



分析师

孙伟娜

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

天药股份 (600488)
增持(首次)

医药/调研深度报告

皮质激素规模已过盈亏平衡点

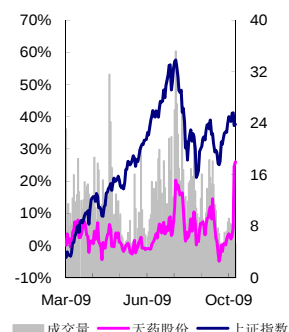
公司数据

总股本(万股)	54289
流通股(万股)	54289
每股净资产	2.80
主要股东	天津药业集团有限公司
主要股东持股比例	46.83%

交易数据

一年价格波动区间	7.14~9.68
半年绝对表现	17.81%
半年相对表现	13.62%
半年换手率	2.67%

市场表现



投资要点:

- **新厂区成本降低, 规模已过盈亏平衡点。**滨海的新厂区一期已于 2009 年 3 月正式生产; 二期将于今年年底调试完成。新产区现有产能已能保证未来 3 年需求, 产品收率、工艺得到优化, 还有一些新工艺在进行放大生产, 新车间投产后, 生产成本将得到有效降低, 毛利率未来仍将不断上升。公司目前皮质激素原料药销售额已达到 8 亿元, 规模效应已经显现, 已经超过盈亏平衡点, 即未来 3~5 年净利润的增长将远快于销售收入的增长。
- **市场份额仍将继续扩大。**虽然全球皮质激素的需求增长低于 10%, 但公司通过挤占他人市场份额仍可达到快速增长, 主要有两个原因: 一是辉瑞等巨头将逐渐退出该细分市场, 目前已开始不对外销售。二是中国企业挤占印度在全球的市场份额。印度不能种植黄姜, 气候原因对发酵不利, 因此皂素和一些中间体需要从中国进口, 中国未来有可能对印度进行限制。
- **受益药品出口市场回暖。**2009 年 1~10 月我国药品出口同比小幅下跌, 但从 11 月份开始, 出口止跌回升, 同比首次实现正增长, 涨幅为 0.94%。地塞米松的出口量和出口额 2009 年下半年确实呈现量价同升的状态。2010 年的出口环境还有较大不确定性, 但市场恢复已成普遍预期, 并且医药具有较大需求刚性, 因此我们认为出口仍会维持回暖趋势。公司 2009 年出口额下降 8%, 预计 2010 年将大幅增长。
- **预计 2010 年皮质激素原料药增长 38%, 制剂增长 9%, 净利润增长 43%。**则 2009~2011 年 EPS 分别为 0.17、0.24、0.30 元, 对应 PE 为 54、39、31, 估值不低, 但考虑到 2010 年皮质激素原料药价格将继续上涨, 出口环境较为乐观, 2010 年很可能出现较大反弹; 同时考虑到新厂区处于滨海新区, 也是两会关注的焦点之一, 也不排除天津市进行医药企业整合的可能性, 首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	876.9	887.1	1,153.0	1,424.0	1,694.3
同比增长率	25.5%	1.2%	30.0%	23.5%	19.0%
净利润	50.2	65.4	93.8	131.8	161.4
同比增长率	92.1%	30.2%	43.5%	40.5%	22.4%
每股收益(元)	0.09	0.12	0.17	0.24	0.30
净资产收益率	3.4%	4.3%	5.9%	7.8%	8.9%

目录

1 皮质激素原料药龙头企业	3
1.1 股权结构	3
1.2 主营业务专注皮质激素	4
2 公司业绩增长 3 个驱动因素	7
2.1 新厂区地处滨海新区，成本降低，规模已过盈亏平衡点	7
2.2 市场份额仍将继续扩大	7
2.3 药品出口市场的回暖	8
3 盈利预测	9

