

崔文亮 010-88088557
 cuiwl@cmschina.com.cn

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

2009年8月5日

天药股份(600488.SH)/9.03元

新董事长如期上任，向上拐点到来

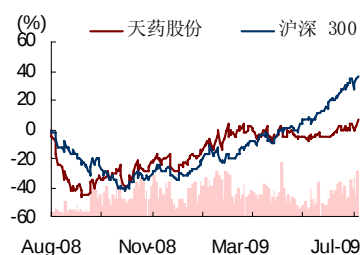
日用消费·医药
目标估值：12元
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3471
总股本(万股)	54289
已上市流通股(万股)	36158
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	3.5
资产负债率	39.5%
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	13	31	7
相对表现	-1	-48	-26



相关报告

- 1、3月份开始进入出口旺季，是我们寻找的09年下半年股票
2009/4/22
- 2、天药股份调研报告——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、政策解读和了望
2009/1/19
- 5、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
- 6、天药股份——确立快速增长拐点，孕育慢牛走势
2008/10/16

报告原因：公司8月5日公告灵魂人物卢彦昌先生正式当选为公司董事长，而公司原董事长刘永和先生则由于工作变动原因辞去公司董事、董事长职务。

- 公司灵魂人物卢彦昌先生如期上任新董事长，在其领导下，公司将在整合全球皮质激素市场中获得快速增长。首先请参阅2009/2/27《天药股份调研报告——依托技术领先，整合全球皮质激素的长线白马》。天药股份专注于皮质激素研发和生产，技术全球领先，已经实现全球排名前三的领导者。卢彦昌先生自1989年研究生毕业以来，一直在天津药业集团有限公司工作，是金耀集团和天药股份管理和技术的核心，之前担任天药股份董事和其美国大圣销售公司董事长及天药集团总裁。天药股份在皮质激素原料药领域的独创技术绝大多数都是在卢总的主持下研发成功的。在其领导下，天药股份自07年开始加强产品经营和国内外市场整合，并清理历史包袱，公司08年底资产质量已十分优良健康，长期应收帐款接近于0，经营净现金流是经营净收益的4倍。
- 我们判断卢总上任后将从5个方面领导公司业绩增速显著加快：1、完成激励机制。天津药业研究院是公司技术和产品研发的核心，从今年下半年开始将向天药股份爆炸式注入一系列新产品和新技术，并以无形资产形式入股进而控股上市公司，同时完成研发人员和管理层间接股权激励。2、扩大并整合规范市场。公司已全部完成滨海新区整体搬迁，崭新车间按照FDA和COS标准建造，产品FDA和COS认证正在陆续完成。卢总精通皮质激素新药研发和工艺技术，是公司开发欧美规范市场的灵魂人物，我们判断公司后续将越来越多地成为辉瑞等巨头的供应商，公司海外主销区将从印度转向欧美，市场稳定和盈利能力同步提升。3、高端新产品上市销售，贡献新增利润。4、整合国内市场提高产品市场份额。5、公司在整合进程中，产品定价能力获得进一步提升，提价和毛利率上升是必然。
- 我们维持判断09年是公司业绩向上增长的拐点，维持09~2011年EPS0.31/0.57/0.91元业绩预测和“强烈推荐-A”投资评级。随着新董事长上任、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，按照2010年预测EPS0.57元、20倍PE估值，目标价12元。

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	1951
同比增长	15%	25%	35%	34%	23%
营业利润(百万元)	31	55	199	360	579
同比增长	-33%	78%	261%	81%	61%
净利润(百万元)	26	50	170	308	495
同比增长	-42%	92%	239%	81%	61%
每股收益(元)	0.05	0.09	0.31	0.57	0.91
PE	187.5	97.6	28.8	15.9	9.9
PB	3.4	3.3	3.0	2.5	2.0

