

余方升

0755-82026719
yufangsheng@cjis.cn

周锐

0755-82026719
zhourui@cjis.cn

6-12个月目标价:

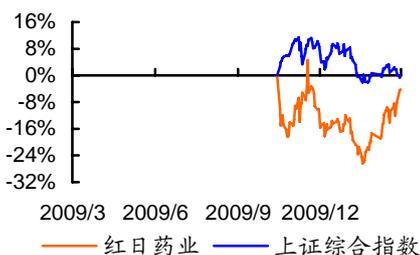
当前股价: 104.00 元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3050.48
总股本(百万)	50
流通股本(百万)	13
流通市值(亿)	13
EPS (TTM)	2.29
每股净资产(元)	18.41
资产负债率	12.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
红日药业	0.00	15.83	0.00
上证综合指数	0.00	-4.05	-0.32



相关报告

《行业变局, 独特产品和独特盈利模式将获得超常发展 - 2010 年医药行业投资策略》
2010-01-07
《中药注射剂新药将陆续上市, 行业重大拐点来临》2010-01-19

红日药业

300026

推荐

拥有两大独特注射剂品种的特色民企, 快速成长可期

公司的血必净和盐酸法舒地尔目前在各自细分市场上处于垄断地位, 成长前景值得看好。09 年营收同比增长 20.36%, 归属于母公司净利润增长 25.76%, 计划每 10 股转增 10 股并派发含税现金 5 元。

投资要点:

- **09 年业绩稳健增长, 经营现金流状况十分良好, 预收账款大幅增加。**09 年公司经营现金流为 13506 万, 同比大增 73.74%。其中销售商品和提供劳务收到的现金高达 28228.5 万, 已超过 22504 万主营, 同比增加 5550 万, 预收账款大幅增加 3500 万, 预示销售状况非常良好;
- **血必净垄断脓毒症市场, 未来有望成为 3 亿以上级别大品种。**脓毒症危害巨大, 潜在药品需求空间广阔。而血必净作为国内惟一用于该领域的中药注射剂, 属“秘密级国家秘密技术”, 有 20 年专利保护期, 疗效非常显著, 市场供不应求。未来公司将加大市场拓展力度, 同时将受益于整个中药注射剂行业回暖, 40% 以上增速可期。新产能逐步释放后, 我们预计血必净将成为 3 亿以上级别重磅品种;
- **盐酸法舒地尔目前是脑血管解痉化学药第一品牌, 快速增长势头仍可期待。**我国脑血管化学药目前规模达到百亿。而公司的法舒地尔经过大力推广, 在该市场已树立了品牌优势, 同时正积极开发新适应症, 加快拓展空白市场, 预计未来 3 年 CAGR 能达到 27%;
- **抗血栓药物市场潜力不容小觑, 低分子肝素钙也有较大发展空间。**抗血栓药物市场潜力很大, 低分子肝素钙目前在该领域市场占有率第二。近年公司改进了生产工艺, 销量和毛利率均有明显提升, 未来将保持 25% 左右的增速;
- **研发项目前景良好, 硫酸氢氯吡格雷最迟明年投产。**公司非常重视药品研发, 其中硫酸氢氯吡格雷已准备向药监局申报, 最迟明年投产。目前其全球销售额超过 90 亿美元, 国内市场成长前景广阔, 信立泰 09 年该产品增速接近 80%。此外, 还有多个特色品种在研发中;
- **血必净扩产近期启动, 其它项目也在顺利推进中。**目前血必净扩产项目相关配套设施正在做, 主厂房也将于近期动工, 年底有望投产;
- **投资建议。**根据以上分析, 在不考虑未来硫酸氢氯吡格雷上市的情况下, 我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 2.29、3.00 和 3.96 元, CAGR 达到 35%。公司经营现金流状况十分良好, 预收账款大幅增加, 未来业绩有超预期可能, 给予推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	225	307	409	548
同比(%)	20%	36%	33%	34%
归属母公司净利润(百万元)	81	115	151	199
同比(%)	26%	42%	31%	32%
毛利率(%)	79.0%	79.7%	80.2%	79.8%
ROE(%)	8.7%	11.0%	12.9%	15.1%
每股收益(元)	1.61	2.29	3.00	3.96
P/E	64.66	45.50	34.69	26.29
P/B	5.65	5.02	4.48	3.97
EV/EBITDA	44.41	30.68	22.03	16.60