图表目录

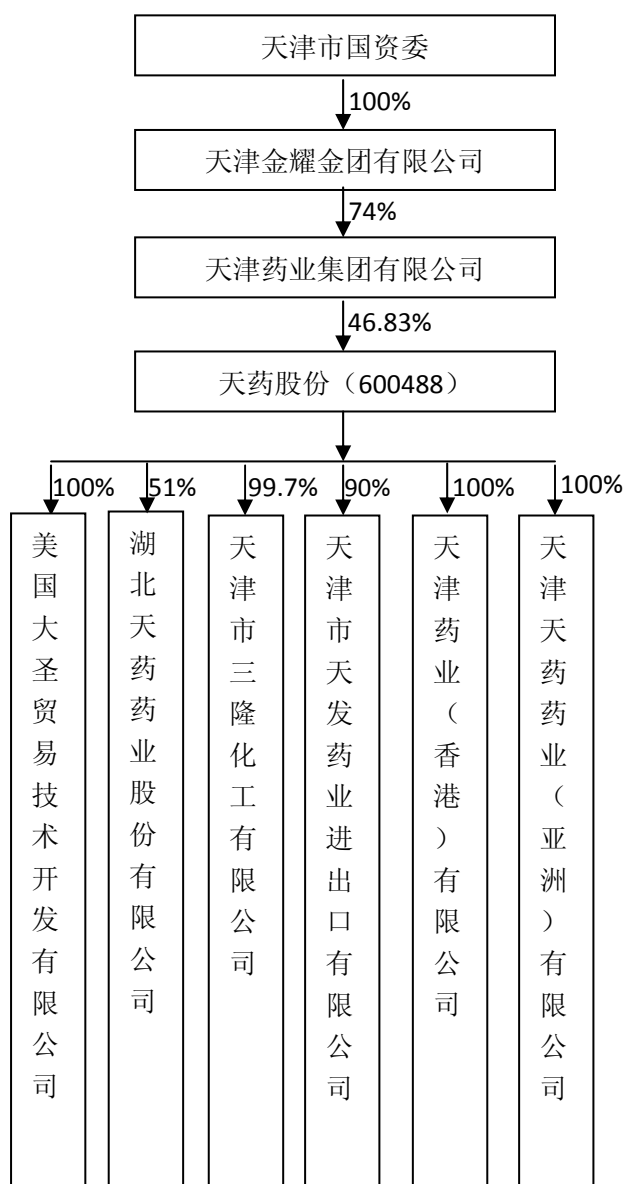
表 1：天药股份主要产品介绍	5
表 2：天药股份盈利预测表	9
表 3：天药股份财务指标	11
图 1：天药股份股权结构	3
图 2：地塞米松原料药价格走势	6
图 3：皂素价格走势	6
图 4：天药股份主营业务收入构成	6
图 5：天药股份皮质激素原料药收入及增长率	7
图 6：天药股份皮质激素原料药毛利率变化	7
图 7：地塞米松出口数量和出口金额变化	8
图 8：天药股份出口和内销金额走势	9

1 皮质激素原料药龙头企业

1.1 股权结构

天药股份的直接控制人是天津金耀集团有限公司，实际控制人是天津市国资委。

图 1：天药股份股权结构



资料来源：公司数据、宏源证券研究所

1.2 主营业务专注皮质激素

天药股份主要产品为皮质激素类原料药，占公司营业总收入的 85%以上。产品主要包括泼尼松系列、地塞米松系列、倍他米松系列、曲安西龙系列、甲泼尼龙和螺内酯等皮质激素原料药，以及地塞米松片和泼尼松片等皮质激素制剂。原料药年产量 200 吨，其中 60%供出口，40%在国内销售。

行业情况：

皮质激素属于甾体药物，甾体药物主要包括皮质激素药物和性激素药物，此外还包括麻醉类药物以及即将推出的心脑血管疾病的药物。全球甾体药物销售额在 2000 年已达到 200 亿美元，约占药品总销售额的 6%，年均增速约为 8~10%，其中中国甾体药物的产量占全球产量的 1/3，但生产的品种只有 40 余种，以中低端为主，仅占全球的 14%。

