

天药股份 (600488)

西药

公司新一轮增长高峰即将到来

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	9.29
------	----	------	---	-----	------

事件: 公司公布三季报,前三季度公司实现营业收入 9.08 亿元,同比增长 34.09%, 环比增加 5.5%; 实现净利润 5823 万元, 同比增长 21.1%, 环比增加 27.6%。摊薄后 EPS0.1 元 (其中第一季度 0.02 元, 第二季度 0.04 元, 第三季度 0.04 元), 基本符合预期;

投资要点:

皮质激素原料药量价齐升:

公司是皮质激素原料药的龙头, 主要产品包括地塞米松系列、倍他米松系列和螺内酯。国内地塞米松 1-8 月累计出口量 16.3 吨, 较去年同期增加了 31.8%; 平均价格为 1530 美元/吨, 较去年平均价格 1259 美元/吨上涨了 21.5%; 地塞米松产品呈现量价齐升的局面。其他皮质激素产品倍他米松系列、可的松及其衍生物、螺内酯等价格也出现不同幅度的增长。

受益于原材料皂素和双烯 (双烯醇酮醋酸酯) 价格处于高位

皮质激素生产工艺主要有两种方法: 皂素路线和甾醇路线。公司是目前国内唯一掌握甾醇合成工艺的企业, 对皂素路线的原料皂素和双烯依赖度低。由于皂素原料黄姜种植力不足使得, 价格由 0.2 元/斤上涨到 1 元/斤以上, 加上目前采用清洁生产工艺致使环保成本上升, 皂素价格目前已经超过 55 万/吨, 同年初相比涨价幅度超过 30%, 双烯价格超过 95 万/吨, 同年初相比涨价幅度超过 28%, 均处于历史高位, 这一价格短期内很难回落。如果皂素价格超过 35 万/吨, 甾醇路线将更为经济, 因此, 原料价格处于高位一方面可以阻止新的竞争对手进入, 另一方面也可以使公司在两种路线进行调整, 控制成本。

随着成本的大幅上扬, 下游产品提价空间较大, 公司将依靠领先的合成工艺, 赚取超额价值。

多条新生产线通过认证

公司新厂区搬迁项目进展顺利, 已经完成泼尼松、泼尼松龙、螺内酯等新厂区的 CEP 证书更新, 完成泼尼松和地塞米松等产品美国 DMF 的申报, 为开拓国外高端市场打下基础。

湖北天药已经完成 GMP 认证, 新增产能 5 亿支, 届时公司实现原料药和制剂一体化的业务模式,

皮质激素上游原料处于高位, 公司在合成工艺方面具有优势, 受到原料冲击较小, 预期下游产品价格将上涨, 公司新一轮增长高峰即将到来, 我们预计公司 10-12 年 Eps 0.16 元、0.22 元和 0.31 元, 给予推荐评级。

2010 年 11 月 7 日

主要数据

52 周最高/最低价 (元)	11.05/6.19
上证指数/深圳成指	3129.50/13733.36
50 日均成交额 (百万元)	100.93
市净率 (倍)	3.32
股息率	0.32%

基础数据

流通股 (百万股)	542.89
总股本 (百万股)	542.89
流通市值 (百万元)	5043.45
总市值 (百万元)	5043.45
每股净资产 (元)	2.80
净资产负债率	70.34%

股东信息

大股东名称	天津药业集团有限公司
持股比例	46.80%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	王广军/刘斌
执业证书编	S0020210070002
电 话:	021-51097188-1815
电 邮:	wangguangjun@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	021-51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	安徽省合肥市寿春路 179 号

图 1. 皂素价格变化

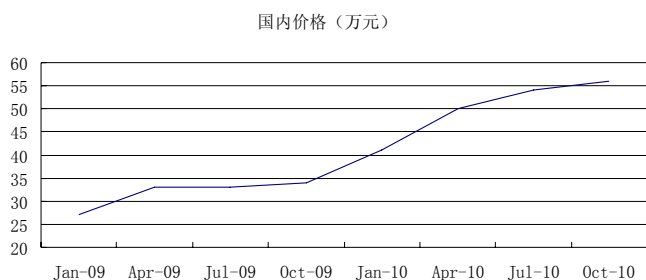
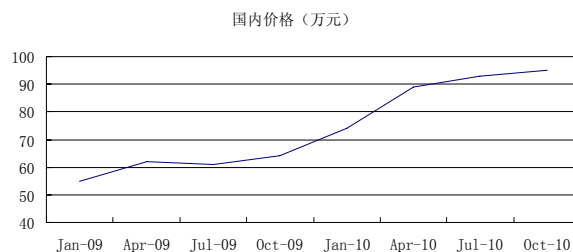


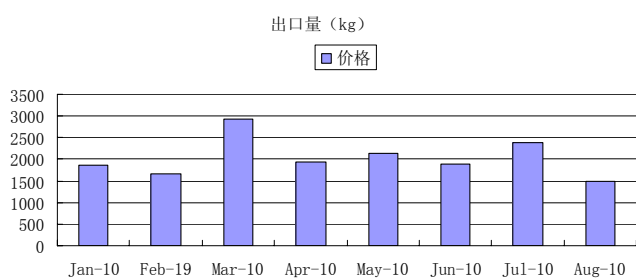
图 2. 双烯价格变化



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

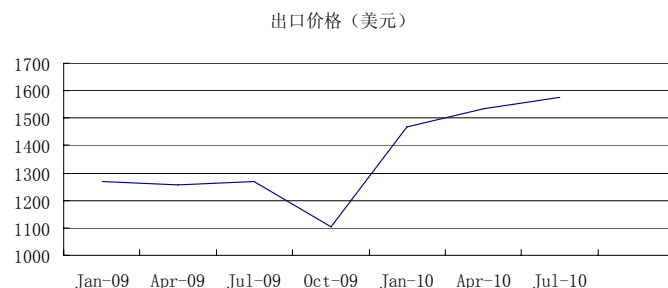
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 3. 地塞米松出口量（1-8 月）