资料来源：招商证券

一、新任董事长如期上任开始掌舵

首先请参阅 2009/2/27《天药股份调研报告——依托技术领先，整合全球皮质激素的长线白马》。

公司今日公告灵魂人物卢彦昌先生如期上任新董事长，我们判断在其领导下，公司将在整合全球皮质激素市场中获得快速增长。

天药股份专注于皮质激素研发和生产，技术全球领先，已经实现全球排名前三的领导者。卢彦昌先生自 1989 年研究生毕业以来，一直在天津药业集团有限公司工作，是金耀集团和天药股份管理和技术的核心，之前担任天药股份董事和其美国大圣销售公司董事长及天药集团总裁。天药股份在皮质激素原料药领域的独创技术绝大多数都是在卢总的主持下研发成功的。在其领导下，天药股份自 07 年开始加强产品经营和国内外市场整合，并清理历史包袱，公司 08 年底资产质量已十分优良健康，长期应收帐款接近于 0，经营净现金流是经营净收益的 4 倍。

09 年 1 季度经营净现金流是经营净收益的 8.37 倍。

附：卢彦昌先生简历：

卢彦昌先生，44 岁，博士，正高级工程师。全国劳动模范，中国“五四青年奖章”获得者，全国十大杰出青年岗位能手，国务院政府特殊津贴专家，以主创人身份荣获国家技术进步二等奖，天津市优秀企业家，全国化学制药协会皮质激素分会会长。曾任本公司首任总工程师，天津药业集团有限公司总工程师、副总裁。现任本公司董事，天津金耀集团有限公司总裁、总工程师，天津药业集团有限公司总经理、总工程师。

卢彦昌先生自 1989 年研究生毕业以来，一直在天津药业集团有限公司工作，是金耀集团和天药股份的管理和技术核心。天药股份在皮质激素原料药领域的独创技术绝大多数都是在卢总的主持下研发成功的。在他的领导下，天药股份自 2007 年开始加强产品经营和国内外市场整合，实现经营业绩的高速增长。

二、我们判断在新董事长领导下，公司将在整合全球皮质激素市场中获得快速增长

我们判断卢总上任后将从 5 个方面领导公司业绩增速显著加快：

1、完成激励机制。天津药业研究院是公司技术和产品研发的核心，从今年下半年开始将向天药股份爆炸式注入一系列新产品和新技术，并以无形资产形式入股进而控股上市公司，同时完成研发人员和管理层间接股权激励。

2、扩大并整合规范市场。公司已全部完成滨海新区整体搬迁，崭新车间按照 FDA 和 COS 标准建造，产品 FDA 和 COS 认证正在陆续完成。卢总精通皮质激素新药研发和工艺技术，是公司开发欧美规范市场的灵魂人物，我们判断公司后续将越来越多地成为辉瑞等巨头的供应商，公司海外主销区将从印度转向欧美，市场稳定和盈利能力同步提升。