在甾体药物中，皮质激素药物约占 20%。皮质激素具有抗炎、抗过敏、抗休克、抗感染等作用，但由于副作用较大，因此一般用于急救，市场需求小并且稳定，年均增速在 10%左右。皮质激素属于大规模发酵工艺，设备投资大、反应步骤多、工艺复杂、能耗大，因此技术壁垒很高。皮质激素分为糖皮质激素和盐皮质激素。糖皮质激素主要影响糖和蛋白质等代谢，临床应用较广，为皮质激素的主体；盐皮质激素对人体水盐代谢有一定的影响。糖皮质激素和盐皮质激素的生产流程简要表示如下：

糖皮质激素：黄姜→皂素→双烯（沃氏）→糖皮质激素

盐皮质激素：豆粕→植物甾醇^{3029 工艺}→ →4AD（雄烯二酮）→盐皮质激素

全球皮质激素的产量为 500~1000 吨，其中辉瑞、先灵葆雅、天药股份产量三分天下。天药股份在全球的市场份额 30%，在国内的市场份额为 65%。

我国皮质激素也主要由几家生产企业占据，主要有天药股份、仙琚制药和河南利华。其中天药股份地塞米松系列原料药市场占有率第一，仙琚制药第二；而地塞米松制剂仙琚制药第一，天药股份第二；泼尼松系列原料药和制剂仙琚制药第一、天药股份第二；河南利华主要产品有泼尼松系列和倍他米松系列，规模较小。另外，仙琚制药和河南利华无高端皮质激素，而天药股份拥有譬如 6-甲基泼尼松龙等高端

品种，并在国内是唯一的生产商。由于这些厂家拥有规模优势，新的厂家进入比较难。如图为天药股份的主要产品介绍，其中螺内酯为盐皮质激素，其他都为糖皮质激素。

表 1：天药股份主要产品介绍

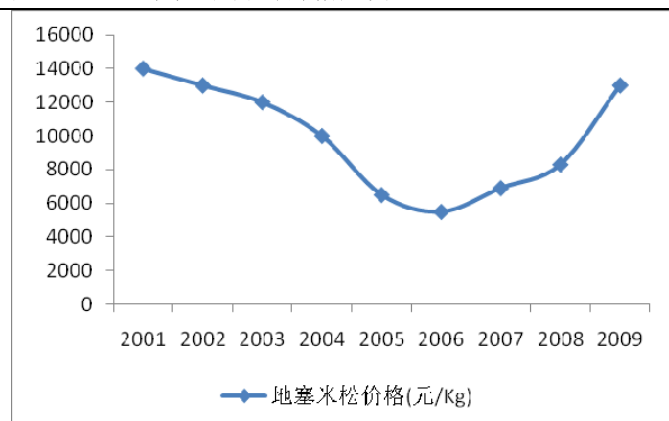
产品	用途
1 地塞米松系列	主要用于胶原性疾病，如风湿性关节炎、红斑性狼疮、风湿性心脏病、心肌炎等，以及抢救垂危病人。
2 倍他米松系列	用于类风湿性关节炎等胶原性疾病及过敏性、神经性皮炎等皮肤病。
3 泼尼松系列	用于肾上腺皮质功能减退症、活动性风湿病、类风湿性关节炎、全身性红斑狼疮症、严重的支气管哮喘、急性白血病及感染性休克、皮炎、急性白血病、恶性淋巴瘤等。
4 曲安西龙系列	用于类风湿性关节炎等胶原性疾病及过敏性、神经性皮炎等。
6 甲泼尼龙	皮质激素的高端产品之一，作用同泼尼松系列，但潞钠作用较弱，代谢快，副作用小些。用于器官移植以防排异；亦作为危重疾病的急救用药。
10 螺内酯（盐皮质激素）	用于治疗与醛固酮升高有关的顽固性水肿，与其他利尿药合用，治疗充血性水肿、肝硬化腹水、肾性水肿等水肿性疾病

资料来源：公司资料、宏源证券研究所

价格：

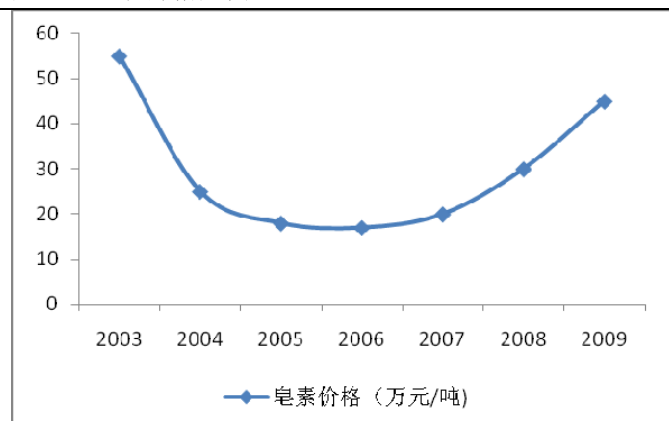
皮质激素原料药价格在 2001~2003 年处于历史高位，以地塞米松为例，最高价达到 14,000 元/Kg，在 2006 年医药行业整体经营环境不佳的背景下，地塞米松价格跌破 6,000 元/Kg。目前价格已大幅回升，2008 年末上涨到近 9,000 元/千克，2009 年末已上涨到 13,000 元/千克。预计 2010 年价格仍将处于上涨趋势。皂素价格也呈现类似的走势，尤其是 2009 年北京 API 原料药会结束后，皂素价格就开始小幅上涨，皂素生产出现不正常，有的厂家因买不到黄姜，被迫停产；厂家乘机提高价格，2009 年末已上涨到 45 万元/吨。皂素的涨价带动双烯价格上涨，2009 年底已涨到 70 万元/吨以上，有些厂家因采购不到皂素，已停止报价。预计皂素缺货短期内还将继续，激素产品也将受到影响，价格也会上调。

图 2：地塞米松原料药价格走势



资料来源：健康网，宏源证券研究所

图 3：皂素价格走势

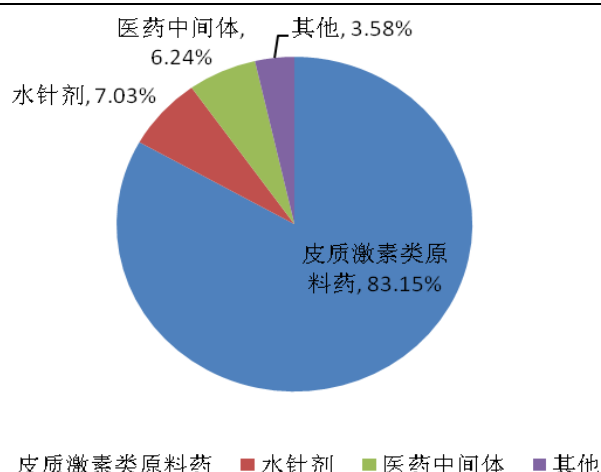


资料来源：健康网，宏源证券研究所

原料：

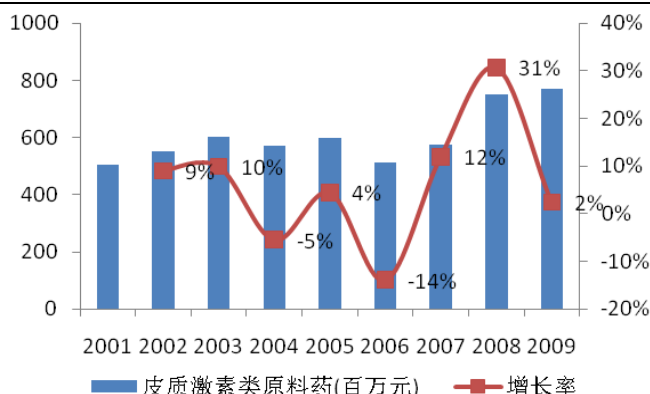
我国甾体药物目前基本都以黄姜为起始原料，从中提取皂素，并进一步加工成双烯（又称沃氏氧化物），因此黄姜供应状况的变化对经营和成本影响重大。二十世纪末以前以野生黄姜为主，随着野生黄姜被大量采挖，黄姜价格迅速上升，导致双烯价格最高上涨到 2002 年的 92 万元/吨。近几年人工种植黄姜技术推广成功，黄姜供应充足，双烯价格随之下跌，最低下跌到 2006 年的 32 万元/吨。价格下跌后，黄姜种植减少，双烯价格逐年回升，2009 年年末价格达到 70 万元/吨。价格和供应之间互相影响，使双烯价格在一定范围内波动。目前国内采用黄姜生产皂素的企业有 150 多家，主要集中在陕西、湖北等黄姜产区。

图 4：天药股份主营业务收入构成



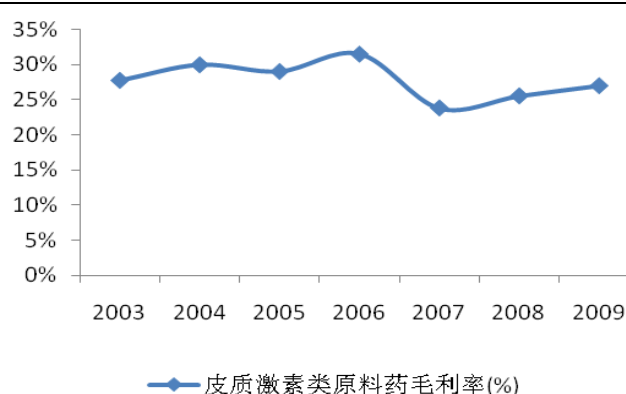
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：天药股份皮质激素原料药收入及增长率



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6：天药股份皮质激素原料药毛利率变化



资料来源：Wind，宏源证券研究所

2 公司业绩增长 3 个驱动因素

2.1 新厂区地处滨海新区，成本降低，规模已过盈亏平衡点

公司在滨海的新厂区已完成搬迁，共占地 680 亩，一期共投资 5 亿元，包括前期的生物发酵、“3029 项目”，已于 2009 年 3 月正式生产；二期投资 7 亿元，包括所有车间，目前在调试和认证过程中，将于今年年底调试完成。目前已有 2 个皮质激素原料药（泼尼松龙、6-甲泼尼松龙）通过了美国 FDA 认证、6 个产品通过欧洲 COS 认证、6~7 个产品通过了美国 DMF 认证，但还未激活。

对于皮质激素原料药来说，产能的扩大相对容易，关键是降低成本，因此新产区产能并未扩大，现有产能已经可以保证未来 3 年需求，但产品收率、生产工艺得到优化，另外还有一些新工艺在进行放大生产，新厂区投产后，生产成本将得到有效的降低。虽然原材料价格在涨，但产品价格也在涨，而且新厂区工艺的优化会使成本不断降低，产品毛利率未来仍将不断上升。同时公司目前皮质激素原料药销售额已达到 8 亿元，规模效应已经显现，已经超过盈亏平衡点，即未来 3~5 年净利润的增长将远快于销售收入的增长。

2.2 市场份额仍将继续扩大

虽然全球皮质激素的需求增长低于 10%，但天药股份作为国内龙头企业，业绩的增长将很大程度上来源于挤占他人的市场份额。而我们分析这种可能性较大，主要有两个原因：

一是辉瑞等巨头将逐渐退出该细分市场。皮质激素是辉瑞当初收购的法玛西亚普强公司的一个产品，并不是辉瑞的主要产品，比起辉瑞其他的专利创新产品，皮质激素毛利率低、人工成本高，因此未来可能退出这个市场，目前已开始不对外销

售。这意味着天药股份在全球的份额将增加。

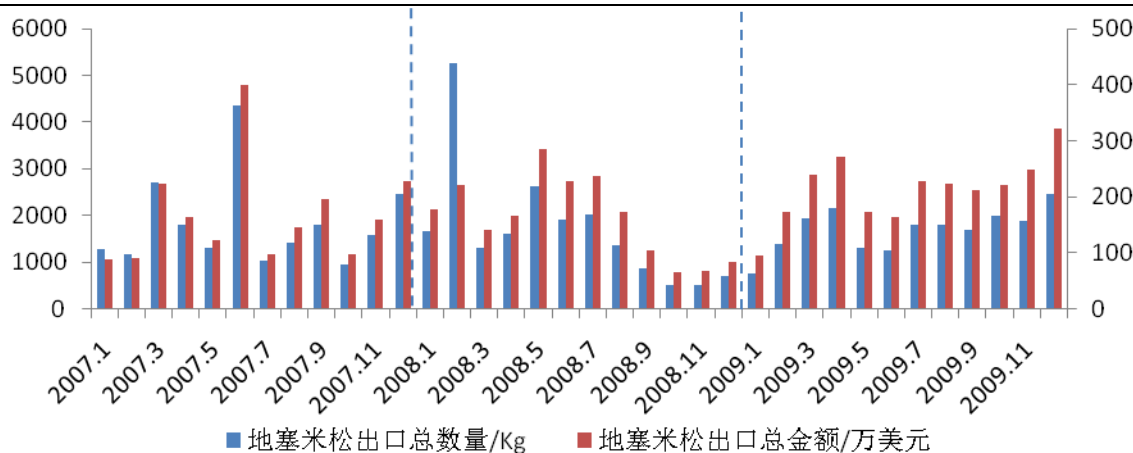
二是中国企业挤占印度在全球的市场份额。目前世界上只有中国、越南、朝鲜生长黄姜，并且只有中国实现了人工种植。目前中国和墨西哥的皂素原料供应占全世界 90%以上，而皂素占皮质激素成本的 70%。印度不能种植黄姜，因此印度需要从中国进口皂素，同时，印度的气候原因对发酵过程不利，因此一些中间体也需要从中国进口。中国未来可能对印度进行限制，从而挤占印度在世界上的份额。

2.3 药品出口市场的回暖

受世界经济增长停滞，特别是国外市场需求不振以及各国纷纷出台贸易保护政策的影响，2009 年 1~10 月我国医药产品出口同比小幅下跌，但从 11 月份开始，出口出现止跌回升态势，同比首次实现正增长，涨幅为 0.94%，12 月份出口同比增幅为 3.7%，单月出口 35.76 亿美元，同比和环比分别增长了 33.8%和 19.2%，回升势头加速。其中占出口总额 50%以上的西药原料出口量增长 6.9%，但平均价格下降了 10.7%。单月出口自 2008 年第四季度开始出现连续下滑走势，至 2009 年 2 月份跌至近两年来的最低点。此后急速反弹并趋于平稳，现已基本恢复并超过 2008 年同期水平。同比方面，在经历了 2009 年前 7 个月的持续低迷后，2009 年 8 至 12 月连续出现较大幅度的增长、回落、再增长，一方面说明出口总体企稳回升；另一方面也与 2008 年同期出口金额基数较低有关。从地塞米松的出口数量和出口金额变化上看，2009 年下半年确实呈现量价同升的状态。