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司是脓毒症和脑血管细分市场龙头	3
二、两大独特品种保障公司未来高速增长	4
2.1 血必净垄断脓毒症市场，未来有望成为 3 亿以上级别大品种	4
2.1.1 脓毒症危害巨大，潜在药品需求空间广阔	4
2.1.2 血必净销售紧俏，未来将成为重磅品种	5
2.1.3 力争拓展“大脓毒症市场”，未来步伐有望加快	5
2.2 盐酸法舒地尔—脑血管解痉化学药第一品牌，快速增长仍可期待	6
2.2.1 脑血管化学药市场规模超百亿	6
2.2.2 盐酸法舒地尔树立了品牌优势，增长前景值得看好	6
2.2.3 积极开发新适应症，巩固市场领先优势	8
2.3 其它：抗血栓药物市场潜力不容小觑，低分子肝素钙增长空间广阔	8
2.3.1 抗血栓药物市场机遇十足	8
2.3.2 低分子肝素钙未来将保持良好发展势头	9
三、研发项目前景良好，波立维最迟明年投产	10
四、血必净扩产近期将启动，其它项目顺利推进	10
五、盈利预测与估值	11
附录：公司简介	13

一、公司是脓毒症和脑血管细分市场龙头

公司主导产品涵盖脓毒症、脑血管用药、血液系统用药三大领域，包括血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液和低分子量肝素钙注射液等，前两种药物均为国内垄断品种，疗效显著，市场空间广阔，是公司未来高速成长的主动动力。

表 1：公司主要产品情况

类别	药物领域	品种	功能主治	图样
中药	治疗脓毒症药物	血必净注射液	化瘀解毒。用于温热类疾病，发热、喘促、心悸、烦躁等瘀毒互结证；适用于因感染诱发的全身炎症反应综合征；也可配合治疗多器官功能失常综合征的脏器功能受损期。	
西药	脑血管用药	盐酸法舒地尔注射液	改善和预防蛛网膜下腔出血术后的脑血管痉挛及引起的脑缺血症状。	
	抗血栓药物	低分子量肝素注射液	治疗深部静脉血栓形成；用于血液透析体外循环中预防血凝块形成；预防与手术有关的血栓形成。	

资料来源：公司网站 中投证券研究所

公司的财务状况良好。09 年实现主营业务收入 22504 万，同比上升 20.34%；归属于母公司净利润 8097 万，同比增长 25.76%；此外，公司采取的“现款现货”的销售政策使得经营现金流非常良好，达到 13506 万，同比大增 73.74%。具体来看，全年公司销售商品提供劳务收到的现金高达 28228.5 万，已超过营业收入，同比增加 5550 万，对应预收账款大幅增加 3500 万，预示销售状况非常良好。公司计划每 10 股派发含税现金 5 元，每 10 股转增 10 股。

从分产品来看，09 年实现主营收入 2.25 亿，其中血必净注射液为 10451 万，盐酸法舒地尔注射液为 9132 万，分别占 46% 和 41%。实现毛利润 17782 万，血必净注射液（毛利率为 82.04%）和盐酸法舒地尔注射液（毛利率 91.76%）各占 47% 和 46%，是公司盈利的主要来源。

图 1：09 年公司营收构成

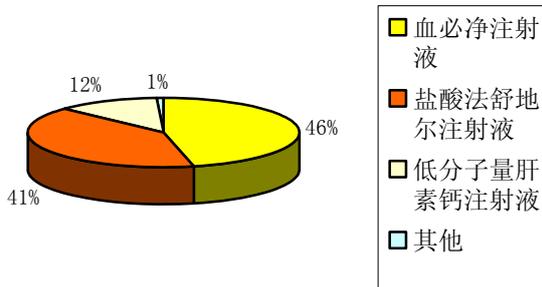
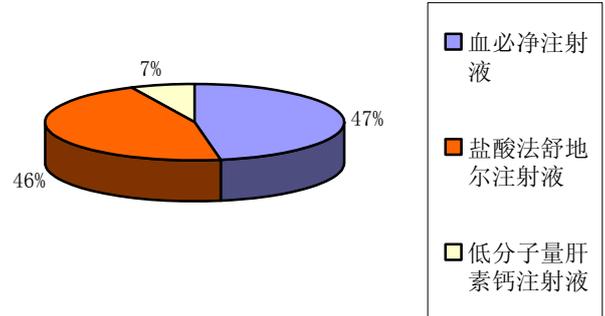


