

湘财证券研究所
医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: cgd2854@xcsc.com

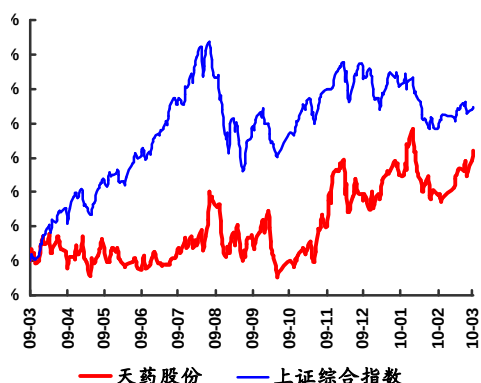
叶侃

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: yk2880@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634510-8683

 E-Mail: zy2831@xcsc.com
12 个月股价表现:


近期我们调研天药股份，与公司董秘深入交流行业和公司发展情况。

投资要点:

q 激素原料药行业集中度渐趋提高，龙头地位不容撼动：06 年价格战逼退中小激素原料药企业，市场份额将向规模大，成本控制能力强的企业集中。天药股份作为激素药物龙头，其产品市场占有率会进一步提高。激素价格有望被几个龙头企业所掌控，未来激素价格有望呈现逐步上升趋势。同时行业景气度也有所恢复，产品库存基本消化完毕，公司原料药产量恢复到 2008 年水平的可能性较大，同比增长 10% 以上。

q 皂素原料价格上涨，公司部分产品受益明显：受环保要求提高及黄姜供应紧张，目前皂素价格已经上涨至 44-45 万元/吨，上半年还有继续上升可能。公司有很强成本转移能力，激素原料药价格能随成本增加而上涨，盈利能力不会受到影响。公司拥有国内唯一较为成熟 3029 甾醇合成路线，该路线能完全规避皂素价格上升的压力，因此由该路线生产 4AD 有很大成本优势。

技术不断创新降低生产成本：卢总是技术出身，且公司拥有天药研究所 24.39% 股权，技术创新将是公司未来发展的主旋律。今年年内有望注入一批新技术工艺，这些技术能有效降低生产成本，提高产品转化率。3116、3117 技术正不断成熟，未来成本有较大下降空间。

滨海新区年内完成厂房建设及产品认证：为配合天津市工业东移的战略，公司整体搬迁至滨海新区，预计年内完成全部建设和认证工作。新增固定资产折旧 2000 万元，目前贷款规模能满足新厂区的资金需求，未来管理和财务费用基本保持稳定。

投资建议:

我们预测天药股份 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.21 元、0.26 元、0.31 元。公司技术创新能力在同行业中无可撼动，未来公司盈利增长受三方面驱动：（1）市场份额提高带来销量的增长；（2）技术创新，降低生产成本；（3）集中度提高，逐渐掌控产品价格话语权。作为细分行业龙头，能享受较高估值，我们维持“增持”评级，可关注年内新技术注入的阶段性交易机会。

风险因素：成本上升速度快于产品提价；原料药销量低于预期；人民币升值加速

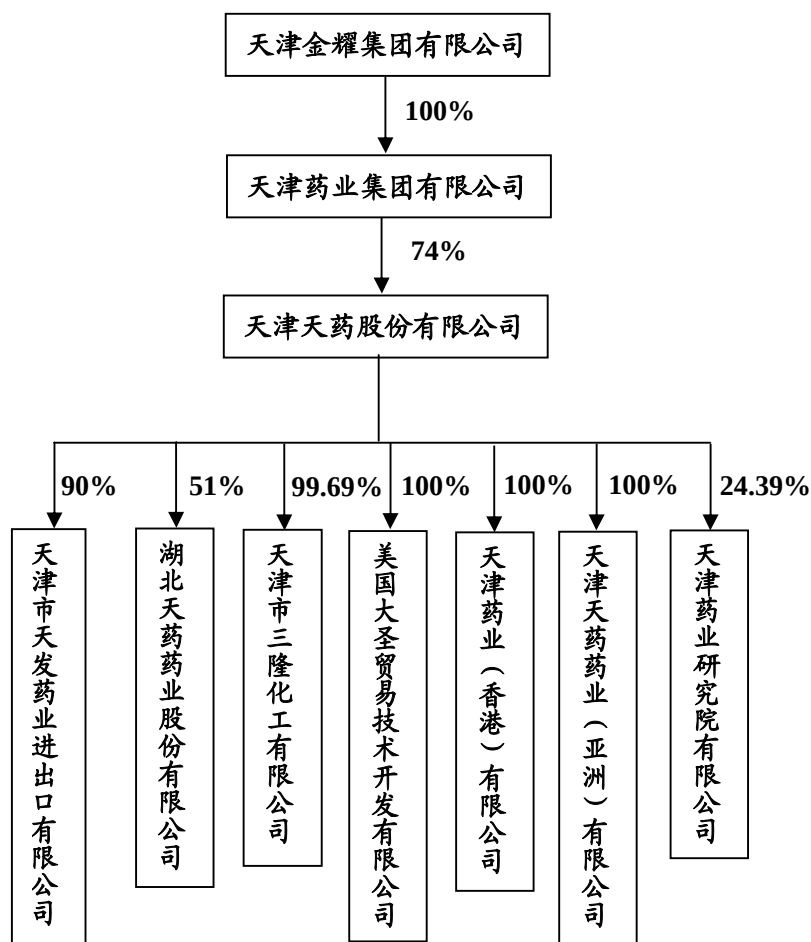
盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	876.89	887.06	1102.45	1127.30	1191.20
增长率	25.46%	1.16%	24.28%	2.25%	5.67%
净利润（百万元）	50.23	65.39	116.73	142.24	170.43
增长率	92.16%	30.18%	78.51%	21.86%	19.82%
摊薄后每股收益（元）	0.09	0.12	0.21	0.26	0.31

1、公司股权结构

天药股份的大股东为天津药业集团有限公司，持股比例达到 **74%**，具有浓厚国资背景。集团公司旗下最为优良资产即为天药股份的皮质激素原料药业务，其皮质激素药物技术研发能力在国内处于绝对领先地位。天药股份下属子公司主要为进出口贸易公司、上游原料生产商、研发机构。

图 1、天药股份股权结构

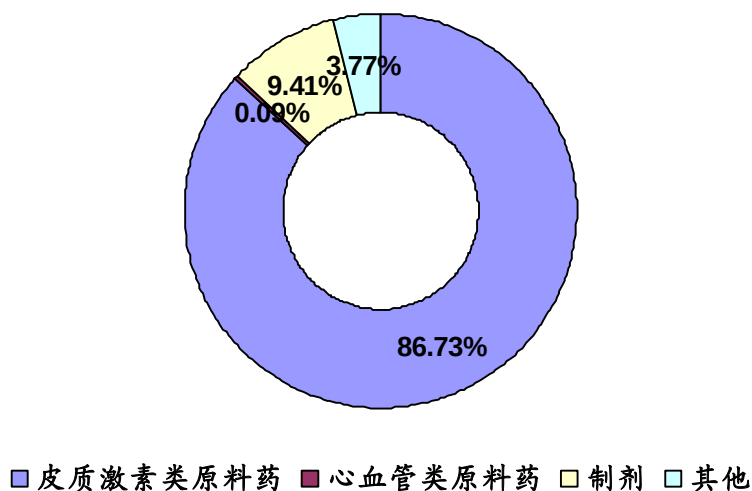


数据来源：公司财报、湘财证券研究所

2、公司主要业务简介

天药股份的主要业务为皮质激素原料药，营收占比达到 **86.73%**。制剂产品所占比重较小，仅为 **9.41%**，盈利的是水针剂产品，并且制剂销售依赖控股母公司。虽然公司也有意愿做大制剂业务，但短时间内还难成气候。

图 2、2009 年天药股份各类主要业务营收占比



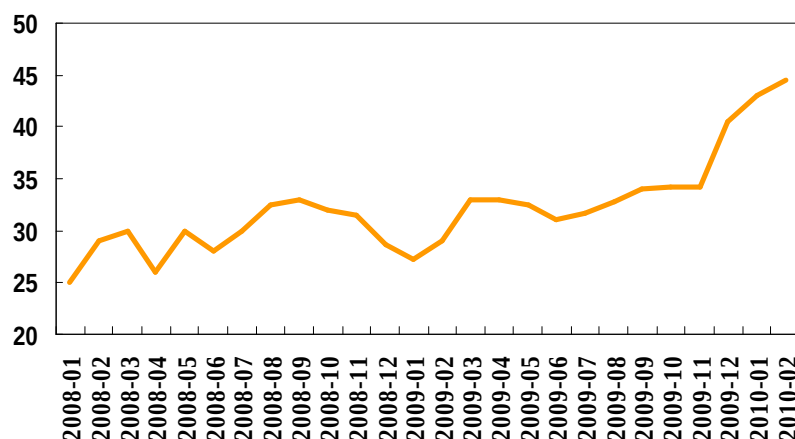
数据来源：公司财报，湘财证券研究所

3、拥有先进激素合成工艺

我国具有皂素产量最高的植物品种黄姜，皂素资源得天独厚，我国也成为甾体药物出口大国。但我国出口的激素产品大多数是低附加值品种。辉瑞等国际制药巨头采取植物甾醇合成路线，该路线有着极高技术壁垒。现在国内仅天药有着相似的技术，但转化率和生产成本仍有一定差距。

黄姜种植区域处于南水北调区域，种植面积难有增长，且皂素提取厂的环保标准也日趋严格，这些因素势必会提高皂素价格。目前皂素价格已经从去年底的 34 万元/吨上涨至 44 万元/吨。未来几个月仍有继续上涨的可能。我们与公司沟通未来皂素价格走向，认为随着黄姜大批采挖上市，下半年皂素价格有望出现回落。

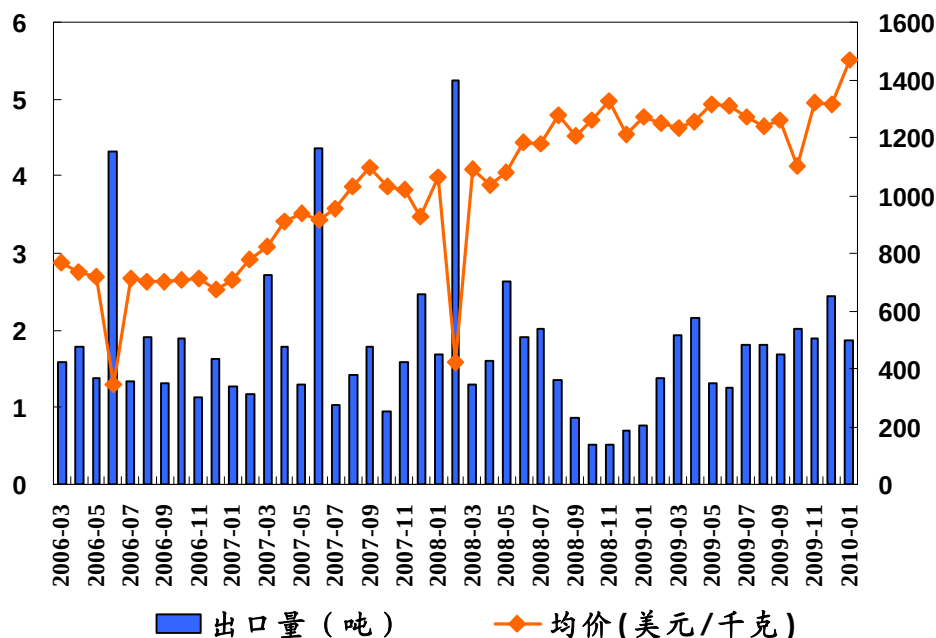
图 3、2008 年至今国内皂素价格走势



数据来源：健康网、湘财证券研究所

随着行业集中度的提高，公司对产品价格有着一定控制能力，能充分消化上游涨价带来成本压力。以地塞米松为例，出口均价已经从年 **1200-1300** 美元/千克上涨至今年 1 月的 **1467** 美元/千克。

图 4、2006 年 3 月至 2010 年 1 月地塞米松出口量及出口均价



数据来源：海关统计、湘财证券研究所

天药股份拥有地塞米松系列、泼尼松系列、倍他米松系列、曲安西龙系列、螺内酯等激素产品。**6 甲基泼尼松龙**、螺内酯为公司独家品种，未来有着较好市场前景。

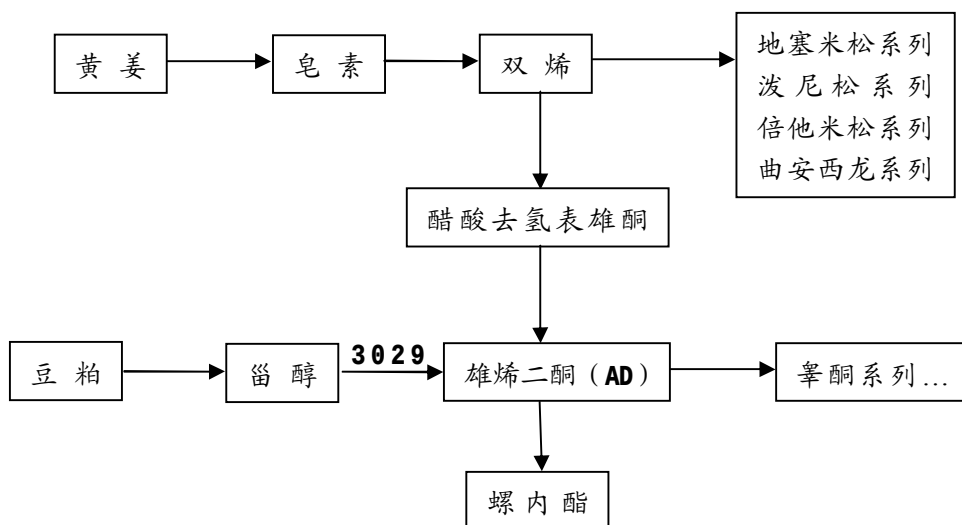
图 5、公司主要产品介绍

工艺路线	起始原料	主要产品	竞争格局
皂素路线	黄姜	地塞米松系列	厂家较少
		泼尼松系列	厂家较多
		6 甲基泼尼松龙	国内独家
		倍他米松系列	厂家较多
		曲安西龙系列	厂家较多
甾醇路线	豆粕	雄烯二酮（4AD）	国内首家使用甾醇路线
		螺内酯	国内独家
		ADD	厂家较多

数据来源：湘财证券研究所

公司拥有国内唯一可规模化生产的甾醇合成路线，通过这条路线能合成得到激素药物重要中间体雄烯二酮（**4AD**）。甾酮系列就可以从雄烯二酮制备得到，从图中看出，与皂素路线相比，该路线减少合成步骤，降低生产成本。另外许多激素产品都能通过雄烯二酮合成，关键取决于 **3029** 工艺的成本。皂素价格上涨有利于公司 **4AD** 的销售，未来极有可能出现各激素厂家从天药采购 **4AD** 生产下游产品的情况。但据了解，目前 **3029** 工艺还未完全成熟，部分技术环节仍有待改进。一旦技术获得突破，公司将成为激素药物生产的霸主。

图 6、目前激素药物主要合成路线



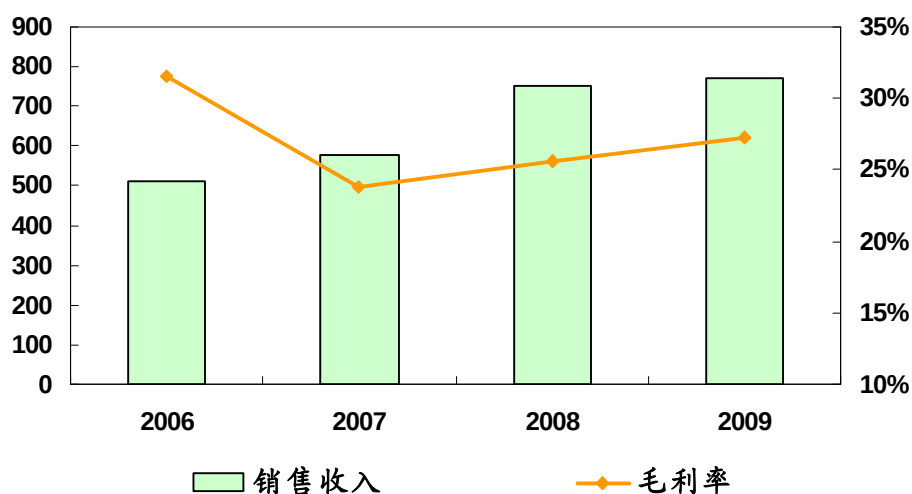
数据来源：湘财证券研究所

4、技术创新将降低生产成本，提高毛利率

06 年激素药物价格战爆发，导致公司毛利率下跌至 2007 年的 **23.83%**，之后毛利率稳步攀升，09 年提高到 **27.20%**。一方面是由于价格战后，中小企业逐步退出市场，行业集中度提高。另一方面是公司不断革新技术工艺。其中生物脱氢技术 **3116**、**3117** 是从下属子公司天津药业研究院受让得到，这些技术能提高产品转化率，降低生产原料使用量。我们认为这些技术仍需进一步消化，未来提升预计空间较大。

我们预计今年将有一批新的类似“**3116**”技术工艺从研究院注入上市公司，从而提高公司毛利率。

图 7、2006 年-2009 年皮质激素原料药销售收入与毛利率

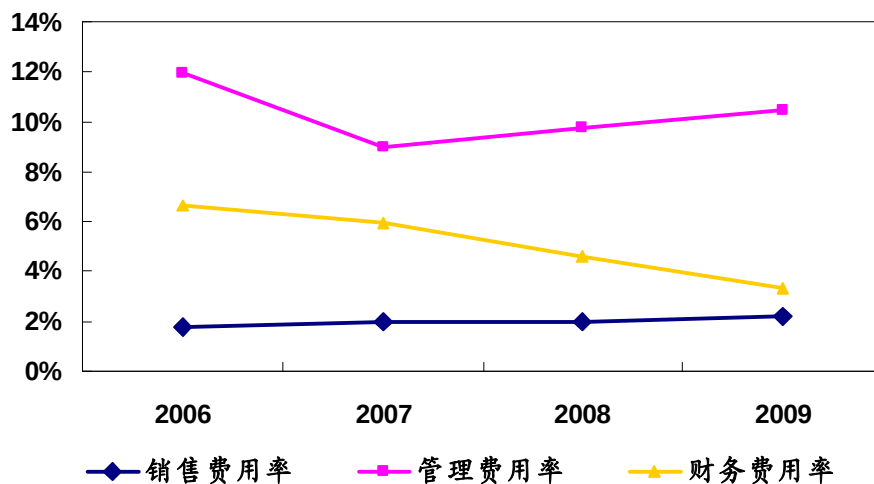


数据来源：公司财报、湘财证券研究所

5、年内完成新厂区搬迁建设，未来期间费用保持稳定

目前公司还有 4、5 个厂房正在建设，预计年内将完成全部建设和认证。公司目前 4 亿多的短期借款和 2.5 亿长期借款基本满足融资需求，今年财务费用预计有一定幅度增长。

图 8、2006 年-2009 年公司三项期间费用率



数据来源：公司财报、湘财证券研究所

6、公司业务盈利预测

盈利假设：

- （1） 2010 年、2011 年、2012 年激素原料药产量为 135、138、142 吨
- （2） 2010 年、2011 年、2012 年皂素价格分别为 40.5、32、31 万元/吨
- （3） 原料皂素成本、人工成本、化工原料成本、折旧成本占比分别为 **40%、20%、30%、10%**
- （4） 未考虑技术革新对成本降低的影响

表、天药股份分业务预测

百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
皮质激素类原料药	513.6	574.75	750.86	769.32	981.65	1005.5	1067.4
毛利率	31.50%	23.83%	25.55%	27.20%	29.32%	30.54%	31.13%
心血管类原料药	0.72	0.85	0.73	0.82	0.80	0.80	0.80
毛利率	56.88%	57.98%	57.82%	62.70%	60.00%	60.00%	60.00%
水针剂	45.88	50.43	43.84	56.54	60.00	64.00	68.00
毛利率	17.87%	29.02%	23.56%	25.21%	25.50%	25.50%	25.50%
其他	25.43	37.86	43.51	26.90	25.00	22.00	20.00
毛利率	11.47%	6.83%	-17.37%	-14.53%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
制剂	70.34	88.21	87.15	83.44	85.00	86.00	88.00
毛利率	15.59%	19.52%	3.30%	11.67%	15.06%	17.70%	18.57%
其他业务	0.98	35.15	38.15	33.48	35.00	35.00	35.00
毛利率	0.03%	0.29%	0.52%	0.98%	1.00%	1.00%	1.00%
营业收入	585.64	698.96	876.89	887.06	1102.45	1127.30	1191.20
毛利率	29.60%	22.42%	22.77%	25.73%	27.34%	28.66%	29.34%

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	942	1099	1164	1254
现金	178	178	238	321
应收账款	97	125	133	138
其他应收款	4	5	5	5
预付账款	109	130	132	137
存货	510	608	601	599
其他流动资产	44	53	55	54
非流动资产	1682	1710	1617	1551
长期投资	95	97	96	96
固定资产	596	845	923	916
无形资产	111	125	144	146
其他非流动资产	879	643	453	394
资产总计	2624	2808	2780	2805
流动负债	817	900	762	660
短期借款	409	466	320	200
应付账款	154	146	152	157
其他流动负债	254	288	290	304
非流动负债	251	251	250	250
长期借款	250	250	250	250
其他非流动负债	1	1	0	0
负债合计	1067	1150	1013	911
少数股东权益	38	40	42	44
股本	543	543	543	543
资本公积	509	509	509	509
留存收益	467	567	675	799
归属母公司股东权益	1518	1618	1726	1850
负债和股东权益	2624	2808	2780	2805

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	435	94	268	309
净利润	67	118	144	172
折旧摊销	59	67	85	93
财务费用	29	38	35	32
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	272	-111	4	12

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	887	1102	1127	1191
营业成本	659	801	804	842
营业税金及附加	6	8	8	8
营业费用	19	20	21	21
管理费用	93	95	95	92
财务费用	29	38	35	32
资产减值损失	13	10	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	73	130	160	191
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	76	133	163	194
所得税	8	15	18	22
净利润	67	118	144	172
少数股东损益	2	2	2	2
归属母公司净利润	65	116	142	170
EBITDA	162	235	279	317
EPS (元)	0.12	0.21	0.26	0.31

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1.2%	24.3%	2.3%	5.7%
营业利润	32.3%	77.9%	22.8%	19.7%
归属于母公司净利润	30.2%	77.5%	22.9%	19.5%
获利能力				
毛利率(%)	25.7%	27.3%	28.7%	29.3%
净利率(%)	7.4%	10.5%	12.7%	14.3%
ROE(%)	4.3%	7.2%	8.3%	9.2%
ROIC(%)	5.2%	8.1%	9.7%	11.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	40.7%	41.0%	36.4%	32.5%
净负债比率(%)	61.73%	62.22%	56.30%	49.41%
流动比率	1.15	1.22	1.53	1.90
速动比率	0.52	0.55	0.74	0.99

其他经营现金									
流	12	-18	-0	-0	营运能力				
投资活动现金流	-199	-96	7	-29	总资产周转率	0.34	0.41	0.40	0.43
资本支出	202	71	-36	18	应收账款周转率	9	9	9	9
长期投资	0	2	-1	-1	应付账款周转率	5.15	5.33	5.39	5.46
其他投资现金									
流	3	-23	-29	-12	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-221	2	-215	-198	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.21	0.26	0.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.17	0.49	0.57
短期借款	-415	57	-146	-120	每股净资产(最新摊薄)	2.80	2.98	3.18	3.41
长期借款	250	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	65.51	36.90	30.03	25.14
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金					P/B	2.82	2.65	2.48	2.32
流	-55	-55	-69	-78	EV/EBITDA	28	19	16	14
现金净增加额	15	-0	60	82					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	887	1102	1127	1191
收入同比(%)	1%	24%	2%	6%
归属母公司净利润				
润	65	116	143	170
净利润同比(%)	30%	78%	23%	19%
毛利率(%)	25.7%	27.3%	28.7%	29.3%
ROE(%)	4.3%	7.2%	8.3%	9.2%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.26	0.31
P/E	65.51	36.90	30.03	25.14
P/B	2.82	2.65	2.48	2.32
EV/EBITDA	28	19	16	14

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。