

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

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

2009年8月18日

天药股份(600488.SH)/7.61元

中期业绩符合预期，向上拐点确立

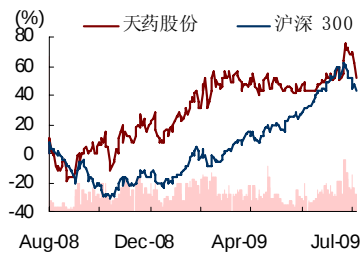
日用消费·医药
目标估值：12元
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2871
总股本(万股)	54289
已上市流通股(万股)	36158
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	28
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	-1	12	50
相对表现	3	-28	13



相关报告

- 1、天药股份——新董事长如期上任，向上拐点到来 2009/8/5
- 2、3月份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、政策解读和展望 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

公司09年中报符合我们预期。7、8月份公司主要产品出口价格和出口量均实现较快增长。目前国内皂素原料价格已出现上涨苗头，这对公司后续业绩增长十分有利。公司拥有国内独有的3029甾醇工艺，两套工艺使得公司同时享有定价优势和成本优势。新董事长已经上任，后续新产品推出和市场整合值得期待。

□ **公司中期业绩符合预期。**上半年合并销售收入和净利润分别同比增长0.4%和10.7%，实现EPS0.05元，每股经营现金流高达0.18元。主导产品地塞米松上半年出口均价1268美元/公斤，价格同比上涨16%，同比提价效应明显，推动毛利率大幅上升5.7个百分点。环比来看，2季度销售收入、利润、净利润分别增长8%、88%和85%。地塞米松等皮质激素的出口退税率08年12月1日开始从5%上调到9%，也推动了毛利率提升。管理费、财务费和期间费率分别同比上升0.6、1.9和3.4个百分点，实际所得税率略降0.7个百分点。合并应收账款1.3亿，同比大幅增长81%，但账龄3个月以内的占比89.4%。**分产品看**，皮质激素原料药收入3.6亿，同比略降3.6%，但产品毛利率同比大幅提高4.7个百分点至25.6%。

□ **我们维持判断新董事长上任后将从5个方面领导公司业绩增速显著加快，逐步实现公司在全球皮质激素市场的整合：**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。公司已完成整体搬迁，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。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	158.1	82.3	24.3	13.4	8.3
PB	2.9	2.8	2.5	2.1	1.7

资料来源：招商证券

一、09 年中期业绩符合预期

公司 09 年中期业绩符合预期。上半年合并销售收入、利润和净利润分别同比增长 0.4%、9.8% 和 10.7%，实现 EPS0.05 元，每股经营现金流 0.18 元，符合预期。主导产品地塞米松上半年出口平均价格 1268 美元/公斤，价格同比上涨 16%，同比提价效应明显，推动毛利率大幅上升 5.7 个百分点。08 年 12 月 1 日开始，地塞米松等皮质激素的出口退税率从 5% 上调到 9%，也是造成毛利率提升的重要因素。管理费率、财务费率和期间费率分别同比上升 0.6、1.9 和 3.4 个百分点，实际所得税率略降 0.7 个百分点。合并应收账款 1.3 亿，同比大幅增长 81%，但账龄 3 个月以内的部分占比 89.4%，结构健康。

环比来看，2 季度公司销售收入、利润、净利润分别增长 8%、88% 和 85%，管理费率、财务费率和期间费率分别下降 1.5、1.4 和 2.3 个百分点，从而使利润和净利润增长幅度远远高于收入增长。

分产品看，皮质激素原料药收入 3.6 亿，同比略降 3.6%，但产品毛利率同比大幅提高 4.7 个百分点至 25.6%，进而实现了在销量萎缩情况下的利润增长；医药中间体收入 0.3 亿，同比大幅增长 369%；水针剂收入 0.3 亿，同比增长 37%；其他产品收入 0.2 亿，同比略有下降。