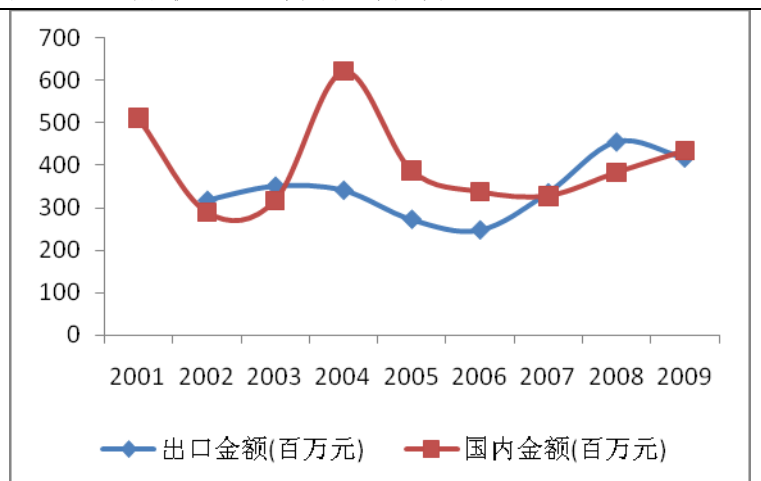
从 2009 年医药品出口数据看，下半年有反弹企稳趋势，但波动较大，2010 年的出口环境还有较大不确定性。但市场恢复已成普遍预期，并且医药具有较大需求刚性，因此我们认为随着一些国家相继复苏，出口仍会维持回暖趋势。

图 7：地塞米松出口数量和出口金额变化



资料来源：健康网，宏源证券研究所

图 8：天药股份出口和内销金额走势



资料来源：Wind，宏源证券研究所

3 盈利预测

预计 2010 年皮质激素原料药增长 38%，制剂增长 9%，净利润增长 43%。则预测 2009~2011 年 EPS 分别为 0.17、0.24、0.30 元，对应 PE 为 54、39、31，估值不低，但考虑到 2010 年皮质激素原料药价格将继续上涨，出口环境较为乐观，2010 年很可能会出现较大反弹；同时考虑到新厂区处于滨海新区，也是两会关注的焦点之一，也不排除天津市进行医药企业整合的可能性，首次给予“增持”评级。

表 2：天药股份盈利预测表

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	876.9	887.1	1,153.0	1,424.0	1,694.3
减：营业成本	677.3	658.8	843.8	1,034.0	1,228.1
营业税费	3.2	6.2	8.1	10.0	11.9
销售费用	17.1	19.3	25.1	31.0	36.9
管理费用	85.5	92.8	120.7	149.1	177.4
财务费用	40.5	29.2	40.4	41.2	47.2
资产减值损失	-1.2	12.7	5.7	5.7	5.7
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.6	5.0	-	-	-
营业利润	55.2	73.0	109.1	152.9	187.0
加：营业外净收支	2.5	2.5	-	-	-
利润总额	57.7	75.5	109.1	152.9	187.0
减：所得税	6.0	8.4	13.1	18.3	22.4
净利润	50.2	65.4	93.8	131.8	161.4
EPS(元)	0.09	0.12	0.17	0.24	0.30
PE	102.3	78.5	54.7	39.0	31.8
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E