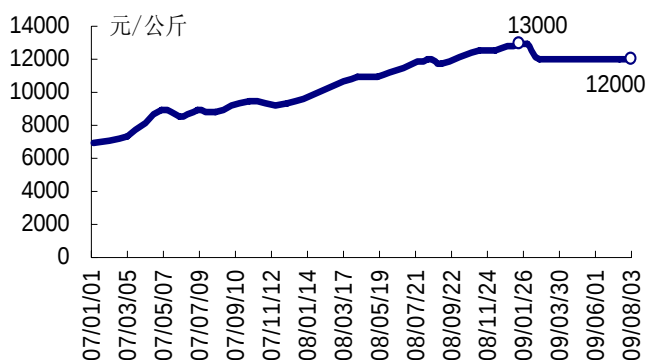
3、高端新产品上市销售，贡献新增利润。

- 4、整合国内市场提高产品市场份额。
- 5、公司在整合进程中，产品定价能力获得进一步提升，提价和毛利率上升是必然。

三、维持业绩预测和“强烈推荐—A”投资评级

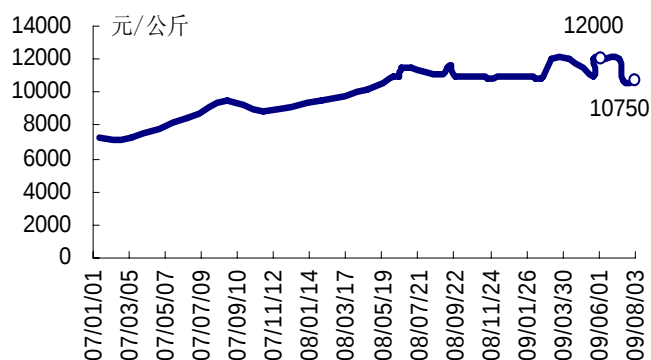
我们维持判断 09 年是公司业绩向上增长的拐点，维持 09~2011 年 EPS0.31/0.57/0.91 元业绩预测和“强烈推荐—A”投资评级。随着新董事长上任、管理体制理顺，新产品新技术上市加快，未来快速增长明确，公司已具备长线投资的白马股素质，正步入全新快速增长。2010 年公司 ROE 超过 10%确定性较强，按照 2010 年预测 EPS0.57 元、20 倍 PE 估值，目标价 12 元。

图 1：地塞米松价格走势



数据来源：健康网，招商证券研发中心

图 2：地塞米松磷酸钠价格走势



数据来源：健康网，招商证券研发中心

表1: 09年分产品销售预测和业绩情景预测

产品	08 年	09 年乐观预测	09 年中性预测	09 年悲观预测
地塞米松				
售价(元/公斤)	11000	14300	13200	12100
提价幅度	提价 29%	提价 30%	提价 20%	提价 10%
毛利率	38%	45%	40%	35%
销量(吨)	28	35	32	29
销售收入(万元)	30800	50050	42240	35090
毛利(万元)	11704	22523	17072	12282
倍他米松				
售价(元/公斤)	11900	13328	11900	11900
提价幅度	45%	12%	0%	0%
毛利率	33%	40%	40%	40%
销量(吨)	10	12	10	8
销售收入	11900	15994	11900	9520
毛利(万元)	3927	6397	4760	3808
螺内酯				
售价(元/公斤)	1960	2450	2300	2000
提价幅度		25%	17%	2%
毛利率	20%	45%	41%	33%
销量(吨)	20	60	50	40
销售收入	3920	14700	11500	8000
毛利(万元)	784	6600	4760	2608
泼尼松系列				
销量(吨)	60	70	60	50
销售收入(万元)	25860	32900	27000	21550
平均售价(元/公斤)	4310	4700	4500	4310
毛利(万元)	7241	10857	7560	5603
卡利酮				
销量(吨)	12	12	12	12
售价	300 美元或 2100 元/公斤	320 美元或 2240 元/公斤	2241 元/公斤	2242 元/公斤
销售收入	2520	2688	2688	2688
毛利(万元)	504	538	538	538
制剂销售收入(万元)	8700	10000	9000	8700
毛利(万元)	319	1300	870	700
销售收入合计(万元)	83700	126332	104328	85548
销售同比增长率	25%	51%	25%	2%
折旧(万元)	5160	4000	4000	4000
毛利合计(万元)	19319	44215	31560	21538
销售毛利率	23.1%	35.0%	30.3%	25.2%
期间费用率	16%	14%	15%	16%
税前利润	5676	26528	15910	7850
所得税(按所得税率 15%预测, 08 年 10%)	568	2653	1591	785
净利润	5108	23876	14319	7065
净利润增长率	92%	367%	180%	38%
EPS (元)	0.09	0.44	0.26	0.13

预测说明:

1、08 年历史坏帐、资产减值报废等基本计提完毕, 09 年管理费用率将下降。为搬迁需要, 08 年手持现金较多, 考虑降息, 财务费用率也将下降。2、老制剂车间 08 年设备报废增加成本 1000 多万元, 营业成本中含处理坏帐 3000 多万元, 因此 08 年实际毛利率应为 26.2%。3、09 这 3 项影响因素都不再存在, 09 年 3116、3117 和 3029 工艺全面投产, 降低生产成本, 提高毛利率, 09 年将收到历史出口退税 2000 多万元。4、我们盈利预测中尚未考虑下半年投产新产品和新技术的贡献。