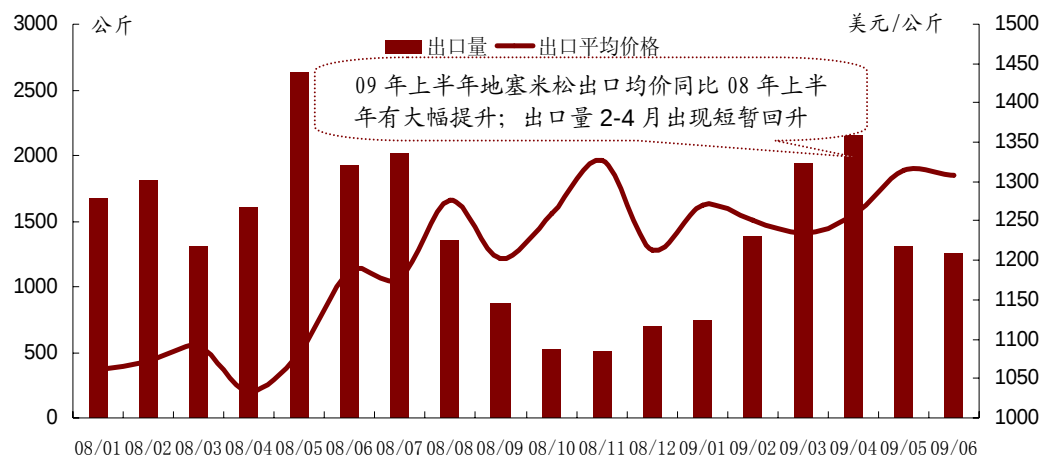
上半年，金融危机导致的客户去库存化以及其后生产低迷，公司主导产品销量虽然在 2-4 月份出现短暂回升，但整个上半年，销量同比仍然出现萎缩。此外，公司搬迁停产、以及新厂区的调试、适应过程，影响了生产的连续性。公司预计到产品销量可能出现下滑，在市场管理方面下功夫，确保主要产品的销售价格不降反增，实现了在销量萎缩条件下的利润增长。下半年，随着全球经济的复苏，产品出口需求将逐步恢复，预计三季度出口量将有较大幅度回升，同时公司新车间将实现正常生产，并有望在全球皮质激素市场的整合中进一步实现增长。

表1：天药股份母公司及合并报表经营分析

百万元	合并报表		母公司报表	
	09H	同比增长	09H	同比增长
营业收入	439	0.4%	538	-10.8%
营业成本	333	-6.6%	462	-13.0%
毛利率	24.1%	5.7%	14.1%	2.2%
营业费用率	2.1%	0.6%	0.2%	0.0%
管理费用率	9.3%	1.9%	6.2%	1.8%
财务费用率	4.3%	0.9%	3.2%	0.3%
期间费用率	15.8%	3.4%	9.6%	2.1%
营业利率	7.4%	0.5%	3.8%	-1.2%
利润总额	33	9.8%	21	-31.1%
利润率	7.5%	0.6%	3.9%	-1.1%
实际所得税率	14.8%	-0.7%	15.1%	1.0%
净利润	28	10.7%	18	-31.8%
净利率	6.3%	0.6%	3.3%	-1.0%
每股经营现金流(元)	0.18	0.12	0.36	0.12

