

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国俊 分析师

执业编号： S0500511010012

联系人：

陈国栋

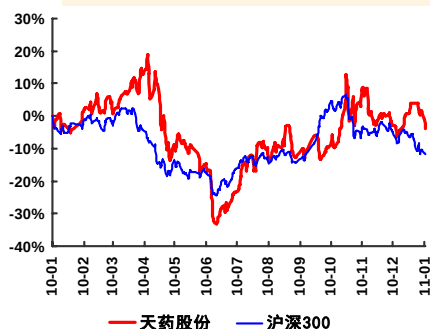
Tel: 021-68634510-8721

Mail: cgd2854@xcsc.com

基础数据：

收盘价： 8.90 元
 流通 A 股市值： 48.32 亿元
 总市值： 48.32 亿元
 沪深 300 指数： 2938.65

一年内股价与大盘走势：



发布2010年度报告，归属母公司的净利润为9082.8万元，同比增长38.9%，实现每股收益0.17元。董事会提议拟以2010年股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.3元。

投资要点：

- 在滨海新区的整体搬迁工作基本完成，全年原料药产量恢复至 132 吨，较上一年增加 10.18%。2010 年受节能环保限制，不少上游皂素生产厂家关停，原料皂素价格翻番。公司采取小幅调价措施，化解成本上升部分压力，皮质激素原料药销售额增加 24.76%，业务毛利率小幅下降至 25.95%。地塞米松、泼尼松、倍他米松几大系列产品持续旺销，其中地塞米松平均价格上涨 22.5%。近阶段一些跨国公司逐步从部分激素原料药退出，将拓宽公司激素产品市场，出口创汇金额达到 7067 万美元，同比增长 23%。激素原料药属于刚性需求，未来将稳步增长，皂素价格维持高位有助于提高激素产业集中度，公司产品系列也会逐步向附加值高的激素品种过渡。
- 重视产品质量的提升，顺利完成 6 个 GMP 车间认证，完成 2010 版药典的质量标准提升工作。积极开展高端产品在国际认证工作，获得 6 个欧洲 CEP 证书，同时泼尼松也通过美国 FDA 认证。坚持技术创新，提高产品工艺水平，2010 年共投入研发资金 8530 万元。对霉菌 11 α 羟基氧化、倍他米松生物脱氢等新技术进行研发，为今后降低生产成本，提高产物收率奠定基础。
- 公司提出非公开增发预案，募集资金不超过 5.5 亿元，主要投向收购氨基酸原料药业务、金耀生物污水处理资产、皮质激素原料药技术改造升级和扩产。这些项目有利于公司发挥技术优势，完善生产配套体系，进一步聚焦原料药领域。

投资建议：

天药股份在激素原料药领域的技术实力雄厚，且国内激素原料药出口形势向好。我们预计 2011 年、2012 年、2013 年每股收益分别为 0.21、0.31、0.37 元，继续给予天药股份“增持”评级。

风险因素：皂素等原料继续大幅上涨

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	887.06	1128.13	1328.51	1547.58	1812.5
增长率	1.16%	27.18%	17.76%	16.49%	17.12%
净利润（百万元）	65.39	90.83	116.44	166.12	203.38
增长率	30.18%	38.91%	28.20%	42.67%	22.43%
摊薄后每股收益（元）	0.12	0.17	0.221	0.31	0.37

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1117	1311	1561	1708
现金	135	135	189	150
应收账款	72	108	125	147
其他应收款	6	7	8	9
预付账款	169	178	213	244
存货	706	829	964	1086
其他流动资产	29	53	62	73
非流动资产	1803	1742	1669	1595
长期投资	97	100	105	110
固定资产	661	794	821	795
无形资产	24	15	6	0
其他非流动资产	1021	832	737	689
资产总计	2920	3053	3231	3303
流动负债	617	631	670	771
短期借款	244	315	280	443
应付账款	306	243	315	247
其他流动负债	67	73	75	81
非流动负债	671	671	671	471
长期借款	670	670	670	470
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	1288	1302	1341	1242
少数股东权益	40	42	44	46
股本	543	543	543	543
资本公积	509	509	509	509
留存收益	541	658	795	965
归属母公司股东权益	1591	1709	1846	2015
负债和股东权益	2920	3053	3231	3303

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	117	-25	165	88
净利润	93	118	168	205
折旧摊销	60	67	78	83
财务费用	26	47	46	53
投资损失	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	-62	-254	-126	-252
其他经营现金流	7	2	4	4
投资活动现金流	-144	1	-0	-3
资本支出	148	0	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1128	1329	1548	1813
营业成本	867	991	1135	1326
营业税金及附加	5	8	8	8
营业费用	24	29	32	36
管理费用	106	126	142	163
财务费用	26	47	46	53
资产减值损失	5	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	5	5	5
营业利润	101	130	186	228
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	105	133	189	231
所得税	12	15	21	26
净利润	93	118	168	205
少数股东损益	2	2	2	2
归属母公司净利润	91	116	166	203
EBITDA	187	244	310	364
EPS (元)	0.17	0.21	0.31	0.37

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	27.2%	17.8%	16.5%	17.1%
营业利润	38.6%	28.8%	42.7%	22.7%
归属于母公司净利润	38.9%	28.2%	42.7%	22.4%
获利能力				
毛利率(%)	23.1%	25.4%	26.6%	26.8%
净利率(%)	8.1%	8.8%	10.7%	11.2%
ROE(%)	5.7%	6.8%	9.0%	10.1%
ROIC(%)	6.6%	8.4%	10.7%	11.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	44.1%	42.6%	41.5%	37.6%
净负债比率(%)	70.96%	75.66%	70.86%	73.51%
流动比率	1.81	2.08	2.33	2.22
速动比率	0.65	0.74	0.87	0.79
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.44	0.49	0.55
应收账款周转率	12	13	12	12

长期投资	0	3	5	5	应付账款周转率	3.77	3.61	4.07	4.72
其他投资现金流	4	4	5	2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-14	24	-110	-125	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.21	0.31	0.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	-0.05	0.30	0.16
短期借款	-165	71	-35	163	每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.15	3.40	3.71
长期借款	420	0	0	-200	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	53.20	41.49	29.08	23.76
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.04	2.83	2.62	2.40
其他筹资现金流	-270	-47	-75	-87	EV/EBITDA	26	20	16	14
现金净增加额	-43	-0	54	-39					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1128	1329	1548	1813
收入同比(%)	27%	18%	16%	17%
归属母公司净利润	91	116	166	203
净利润同比(%)	39%	28%	43%	22%
毛利率(%)	23.1%	25.4%	26.6%	26.8%
ROE(%)	5.7%	6.8%	9.0%	10.1%
每股收益(元)	0.17	0.21	0.31	0.37
P/E	53.20	41.49	29.08	23.76
P/B	3.04	2.83	2.62	2.40
EV/EBITDA	26	20	16	14

分析师说明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。