数据来源: 招商证券研究

敬请阅读末页的重要说明

附公告原文

天津天药药业股份有限公司第四届董事会第五次会议决议公告

天津天药药业股份有限公司（以下简称“公司”）第四届董事会第五次会议于2009年8月4日上午以通讯表决的方式召开。本次会议的通知已于2009年7月26日以书面和传真的方式送达公司各位董事、监事和高管人员。会议由董事长刘永和先生主持。应出席会议的董事9人，实到9人，公司监事及高管人员列席了会议。会议符合《中华人民共和国公司法》和《公司章程》的有关规定。会议经过审议，与会董事全票通过以下议案：

1. 关于刘永和先生辞去公司董事、董事长的议案；刘永和先生因工作变动原因，辞去天津天药药业股份有限公司董事、董事长职务。在任职期间，刘永和先生领导公司实现了从经营低谷到重新走上健康发展之路的转折，为公司未来可持续发展奠定了良好基础。公司对他为天药股份繁荣发展所作出的重要贡献表示感谢。
2. 关于选举卢彦昌先生为公司董事长的议案。

特此公告。

天津天药药业股份有限公司董事会

2009年8月5日

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	2248
现金	259	163	444	606	1063
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	28	44	47	63	78
应收款项	113	90	117	157	193
其它应收款	58	23	31	41	51
存货	605	665	772	830	774
其他	55	108	64	80	89
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	3440
流动负债	855	1068	1072	1032	967
短期借款	738	824	824	720	620
应付账款	89	102	123	154	171
预收账款	17	10	12	15	17
其他	11	132	112	143	159
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	967
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	1359
少数股东权益	30	34	39	48	62
母公司所有者权益	1430	1470	1629	1926	2411
负债及权益合计	2315	2572	2740	3006	3440

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	610
净利润			170	308	495
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)	22
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	457

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	1951
营业成本	542	677	822	1025	1138
营业税金及附加	4	3	5	6	8
营业费用	14	17	22	30	37
管理费用	63	86	104	136	168
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	579
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	579
所得税	4	6	24	43	69
净利润	28	52	175	317	509
少数股东损益	2	1	5	9	14
母公司所有者净利润	26	50	170	308	495
EPS (元)	0.05	0.09	0.31	0.57	0.91

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	25%	35%	34%	23%
营业利润	-33%	78%	261%	81%	61%
净利润	-42%	92%	239%	81%	61%
获利能力					
毛利率	22.4%	22.8%	30.6%	35.4%	41.7%
净利率	3.7%	5.7%	14.4%	19.4%	25.4%
ROE	1.8%	3.4%	10.4%	16.0%	20.5%
ROIC	2.9%	3.7%	8.2%	12.7%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	41.5%	39.1%	34.3%	28.1%
净负债比率	31.9%	32.0%	30.1%	24.0%	18.0%
流动比率	1.3	1.0	1.4	1.7	2.3
速动比率	0.6	0.4	0.7	0.9	1.5
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	1.4
应收帐款周转率	4.1	8.6	11.4	11.6	11.1
应付帐款周转率	6.6	7.1	7.3	7.4	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.05	0.09	0.31	0.57	0.91
每股经营现金	0.30	0.40	0.31	0.60	1.12
每股净资产	2.63	2.71	3.00	3.55	4.44
每股股利	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE	187.5	97.6	28.8	15.9	9.9
PB	3.4	3.3	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	87.5	68.1	34.8	22.5	15.3

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。

崔文亮，北京大学光华管理学院金融学硕士，北京大学化学与分子工程学院化学学士，曾在国内多家一流券商、基金研究部实习过，2009年加盟招商证券，目前为招商证券医药行业助理分析师。

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

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。