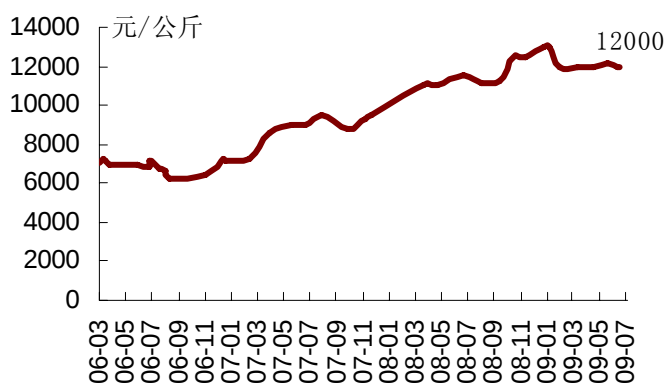
数据来源：公司中报，招商证券研究

图 1: 08 年以来地塞米松出口价格和出口量走势



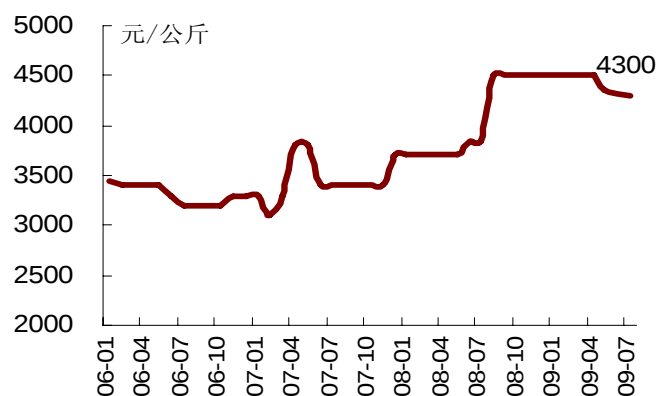
数据来源: 海关数据, 招商证券研究

图 2: 地塞米松内销价格走势



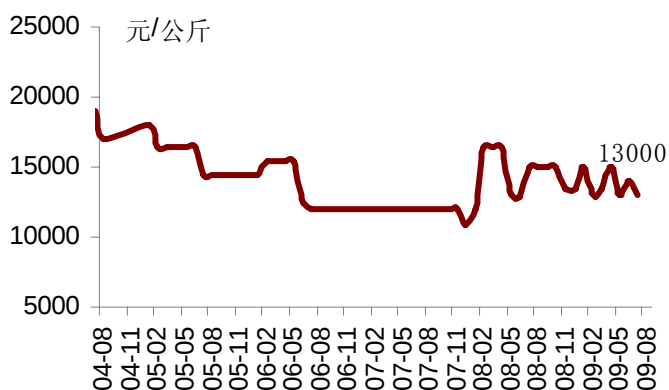
资料来源: 健康网, 招商证券研究

图 3: 泼尼松龙内销价格走势



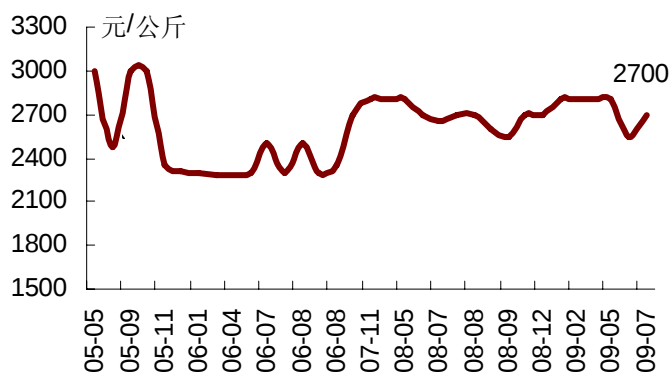
资料来源: 健康网, 招商证券研究

图 4: 倍他米松内销价格走势



资料来源: 健康网, 招商证券研究

图 5: 螺内酯内销价格走势



资料来源: 健康网, 招商证券研究

表2：天药股份单季度、季度累计财务指标

单位:百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	07A	08A	09H
一、营业总收入	173	144	168	123	146	209	182	162	198	239	221	218	211	228	699	877	439
二、营业总成本	156	124	155	126	135	198	173	161	186	223	205	208	200	207	667	822	407
其中:营业成本	128	101	124	78	108	166	145	124	160	197	174	147	161	173	542	677	333
营业税金及附加	1	1	1	1	1	2	0	1	1	0	1	1	2	2	4	3	4
销售费用	2	2	3	3	3	4	4	4	3	3	4	7	4	5	14	17	9
管理费用	17	12	17	25	15	15	14	20	15	17	15	38	21	20	63	86	41
财务费用	7	7	9	17	9	12	10	11	8	7	12	14	11	8	42	40	19
资产减值损失	1	1	1	1	0	0	0	2	-1	-1	0	1	1	-1	2	-1	1
三、其他经营收益	0	0	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	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	1	0	-1	-1	3	2	-3	0	0	-1	1	0
四、营业利润	17	20	13	-3	10	12	9	0	11	19	19	6	11	21	31	55	32
加:营业外收入	0	0	0	6	0	0	0	1	0	0	0	2	1	1	1	3	1
减:营业外支出	0	1	0	0	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	22	32	58	33
减:所得税	3	2	3	-1	2	2	1	0	2	3	3	-2	2	3	4	6	5
六、净利润	14	18	10	3	9	10	8	2	9	17	16	10	10	18	28	52	28
减:少数股东损益	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	2	1	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	18	26	50	28
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	0.03	0.05	0.09	0.05
收入增长率	-1%	-14%	-10%	-6%	-15%	45%	8%	32%	36%	15%	22%	34%	7%	-5%	15%	25%	0%
毛利率	26%	30%	26%	36%	26%	21%	20%	24%	19%	18%	22%	33%	24%	24%	22%	23%	24%
营业利润率	10%	14%	8%	-3%	7%	6%	5%	0%	5%	8%	9%	3%	5%	9%	4%	6%	7%
净利率	8%	13%	6%	3%	6%	5%	4%	1%	4%	7%	7%	5%	5%	8%	4%	6%	6%
营业费率	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费费率	10%	8%	10%	20%	10%	7%	8%	12%	8%	7%	7%	18%	10%	9%	9%	10%	9%
实际税率	16%	8%	20%	-19%	15%	16%	11%	-12%	18%	14%	17%	-22%	14%	15%	13%	10%	15%
净利润增长率	-31%	-28%	-52%	-80%	-42%	-46%	-33%	-45%	4%	69%	136%	488%	13%	9%	-42%	92%	10%

