价格 1260 美元/公斤，同比价格上涨 17%，同比提价效应明显，推动毛利率大幅上升 4.8 个百分点，每股经营现金流高达 0.18 元。管理费率、财务费率、期间费率同比分别上升 2.4、0.9、3.5 个百分点，实际所得税率下降 3.5 个百分点。
- 3 月份开始进入出口旺季，天药股份是我们寻找的 09 年下半年股票。我们分析认为：1、皮质激素下游需求是单一的一线治疗用药，用量微小而必须，其需求极为刚性。每年 3~10 月是其出口旺季。我们预计今年第 2 季度出口量和出口均价都将好于第 1 季度，当前皂素价格维持高位符合公司产品战略需要，2 季度增速将显著加快。2、我们重申公司专注于皮质激素研发和生产，具备整合国际市场的技术竞争力。预期掌舵人新董事长 6 月正式上任，一系列新技术新产品将呈爆炸式推出，投资者能充分分享公司较快业绩增速带来的股价上涨空间。请参阅 09 年 2 月 27 日《天药股份深度研究报告——依托技术领先，整合全球皮质激素的长线白马》。
- 我们维持 09 年较为中性的业绩预测：销售收入和净利润同比增长 31%和 239%，实现 EPS0.31 元。09 年是天药股份业绩增长的拐点。06~08 年公司消化历史包袱，制约了其估值水平。09 年完成整体搬迁，新董事长上任、管理体制理顺，新产品新技术上市加快，未来快速增长明确，公司已具备值得长线投资的白马股素质，正步入全新快速增长。2010 年公司 ROE 超过 10% 确定性较强，当前 PB 仅 2.7 倍，远低于行业平均水平，维持“强烈推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

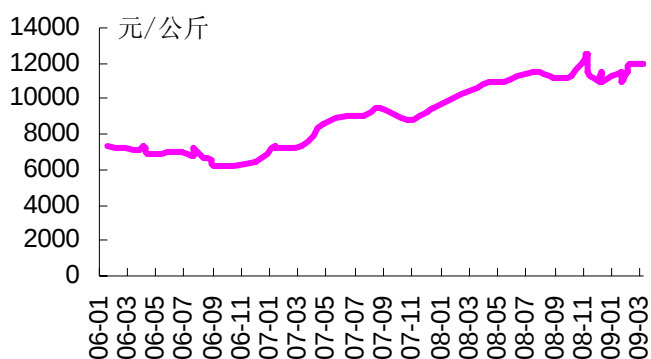
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	699	877	1184	1586	2110
同比增长	15%	25%	35%	34%	33%
营业利润(百万元)	31	55	199	360	558
同比增长	-33%	78%	261%	81%	55%
净利润(百万元)	26	50	170	308	477
同比增长	-42%	92%	239%	81%	55%
每股收益(元)	0.05	0.09	0.31	0.57	0.88
PE	167.0	86.9	26.3	14.4	9.2
PB	3.1	3.0	2.7	2.3	1.8

资料来源：招商证券

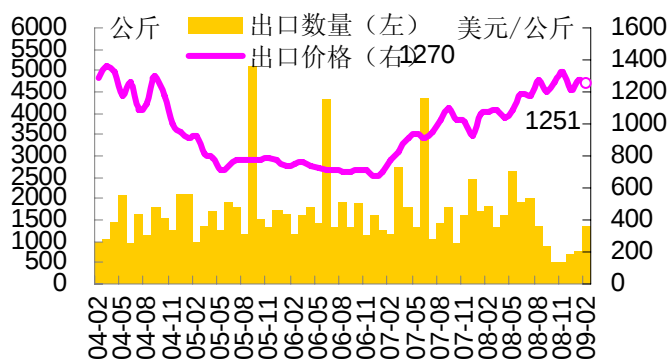
表1: 天药股份母公司及合并报表经营分析

百万元, 元	合并报表		母公司报表	
	09Q1	增长率	09Q1	增长率
营业收入	211	6.6%	236	-15.5%
营业成本	161	0.3%	204	-17.8%
毛利率	23.8%	4.8%	13.6%	2.4%
营业费用率	1.8%	0.1%	0.2%	0.1%
管理费用率	10.1%	2.4%	7.3%	3.1%
财务费用率	5.0%	0.9%	3.9%	0.8%
期间费用率	16.9%	3.5%	11.5%	3.9%
营业利率	5.2%	-0.2%	1.2%	-2.5%
利润总额	11	7.2%	3	-67.7%
利润率	5.4%	0.0%	1.4%	-2.3%
实际所得税率	14.3%	-3.5%	16.3%	-0.4%
净利润	10	13.4%	3	-67.6%
净利率	4.6%	0.3%	1.2%	-1.9%
每股经营现金流	0.18	0.09	0.36	0.19

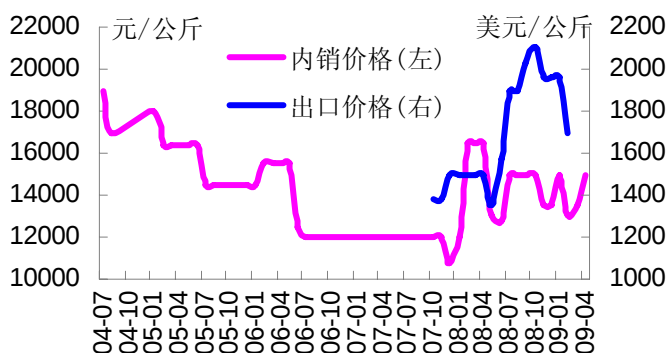
数据来源: 公司季报, 招商证券研究

图 1: 地塞米松内销价格走势


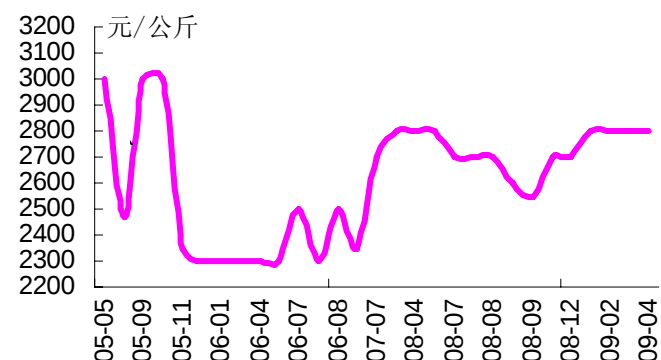
资料来源: 健康网, 招商证券研究

图 2: 地塞米松出口价格走势


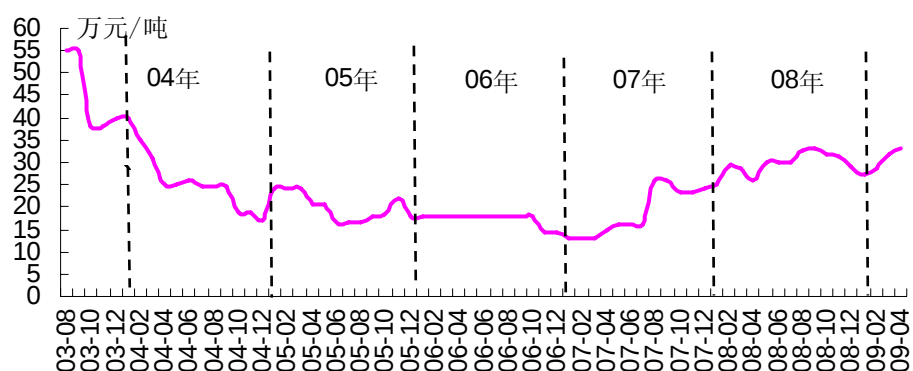
资料来源: 海关, 招商证券研究

图 3: 倍他米松内销和出口价格走势


资料来源: 健康网, 招商证券研究

图 4: 螺内酯内销价格走势


资料来源: 健康网, 招商证券研究

图5：皂素内销价格走势


数据来源：健康网，招商证券研究

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	09Q1	07A	08A
一、营业总收入	173	144	168	123	146	209	182	162	198	239	221	218	211	699	877
二、营业总成本	156	124	155	126	135	198	173	161	186	223	205	208	200	667	822
其中：营业成本	128	101	124	78	108	166	145	124	160	197	174	147	161	542	677
营业税金及附加	1	1	1	1	1	2	0	1	1	0	1	1	2	4	3
销售费用	2	2	3	3	3	4	4	4	3	3	4	7	4	14	17
管理费用	17	12	17	25	15	15	14	20	15	17	15	38	21	63	86
财务费用	7	7	9	17	9	12	10	11	8	7	12	14	11	42	40
资产减值损失	1	1	1	1	0	0	0	2	-1	-1	0	1	1	2	-1
三、其他经营收益	0	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	0
投资收益	0	0	0	0	0	1	0	-1	-1	3	2	-3	0	-1	1
四、营业利润	17	20	13	-3	10	12	9	0	11	19	19	6	11	31	55
加：营业外收入	0	0	0	6	0	0	0	1	0	0	0	2	1	1	3
减：营业外支出	0	1	0	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	11	32	58
减：所得税	3	2	3	-1	2	2	1	0	2	3	3	-2	2	4	6
六、净利润	14	18	10	3	9	10	8	2	9	17	16	10	10	28	52
减：少数股东损益	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	0	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	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	0.02	0.05	0.09
收入增长率	-1%	-14%	-10%	-6%	-15%	45%	8%	32%	36%	15%	22%	34%	7%	15%	25%
毛利率	26%	30%	26%	36%	26%	21%	20%	24%	19%	18%	22%	33%	24%	22%	23%
营业利润率	10%	14%	8%	-3%	7%	6%	5%	0%	5%	8%	9%	3%	5%	4%	6%
净利率	8%	13%	6%	3%	6%	5%	4%	1%	4%	7%	7%	5%	5%	4%	6%
营业费率	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	3%	2%	2%	2%
管理费率	10%	8%	10%	20%	10%	7%	8%	12%	8%	7%	7%	18%	10%	9%	10%
实际税率	16%	8%	20%	-19%	15%	16%	11%	-12%	18%	14%	17%	-22%	14%	13%	10%
净利润增长率	-31%	-28%	-52%	-80%	-42%	-46%	-33%	-45%	4%	69%	136%	488%	13%	-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	1475	1778	2280
现金	259	163	444	606	947
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	772	830	884
其他	55	108	64	80	101
非流动资产	1196	1479	1264	1228	1192
长期股权投资	98	94	98	98	98
固定资产	648	640	1015	989	963
无形资产	117	116	104	94	84
其他	333	629	48	47	47
资产总计	2315	2572	2740	3006	3473
流动负债	855	1068	1072	1032	1018
短期借款	738	824	824	720	620
应付账款	89	102	123	154	195
预收账款	17	10	12	15	19
其他	11	132	112	143	184
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	1072	1032	1018
股本	543	543	543	543	543
资本公积金	509	509	509	509	509
留存收益	378	418	577	875	1341
少数股东权益	30	34	39	48	62
母公司所有者权益	1430	1470	1629	1926	2393
负债及权益合计	2315	2572	2740	3006	3473

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	162	219	166	326	494
净利润			170	308	477
折旧摊销			57	56	55
财务费用			32	29	23
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			(99)	(77)	(76)
其它			6	10	15
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)	(143)	(133)
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)	(28)	(22)
现金净增加额	(280)	(111)	281	163	340

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	822	1025	1300
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	104	136	181
财务费用	42	40	32	29	23
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	199	360	558
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	199	360	558
所得税	4	6	24	43	67
净利润	28	52	175	317	491
少数股东损益	2	1	5	9	14
母公司所有者净利润	26	50	170	308	477
EPS (元)	0.05	0.09	0.31	0.57	0.88

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%	261%	81%	55%
净利润	-42%	92%	239%	81%	55%
获利能力					
毛利率	22.4%	22.8%	30.6%	35.4%	38.4%
净利率	3.7%	5.7%	14.4%	19.4%	22.6%
ROE	1.8%	3.4%	10.4%	16.0%	19.9%
ROIC	2.9%	3.7%	8.2%	12.7%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	41.5%	39.1%	34.3%	29.3%
净负债比率	31.9%	32.0%	30.1%	24.0%	17.9%
流动比率	1.3	1.0	1.4	1.7	2.2
速动比率	0.6	0.4	0.7	0.9	1.4
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	1.3	1.5
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	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.05	0.09	0.31	0.57	0.88
每股经营现金	0.30	0.40	0.31	0.60	0.91
每股净资产	2.63	2.71	3.00	3.55	4.41
每股股利	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE	167.0	86.9	26.3	14.4	9.2
PB	3.1	3.0	2.7	2.3	1.8
EV/EBITDA	85.9	66.9	33.8	21.6	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，6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。