货币资金	163.0	177.7	207.5	256.3	305.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	112.7	101.1	128.7	158.9	189.1
应收票据	44.4	43.6	56.5	69.8	83.0
预付帐款	107.7	109.2	141.8	175.1	208.4
存货	665.4	510.2	658.7	813.5	967.9
其他流动资产	-	0.0	0.0	0.0	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	93.8	95.0	95.0	95.0	95.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	639.6	596.1	713.2	826.3	923.3
在建工程	442.7	612.2	691.8	854.4	1,016.6
无形资产	115.9	111.3	138.4	142.4	169.4
其他非流动资产	186.8	267.1	287.3	309.0	330.6
资产总额	2,571.8	2,623.5	3,118.9	3,700.6	4,288.3
短期债务	824.3	409.0	550.0	600.0	650.0
应付帐款	109.1	169.0	220.2	272.0	323.6
应付票据	127.0	212.0	276.7	341.8	406.6
其他流动负债	6.6	26.6	36.3	45.5	54.7
长期借款	-	250.0	250.0	250.0	250.0
其他非流动负债	-	0.7	0.7	0.7	0.7
负债总额	1,067.9	1,067.5	1,337.0	1,513.0	1,688.7
少数股东权益	35.3	38.4	40.2	42.5	45.3
股本	542.9	542.9	542.9	542.9	542.9
留存收益	926.7	975.8	1,046.2	1,145.1	1,266.1
股东权益	1,503.9	1,556.0	1,629.3	1,730.5	1,854.3
现金流量表					
2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	51.7	67.1	96.0	134.5	164.6
加:折旧和摊销	62.7	59.5	75.6	91.5	108.9
资产减值准备	-1.2	12.7	5.7	5.7	5.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	40.0	37.6	29.3	40.4	41.2
投资收益	-0.6	-5.0	-	-	-
少数股东损益	1.5	1.7	2.2	2.7	3.2
营运资金的变动	70.2	89.9	-101.8	-111.4	-111.1
经营活动产生现金流量	219.3	435.1	118.2	164.3	218.5
投资活动产生现金流量	-361.5	-199.0	-210.5	-199.1	-221.7
融资活动产生现金流量	31.5	-220.7	81.8	-17.6	-29.5

资料来源：宏源证券研究所

表 3：天药股份财务指标

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	25.5%	1.2%	30.0%	23.5%	19.0%
营业利润增长率	77.7%	32.3%	49.4%	40.1%	22.3%
净利润增长率	92.1%	30.2%	43.5%	40.5%	22.4%
EBITDA 增长率	28.4%	3.7%	47.4%	26.8%	20.1%
EBIT 增长率	31.5%	6.9%	46.3%	29.8%	20.7%
NOPLAT 增长率	32.1%	4.5%	36.7%	29.8%	20.7%
投资资本增长率	11.7%	-14.3%	9.9%	5.0%	5.8%
净资产增长率	3.0%	3.5%	4.7%	6.2%	7.2%
利润率					
毛利率	22.8%	25.7%	26.8%	27.4%	27.5%
营业利润率	6.3%	8.2%	9.5%	10.7%	11.0%
净利润率	5.7%	7.4%	8.1%	9.3%	9.5%
EBITDA/营业收入	16.8%	17.2%	19.5%	20.1%	20.3%
EBIT/营业收入	10.9%	11.5%	13.0%	13.6%	13.8%
运营效率					
固定资产周转天数	264	251	204	195	186
流动营业资本周转天数	293	212	126	127	129
流动资产周转天数	454	413	333	337	343
应收帐款周转天数	43	41	38	39	40
存货周转天数	262	241	185	189	192
总资产周转天数	1,003	1,054	896	862	849
投资资本周转天数	842	816	608	529	469
投资回报率					
ROE	3.4%	4.3%	5.9%	7.8%	8.9%
ROA	2.0%	2.6%	3.1%	3.6%	3.8%
ROIC	4.8%	4.4%	7.1%	8.4%	9.6%
费用率					
销售费用率	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用率	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
财务费用率	4.6%	3.3%	3.5%	2.9%	2.8%
三费/营业收入	33.1%	33.2%	35.7%	35.6%	35.7%
偿债能力					
资产负债率	41.5%	40.7%	45.1%	46.6%	47.7%
负债权益比	71.0%	68.6%	82.1%	87.4%	91.1%
流动比率	1.02	1.15	1.10	1.17	1.22
速动比率	0.40	0.52	0.48	0.51	0.54
利息保障倍数	2.36	3.50	3.70	4.71	4.96

资料来源：宏源证券研究所

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券研究所评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上