资料来源：公司季报、中报、年报，招商证券研究

二、新董事长掌舵下，业绩增速有望加快

1、新董事长已经上任，后续新产品推出和市场整合值得期待

我们维持判断新董事长上任后将从5个方面领导公司业绩增速显著加快，逐步实现公司在全球皮质激素市场的整合：

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。

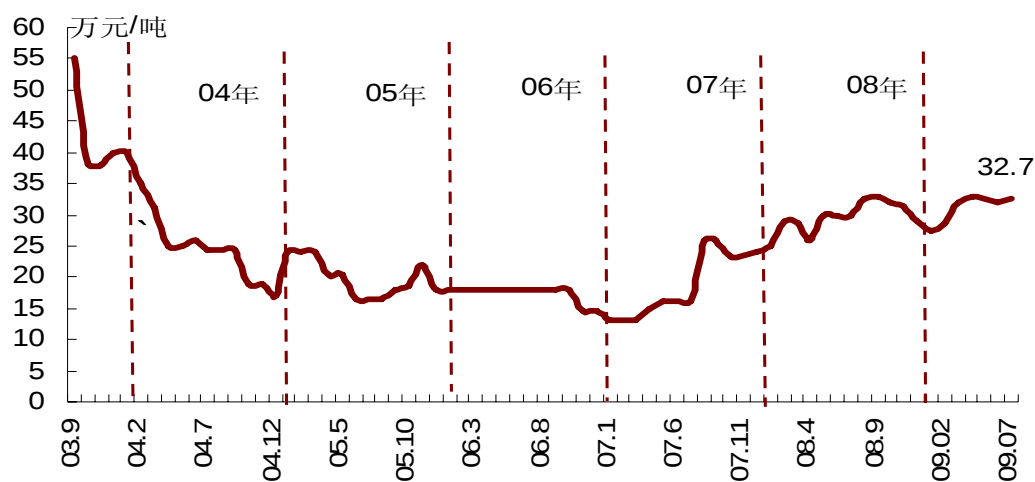
- 3、高端新产品上市销售，贡献新增利润。
 - 4、整合国内市场提高产品市场份额。
 - 5、公司在整合进程中，产品定价能力获得进一步提升，提价和毛利率上升是必然。
- 具体请参阅 2009/8/5《新董事长如期上任，向上拐点到来》

2、目前国内皂素原料价格已出现上涨苗头

目前国内皂素原料价格已出现上涨苗头。这对公司后续业绩增长十分有利。公司拥有国内独有的 3029 甾醇工艺，两套工艺使得公司同时享有定价优势和成本优势。

- 1、当皂素价格在 25 万元/吨以上时，有利于皮质激素产品价格走高，定价能力提升。
- 2、当皂素价格在 25 万元/吨以上时，公司 3029 甾醇工艺的成本优势开始凸现。

图6：皂素内销价格走势



资料来源：健康网，招商证券研究

3、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。公司已经顺利完成了整体搬迁和主要产品的认证，一期搬迁的泼尼松系列、螺内酯系列车间已经顺利通过了 GMP 认证。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。

表3: 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：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	158.1	82.3	24.3	13.4	8.3
PB	2.9	2.8	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	87.8	68.4	34.9	22.6	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。