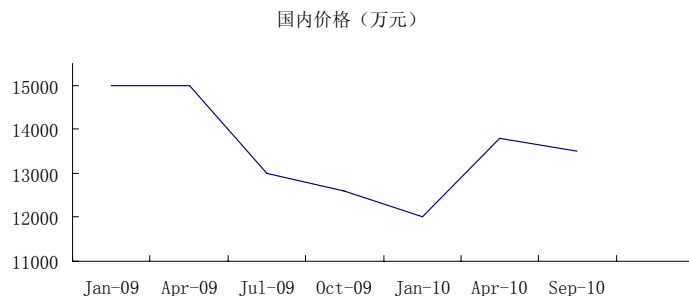
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 4. 地塞米松价格变化



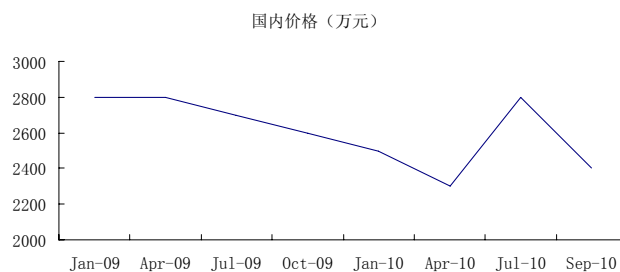
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 5. 倍他米松价格变化



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 6. 螺内酯价格变化



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	942	1232	1425	1765	营业收入	887	1210	1512	1890
现金	178	186	180	232	营业成本	659	908	1118	1380
应收账款	97	140	169	213	营业税金及附加	6	7	9	11
其它应收款	4	30	28	34	营业费用	19	25	32	40
预付账款	109	0	0	0	管理费用	93	121	153	191
存货	510	817	975	1194	财务费用	29	45	58	66
其他	44	58	74	92	资产减值损失	13	5	6	7
非流动资产	1682	1809	1982	2031	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	95	95	95	95	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	596	1109	1395	1511	营业利润	73	100	137	195
无形资产	111	102	93	84	营业外收入	8	5	6	6
其他	879	502	399	341	营业外支出	6	3	3	4
资产总计	2624	3042	3407	3796	利润总额	76	102	139	198
流动负债	817	1035	1157	1250	所得税	8	11	15	22
短期借款	409	615	604	556	净利润	67	90	124	175
应付账款	154	176	224	281	少数股东损益	2	3	4	5
其他	254	244	329	412	归属母公司净利润	65	87	120	170
非流动负债	251	375	521	677	EBITDA	162	222	310	400
长期借款	250	375	521	677	EPS（元）	0.12	0.16	0.22	0.31
其他	1	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1067	1410	1678	1927	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	38	41	45	50	成长能力				
股本	543	543	543	543	营业收入	1.2%	36.4%	25.0%	25.0%
资本公积	509	509	509	509	营业利润	32.3%	36.4%	37.5%	42.5%
留存收益	467	538	632	768	归属于母公司净利				
归属母公司股东权					润	30.2%	33.8%	37.5%	41.5%
益	1518	1590	1684	1819	获利能力				
负债和股东权益	2624	3042	3407	3796	毛利率	25.7%	25.0%	26.1%	27.0%
现金流量表					净利率	7.4%	7.2%	8.0%	9.0%
单位:百万元					ROE	4.3%	5.5%	7.1%	9.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	5.8%	6.2%	7.6%	9.4%
经营活动现金流	435	126	230	233	偿债能力				
净利润	67	90	124	175	资产负债率	40.7%	46.4%	49.3%	50.8%
折旧摊销	59	78	115	139	净负债比率	61.73%	70.19%	67.06%	64.02%
财务费用	29	45	58	66	流动比率	1.15	1.19	1.23	1.41
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	0.52	0.39	0.38	0.45
营运资金变动	272	-268	-72	-154	营运能力				
其它	12	182	6	7	总资产周转率	0.34	0.43	0.47	0.52
投资活动现金流	-199	-388	-288	-188	应收账款周转率	9	9	9	9
资本支出	202	387	288	188	应付账款周转率	5.15	5.49	5.59	5.47
长期投资	0	1	-0	0	每股指标（元）				
其他	3	-1	-0	-0	每股收益(最新摊	0.12	0.16	0.22	0.31
筹资活动现金流	-221	270	51	8					

					薄)				
					每股经营现金流(最				
短期借款	-415	206	-11	-48	新摊薄)	0.80	0.23	0.42	0.43
					每股净资产(最新摊				
长期借款	250	125	146	156	薄)	2.80	2.93	3.10	3.35
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-55	-61	-84	-100	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	15	9	-7	53	EV/EBITDA	2	1	1	1

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn