

上市公司动态研究报告

化学原料药

通用入主 苦尽甘来

通用技术集团入主

通用技术集团是国家投资组建的国有独资公司，成立于 1998 年，2000 年被列为国有重要骨干企业，是中央直接管理的 54 家特大型企业集团之一。通用控股的天方药业集团，是一家以生物化学制药及兽用饲料添加剂的生产销售为主的大型企业，是科技部认定的高新技术企业、国务院批准的 520 家国家重点企业之一。

2008 年 6 月，驻马店市国资委将持有的天方药业集团 100% 的地方国有法人股权无偿划转 90% 给通用技术集团持有，其余股权将依照通用集团对天方集团的注资情况分步无偿划转。通用集团以现金向天方集团注资 5 亿元，并承诺根据业务发展需要在 3-5 年内追加注资至 30 亿元。由于天方集团直接控股公司（600253）39.61% 的股权，通用集团成为公司（600253）的实际控制人。

业绩出现拐点

公司（600253）2000 年底上市后，专注于原料药和成品药的生产和销售，积极开展新产品的研发。在经历了 07 年和 08 年的亏损后，09 年下半年，前期投资研发的新药项目开始投产贡献利润——上市仅四个月的新药阿托伐他汀钙胶囊就实现了利润 1000 万元，公司（600253）成功实现扭亏。2010 年，前期投资的 1200 吨/年的盐酸林可霉素原料药产能有望完全释放，预计能实现 6736 万的利润。2010 年一季度，公司（600253）实现主营业务收入 7.46 亿元，同时实现净利润 1673 万元，同比大幅增长 722.66%。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	2,242	2,721	3027	5687
主营收入增长率	22.34%	21.36%	11.24%	87.87%
EBITDA（百万）	171	255	268	552
EBITDA 增长率	85.94%	49.12%	5.25%	105.97%
净利润（百万）	10.49	70.23	84.28	286.6
净利润增长率	112%	569%	20%	240%
ROE	1.40%	8.32%	9.09%	12.89%
EPS（元）	0.03	0.17	0.17	0.55
P/E	316	55	55	17
P/B	5.54	4.96	4.51	1.92
EV/EBITDA	25.01	16.34	15.55	7.55

天方药业（600253）

首次评级

买入

宁乔

Ningqiao@csc.com.cn

010-85130789

执业证书编号：S1440108122109

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440206070058

发布日期：2010 年 05 月 17 日

当前股价：9.49 元

目标价格 6 个月：13.85 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
0.7/15.3	17.4/25.9	81.1/77.6
12 月最高/最低价（元）		11.97/0
总股本（万股）		42,000
流通 A 股（万股）		41,940
总市值（亿元）		41.87
流通市值（亿元）		41.81
近 3 月日均成交量（万）		982
主要股东		
通用天方药业集团有限公司		39.61%

股价表现



相关研究报告

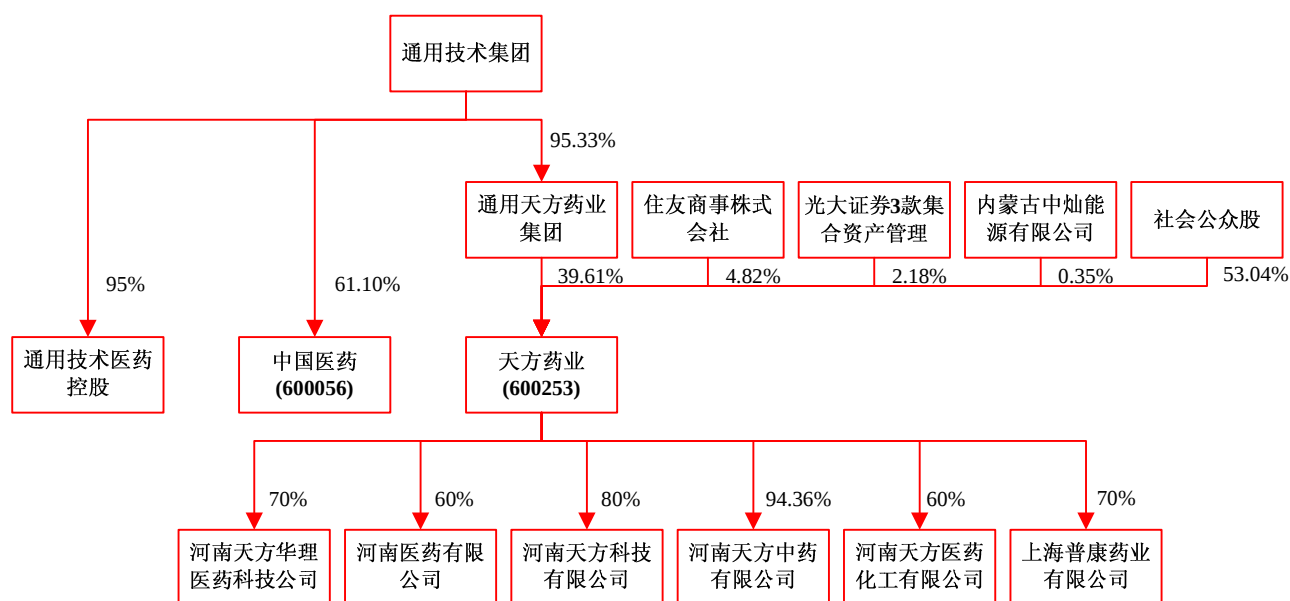


历史沿革与股权结构

公司（600253）是由通用天方药业集团（即原河南天方药业集团）等五家公司以发起方式设立的股份有限公司，2000 年 11 月公开发行 6,000 万股后，股本为 21,000 万股，2002 年 9 月实施每 10 股转增 10 股，股本增加到 42,000 万股。截止 2010 年 3 月，公司（600253）的总股本为 42,000 万股，其中有限售条件的流通股为 602,772 股，占总股本的 0.14%，无限售条件股份的流通股为 419,397,228 股，占总股本的 99.86%。通用天方药业集团是公司（600253）的控股股东，控股 39.61%，其它股东持股比例皆小于 5%。

公司（600253）属医药行业，是中国科技部和中国科学院认定的高科技企业（双高认证），享有 15% 的所得税优惠待遇。通用集团控股天方集团后成为公司（600253）的实际控制人，由于通用集团还同时控股中国医药(600056)和通用技术医药控股有限，公司(600253)的加入壮大了通用集团在医药领域的竞争实力，同时也为日后三家公司医药资源的整合留下了遐想空间。

图 1：天方药业（600253）股权结构图（2010 年 3 月）



行业趋势

随着我国医疗保险力度的加强，将带动全社会药品消费的大幅度提高。新型农村合作医疗（新农合）和城镇居民基本医疗保险补偿标准提高到了 120 元，同时个人缴费比例也得到了适当的提高。2010 年 4 月 23 日，城镇职工和居民参保人数达到 4.1 亿人，相比 2009 年底 3.63 亿人增加 4070 万人，而新农合的参保比例稳定在 90% 以上。新农合和城镇居民基本医疗保险筹资额的提高增强了人们的药品消费能力，门诊统筹的推进更有利于医疗就诊，医保报销比例的提高更会提高人们就诊和治疗的积极性。预计上述医改措施将新增加药品消费 2000 亿元左右，比 2009 年医药制造业 9600 亿销售收入增长 18% 左右。

2010 年 1-2 月医药制造业主营业务收入累计同比增长 28.35%，增幅高于同期 9.39 个百分点。随着全社会医疗市场的进一步扩容，医药行业的全年业绩存在超预期的可能性。预计医药行业收入和利润增长有可能超过 20%，并有望在未来 3-5 年内保持 18% 左右的增长。

作为基层医疗市场中最为主要药物之一，抗生素各类产品在新农合和城镇居民基本医疗中具有强劲的需求，作为低端的化学普药，抗生素将广泛受益于人们药品消费能力的增长。预计 2010 年抗生素类医药公司的销售收入增长会超过 19%，毛利率进一步提高。

产品竞争优势

当前，公司(600253)主营新药研发、中西药制剂、化学合成原料药和生物发酵原料药生产及医药经营，销售网络覆盖全国。公司(600253)的产品范围主要为抗生素类和心血管类，传统产品天方罗欣、乙酰螺旋霉素原料药和维脑路通的市场占有率分别为 85%、55% 和 60%，具有较强的市场竞争力。

2009 年，公司（600253）累计完成生产片剂 40 亿片，胶囊 6.9 亿粒，针剂 5.1 亿支，输液 870 万瓶，原料药 2800 吨。全年完成原料药销售收入 7.37 亿元，同比增长 30.77%。出口收入 1.83 亿元，同比增长 49.54%，完成成品药销售收入 2.946 亿元。公司（600253）加大了对普药销售主力产品的终端促销活动，取得了一定成效，同时加强了对 70 余种基本药物品种的市场调研和全国各省政府招标采购工作。

表 1：2009 年天方药业（600253）主要产品、收入和利润

单位：元

主要产品 类别	营业收入(元)	营业成本(元)	营业利润 率 (%)	营业收入比 上年增减(%)	营业成本比 上年增减 (%)	营业利润 率比上年 增减(%)
原料药	736,902,663.44	611,236,926.80	17.05	30.77	20.31	7.21
成品药	294,579,013.59	231,658,536.76	21.36	8.98	2.41	5.05
医药商业	1,190,261,807.13	1,129,799,961.97	5.08	20.8	21.4	0.47
小计	2,221,743,484.16	1,972,695,425.53	11.21	22.13	18.49	2.73

资料来源：天方药业（600253）2009 年报

新产品为业绩增速

盐酸林可霉素

盐酸林可霉素临床主要用于敏感菌引起的各种感染，如肺炎、脑膜炎、心内膜炎、蜂窝织炎、扁桃体炎、丹毒、疖及泌尿系统感染等。

公司（600253）2006 年和 2007 年两次投资共计 3.6 亿元的盐酸林可霉素项目已经于 09 年下半年开始盈利，产能 1200 吨/年。由于拥有 2100 吨/年产能的竞争对手南阳康普药业，去年至今因环保问题处于半停产状态，致使盐酸林可霉素供应偏紧，价格回升明显。公司（600253）的盐酸林可霉素目前已处于满产状态，产品的市场价格稳中有升，规模化效益开始逐步显现。估计 2010 年，盐酸林可霉素可为公司（600253）贡献 2.9 亿元的销售收入和 6736 万元的利润。

表 2：天方药业（600253）盐酸林可霉素项目

开始时间	项目名称	项目投入金额 (亿元)	建设期(月)	预计达产后年销售 收入(亿元)	预计达产后年利 润(亿元)
2006 年 9 月	年产 600 吨盐酸林可霉 素原料药项目	1.9897	12	1.4079	0.2523
2007 年 8 月	年产 600 吨盐酸林可霉 素原料药项目	1.6185	12	1.5322	0.4213

资料来源：G 天方（600253）项目投资公告，天方药业（600253）项目投资公告，

阿托伐他汀钙

据 2004 年《中国居民营养与健康状况调查》显示全国血脂异常的成人患者数上升到 1.6 亿人，目前中国正在逐步进入老龄化社会，并且随着居民生活水平的提高，从上个世纪 90 年代以来，心血管疾病的发病率已经呈现显著提高的趋势，因此国内心血管用药市场无疑蕴含着巨大的潜力。心血管用药是世界上份额最大的治疗药种类，2001 年全球销售额为 790 亿美元，在国内市场上，心血管类用药金额占到全部临床用药金额的 20% 左右，且增长趋势显著，预计在不久的将来，将超过抗感染用药而成为第一大临床用药种类。

在国内，就血脂异常患者而言，按 10% 患者长期接受调脂治疗、年用药金额 1250 元测算，其理论市场容量高达 200 亿元。而据国内典型城市样本医院购药金额显示，他汀类已占调血脂全国市场的 80% 左右，而阿托伐他汀占据其中重要份额。阿托伐他汀钙能有效降低血脂浓度，特别适用于原发性高胆固醇患者，具有广阔的市场前景。阿托伐他汀制剂原研厂家辉瑞公司生产的立普妥曾多年盘踞全球处方药第一的位置，年销售过百亿美元，可见其市场容量巨大。

2009 年上半年，公司（600253）取得了阿托伐他汀钙原料药的生产批准文号和 GMP 认证证书。公司（600253）现为国内第二家大规模投入生产阿托伐他汀钙制剂的企业（仅次于大连辉瑞制药）。2009 年，上市仅四个月的新药阿托伐他汀钙胶囊就实现了利润 1000 万元。

定向增发 进军高毛利率产品

公司（600253）目前产品主要以原料药和普药为主，产品毛利率较低。为进一步调整产品结构，开拓新市场，公司（600253）推出了定向增发方案，拟以不低于 8.75 元/股的价格非公开发行 0.6 亿股至 1 亿股，募集资金净额不超过 10 亿元用于年产 10000 吨维生素 B3、1000 吨维生素 K3 生产项目、年产 500 吨头孢系列原料药项目、年产 300 吨去甲金霉素项目以及控股子公司河南省医药有限公司物流基地项目四大项目的建设。其中，控股股东天方集团承诺以现金认购不低于本次非公开发行的股份数量的 39.61%。公司（600253）此次募集资金投资项目盈利能力良好，项目建成投产后，可以进一步做大做强主业，扩大规模，提高盈利能力。

表 3：天方药业（600253）定向增发投入

序 号	项目名称	项目投入金额(亿 元)	建设期(月)	预计达产后年销售 收入(亿元)	预计达产后年利 润(亿元)
1	年产 10000 吨维生素 B3、1000 吨维生 素 K3 项目	4	15	13.3	2.29
2	年产 500 吨头孢系列原料药项目	2.5	12	8	1.5
3	年产 300 吨去甲金霉素项目	1.5	12	2.1	0.5

4	河南省医药有限公司物流基地项目	2	12	16	0.32
	合计	10		39.4	4.61

资料来源：河南天方药业股份有限公司（600253）非公开发行股预案

1、年产 10000 吨维生素 B3、1000 吨维生素 K3 项目

维生素 B3、K3 主要应用于饲料添加剂，全球维生素的生产正逐步转移到中国，产品的出口市场强劲。据预测近 2—3 年维生素 B3 全球市场需求量将达到 65000 吨/年，缺口约 17000 吨/年，维生素 K3 市场需求达 6300 吨/年，且每年以 5% 的需求量增长，需求十分旺盛。该项目建设期为 15 个月，预计 2012 年 7 月投产，当年可为公司（600253）贡献 5.54 亿元的销售收入和 9541 万元的利润。

2、年产 500 吨头孢系列原料药项目

头孢丙烯是抗生素用药指导原则的推荐产品，国家医保产品。该产品生产过程中能量消耗小，其主要中间体为国内产能过剩的酶法半合成产品，符合国家节能、减排，资源合理利用，抗生素产品需升级换代的产业政策。头孢丙烯具有良好的抗菌效果及安全性，并对各种细菌产生的 β -内酰胺酶稳定，因此市场需求量呈爆炸式增长，原料药市场供不应求。该项目建设期为 12 个月，预计 2012 年 4 月投产，当年可为公司（600253）贡献 5.33 亿元的销售收入和 1 亿元的利润。

3、年产 300 吨去甲金霉素项目

去甲金霉素是四环素族抗生素的衍生产品，其抗菌谱与金霉素相似，其作用比四环素、土霉素强，比金霉素稳定，主要用作米诺环素和替加环素的生产原料。其下游衍生物米诺环素（二甲胺四环素）是广谱类抗生素，对四环素敏感或耐药的金黄色葡萄球菌均有效，市场需求旺盛。目前国内去甲金霉素主要为华北制药生产，且全部出口。随着临床耐药菌的数量和种类不断增多，去甲金霉素的国际市场还会逐渐增大，同时国内市场也有待开发，所以去甲金霉素的市场前景良好。该项目建设期为 12 个月，预计 2012 年 4 月投产，当年可为公司（600253）贡献 1.4 亿元的销售收入和 3333 万元的利润。

4、河南省医药有限公司物流基地项目

河南省医药有限公司和全河南省的主要医疗机构均有供应合作关系，对全省主要商业机构几乎都有分销合作关系，承担着进口药品和全国工业在河南省 30% 以上主要品种的分销或直供医院服务，长期保持对河南省内药品供应第一的经营地位。河南省医药有限公司现有仓储无论是所处交通位置、占地和仓储面积、仓储结构都已不能满足公司当前的业务发展需要，亟待扩容重建。该项目建设期为 12 个月，预计 2012 年 4 月投产，当年可为公司（600253）贡献 10.66 亿元的销售收入和 2133 万元的利润。

盈利预测

根据现有业务增长趋势和产能扩张计划，公司（600253）2010 年利润预增 5974 万，归属母公司股东净利润可达 7023 万，每股盈利 0.17 元。预计 2011 年，非公开发行 6,000 万股（含 6,000 万股）至 10,000 万股（含 1,0000 万股），按照 1,0000 万股计算，则 2010 年摊薄后的每股盈利为 0.17 元。2012 年定向增发募集资金投入的 4 个项目相继进入投产期，可贡献利润 25007 万元，每股盈利达到 0.55 元。



预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	2,242	2,721	3027	5687
主营收入增长率	22.34%	21.36%	11.24%	87.87%
EBITDA（百万）	171	255	268	552
EBITDA 增长率	85.94%	49.12%	5.25%	105.97%
净利润（百万）	10.49	70.23	84.28	286.6
净利润增长率	112%	569%	20%	240%
ROE	1.40%	8.32%	9.09%	12.89%
EPS（元）	0.03	0.17	0.17	0.55
P/E	316	55	55	17
P/B	5.54	4.96	4.51	1.92
EV/EBITDA	25.01	16.34	15.55	7.55

由于公司（600253）的多款新药正处于申请生产批号阶段中，以上业绩预测中，未考虑“福多司坦原料药及胶囊剂、盐酸托莫西汀原料药及制剂、瑞舒伐他汀原料药及片剂、硫酸氢氯吡格雷原料药及制剂”在未来三年中可能贡献的利润，也没有考虑天方集团可能的资产或资金的注入。

估值与投资建议

1，绝对估值。

按照公司（600253）2010~2012 三年的 EPS0.17 元、0.17 元、0.55 元、目前行业平均 PE55 倍估算，价值中枢应该在 11.85 元/股~13.85 元/股之间，考虑到增发底价对公司（600253）股价的支撑和未来流动性缩减政策的影响，股价的波动区间应为 8.75 元/股~13.85 元/股之间。我们给予买入评级，六个月目标价位 13.85 元/股。

2，弹性空间。

公司（600253）多款新药获得生产批号并投产，通用天方集团可能的资产注入，都将引发公司（600253）估值空间向上拓展。

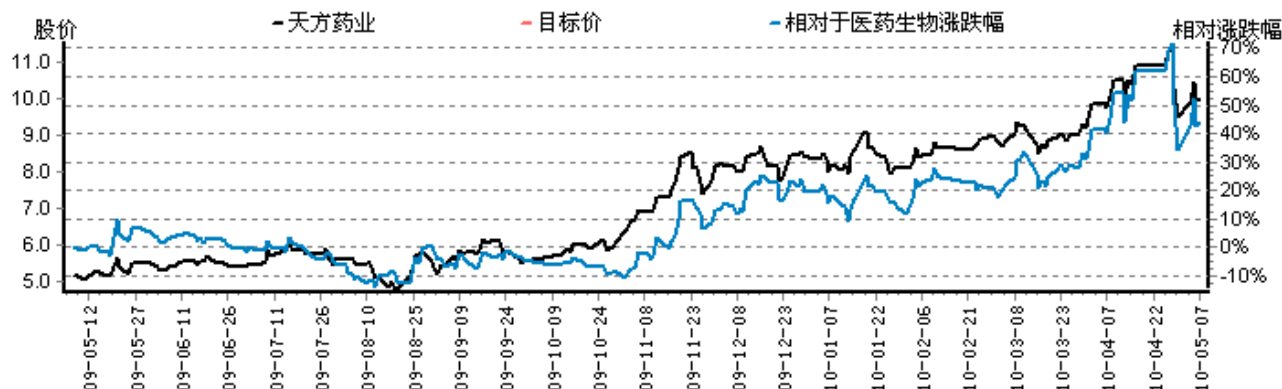
风险分析

因为意外条件影响，公司（600253）非公开增发未获得证监会正式核准文件。

A 股市场出现预期以外波动，导致财务投资人认购增发股份意愿下降，发行量不足 0.6 亿股至 1 亿股。



附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

宁乔：清华大学电子工程学士，中科院计算机硕士，绝对收益分析员，从业 2 年。专注于利用概率统计和数量化比较进行公司资产重组、融资前后的盈利分析和价值发现。

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 11 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。