

评级：审慎推荐

生物医药

公司点评

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

电话：0755-25832951

邮件：juguoxian@fcsc.cn

天药股份（600488）

——业绩符合预期 竞争优势保增长

报告要点：

- **业绩增长符合预期** 2010年公司业绩实现快速增长,实现营业收入11.28亿元,同比增长27.18%;利润总额1.05亿元,同比增长39.2%;归属于母公司所有者的净利润9082.9万元,同比增长38.9%。2010年公司克服了原材料价格上涨、新厂区运行费用和环保处理费用上升等不利因素,坚持以利润为核心,积极开拓国内外市场,占据国际巨头退出的空间,推动2010年业绩持续增长。
- **皮质激素原料销售依然是利润的主要贡献来源** 2010年公司皮质激素原料销售收入为8.46亿元,占全部营业收入的75%,较去年同期上涨10%。公司主要通过逐步调价、小量多单等方式尽量减少原材料价格上涨给公司带来的压力。同时公司非常重视质量管理,积极进行各项认证,2010年顺利完成6个车间的GMP认证,泼尼松的FDA认证,并获得6个产品的CEP证书,并接受近50次的国内外客户及官方认证,保证了产品销售市场的稳定,为公司进军高端市场,获得高额利润夯实了基础。
- **积极开拓国内外市场** 2010年公司积极开拓国内外市场,为增强市场把控力、巩固行业主导地位打下了坚实的基础。2010年实现出口收入4.95亿元,同比增长18%;国内收入5.84亿元,同比增长34%,其中国内华东地区销售收入同比增长47%,华北地区销售收入同比增长88%。
- **环保压力增加、巨头退出市场及原料优势,公司成为行业直接受益者** 由于环保压力不断加大,同时来自发展中国家(中国、印度)的原料药生产企业竞争力不断提高,自金融危机以来,以辉瑞为代表的国际医药巨头进行战略大调整,开始逐步退出部分原料药生产,导致原料药的市场份额进一步向中国、印度等国逐步转移。公司所在的皮质激素类原料药市场,其主要原材料皂素提取自黄姜,由于印度不能种植黄姜,同时气候条件不利于发酵,用于皮质激素原料药生产的原材料皂素和一些关键中间体需要从中国进口,其市场份额也在被中国逐步挤占。作为中国以及亚洲最大的皮质激素类药物科研、生产、出口企业,公司将从上述市场变化趋势中受益。
- **风险提示** 人民币升值、原材料价格上涨及人工成本上涨高于预期,导致公司产品成本上升过快,侵蚀公司的利润,阻碍公司发展
- **审慎推荐评级** 测算公司2011-2013年EPS分别为:0.23(41.3X), 0.26(35.4X)、0.31(30.3X),目前估值水平较高,给予审慎推荐的评级。

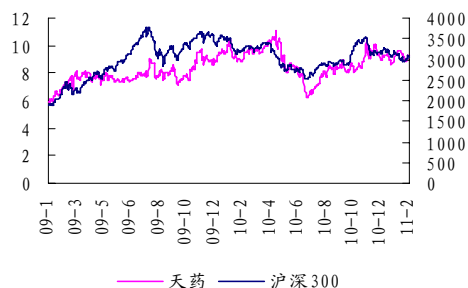
交易数据

52周内股价区间(元)	5.97-11.10
总市值(百万元)	5157
流通股本(百万股)	543
流通股比率(%)	100%

资产负债表摘要(12/10)

股东权益(百万元)	90.82
每股净资产(元)	2.93
市净率	3.23
资产负债率	44.1%

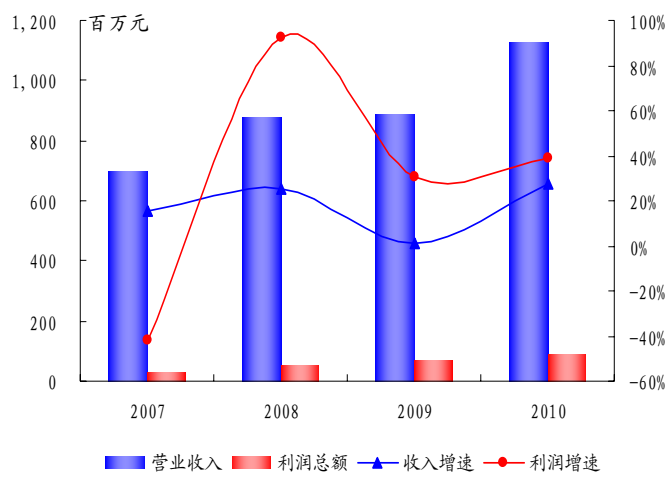
公司与沪深300指数比较



相关报告

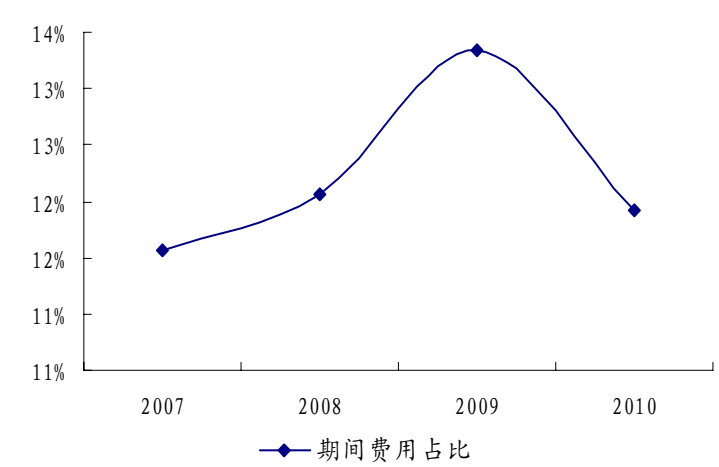
单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	88,706	112,813	126,621	144,714	166,044
同比（%）	1.2%	27.2%	12.2%	14.3%	14.7%
营业毛利	22,828	26,097	28,873	32,925	37,718
同比（%）	14.3%	14.3%	10.6%	14.0%	14.6%
归属母公司净利润	6,539	9,083	12,223	14,241	16,661
同比（%）	30.2%	38.9%	34.6%	16.5%	17.0%
总股本（万股）	54,289.0	54,289.0	54,289.0	54,289.0	54,289.0
每股收益（元）	0.12	0.17	0.23	0.26	0.31
ROE	5.7%	7.1%	7.7%	8.2%	8.2%
P/E（倍）	77.2	55.6	41.3	35.5	30.3

图 1 公司收入及利润情况



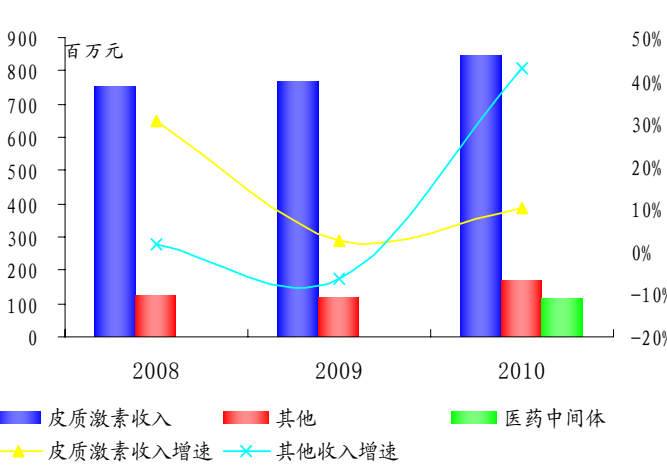
资料来源：wind、第一创业证券研究所

图 2 期间费用占比变化情况



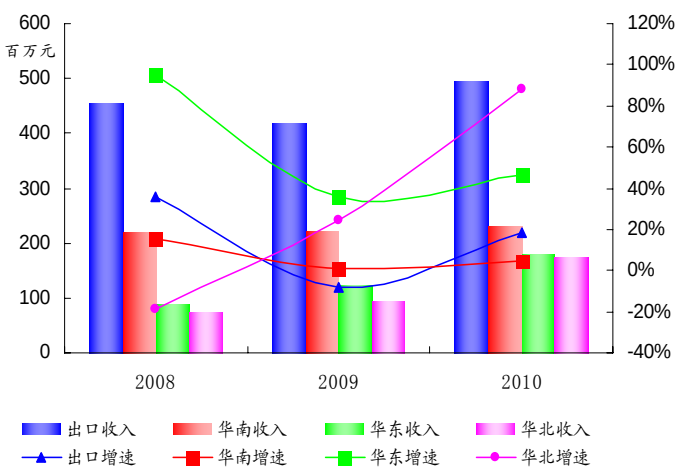
资料来源：wind、第一创业证券研究所

图 3 公司收入按产品分类



资料来源：wind、第一创业证券研究所

图 4 公司收入按地区分类



资料来源：wind、第一创业证券研究所

表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,116.5	1,241.0	1,464.3	1,722.8	一、营业收入	1,128.1	1,266.2	1,447.1	1,660.4
货币资金	135.2	237.9	325.9	418.0	减: 营业成本	867.2	977.5	1,117.9	1,283.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4.7	8.7	9.9	11.3
应收款项	100.7	115.8	131.7	150.7	销售费用	24.0	37.8	43.2	49.5
预付款项	168.7	131.6	143.4	163.9	管理费用	105.8	121.7	130.4	140.0
存货	706.2	749.8	857.5	984.3	财务费用	25.9	-13.2	-15.2	-17.0
其他流动资产	5.9	5.9	5.9	5.9	资产减值损失	5.4	0.5	0.9	1.0
非流动资产	1,803.2	1,763.2	1,723.2	1,683.2	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	97.3	97.3	97.3	97.3	投资收益	5.9	27.2	27.2	27.2
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	2.5	27.2	27.2	27.2
固定资产	661.1	608.4	555.6	502.9	二、营业利润	101.2	160.6	187.4	219.6
在建工程	391.7	404.4	417.1	429.9	加: 营业外收入	4.2	4.3	4.4	4.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.2	0.2	0.3	0.3
无形及递延性资产	32.1	32.1	32.1	32.1	三、利润总额	105.1	164.6	191.5	223.8
其它非流动资产	621.0	621.0	621.0	621.0	减: 所得税费用	12.3	41.2	47.9	55.9
资产总计	2,919.7	3,004.2	3,187.5	3,406.0	四、净利润	92.8	123.5	143.6	167.8
流动负债	616.8	577.8	617.5	668.1	归属母公司净利润	90.8	122.2	142.4	166.6
短期借款	244.1	244.1	244.1	244.1	少数股东损益	2.0	1.2	1.2	1.2
应付账款	305.8	321.4	362.1	414.4	五、总股本(百万股)	542.9	542.9	542.9	542.9
预收帐款	54.7	31.4	31.6	35.8	EPS (元)	0.17	0.23	0.26	0.31
其它流动负债	12.2	-19.2	-20.4	-26.2					
非流动负债	671.4	671.4	671.4	671.4	主要财务比率				
长期借款	670.0	670.0	670.0	670.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	1.4	1.4	1.4	1.4	营业收入	27.2%	12.2%	14.3%	14.7%
负债合计	1,288.2	1,249.2	1,288.9	1,339.5	营业毛利	14.3%	10.6%	14.0%	14.6%
少数股东权益	40.3	41.6	42.8	44.0	主业盈利	15.1%	-4.7%	20.9%	20.9%
股本	542.9	542.9	542.9	542.9	母公司净利	38.9%	34.6%	16.5%	17.0%
资本公积与其它	619.0	619.0	619.0	619.0	获利能力				
留存收益	429.4	551.6	694.0	860.6	毛利率	23.1%	22.8%	22.8%	22.7%
股东权益合计	1,591.2	1,713.5	1,855.9	2,022.5	主业盈利/收入	11.2%	9.5%	10.1%	10.6%
负债和股东权益	2,919.7	3,004.2	3,187.5	3,406.0	ROS	8.2%	9.8%	9.9%	10.1%
					ROE	5.7%	7.1%	7.7%	8.2%
					ROIC	3.7%	4.7%	5.2%	5.7%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					资产负债率	44.1%	41.6%	40.4%	39.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	3.6	-9.3	-9.5	-9.9
经营活动现金流	116.8	75.2	58.3	60.6	速动比率	0.66	0.84	0.97	1.10
净利润	92.8	123.5	143.6	167.8	经营现金净额/当期债务	0.48	0.31	0.24	0.25
折旧摊销	64.9	53.2	53.6	53.7	营运能力				
财务费用	28.2	-13.2	-15.2	-17.0	总资产周转率	0.39	0.42	0.45	0.49
投资损失	-5.9	-27.2	-27.2	-27.2	应收款天数	32.12	32.92	32.76	32.68
营运资金变动	-62.4	-61.1	-96.5	-116.8	存货天数	293.16	276.14	276.13	276.13
其它变动	-0.8	0.0	0.0	0.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-144.2	14.5	14.5	14.5	主业盈利/股本	0.23	0.22	0.27	0.32
资本支出	-147.7	-12.7	-12.7	-12.7	每股经营现金流	0.22	0.14	0.11	0.11
长期投资	3.5	0.0	0.0	0.0	每股净资产	2.86	3.08	3.34	3.64
其它变动	0.0	27.2	27.2	27.2	估值比率				
筹资活动现金流	-14.5	13.1	15.2	17.0	P/E	55.59	41.31	35.45	30.30
债务融资	45.2	0.0	0.0	0.0	P/B	3.26	3.02	2.78	2.55
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	4.48	3.99	3.49	3.04
其它变动	-59.6	13.1	15.2	17.0	EV/EBITDA	30.47	32.97	28.30	24.13
汇率变动影响	-0.7	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	-42.6	102.7	88.0	92.1					

资料来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司	
深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层	
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718	
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn	
北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层	上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777	TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:100140	P.R.China:200120