图 2：09 年公司毛利构成



资料来源：公司 09 年报 中投证券研究所

二、两大独特品种保障公司未来高速增长

2.1 血必净垄断脓毒症市场，未来有望成为 3 亿以上级别大品种

2.1.1 脓毒症危害巨大，潜在药品需求空间广阔

脓毒症，即感染引起的全身炎症反应综合症，常见症状包括发热、呼吸心率加快等，在医院主要集中在急诊和 ICU 科室。近年来其病死率已经超过心梗，成为良性疾病的第一死因。

图 3：脓毒症危害巨大

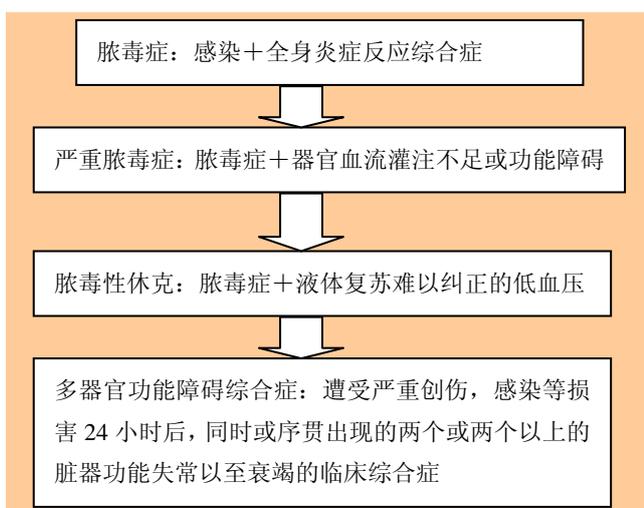
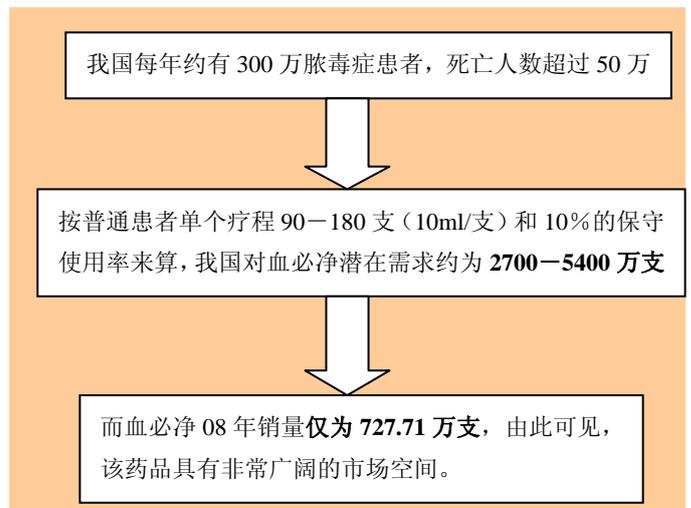


图 4：脓毒症市场潜在药品需求空间很大



资料来源：招股说明书 中投证券研究所

从全球来看，据相关报道，每年脓毒症的发病率高达 3‰，每年发病人数超过 1800 万人，并以每年 1.5% 的速度增长，死亡率高达 16%。我国每年因脓毒而死亡的人数超过 50 万，危害严重，对相关药品潜在需求非常广阔。

2.1.2 血必净销售紧俏，未来将成为重磅品种

血必净注射液是公司花费 11 年，投资逾 5000 万研发成功的，04 年投产上市。原材料包括红花、芍药、丹参等，是我国唯一的经 SFDA 批准治疗脓毒症和多器官功能障碍综合症的中药注射剂，属“秘密级国家秘密技术”，有 20 年专利保护期，并进入了 16 个省医保目录。

血必净疗程费用较低，有效率高达 85%，自上市以来，迄今没有收到一例不良反应报告。目前，国内尚无同类药物及替代药物，在国内处于垄断地位。

显著的疗效，巨大的需求空间，使得血必净供不应求，近年来销量迅猛增长，06-08 年期间 CAGR 高达 98.91%，09 年销售超过 900 万剂。

图 5：血必净销售数量及增长率

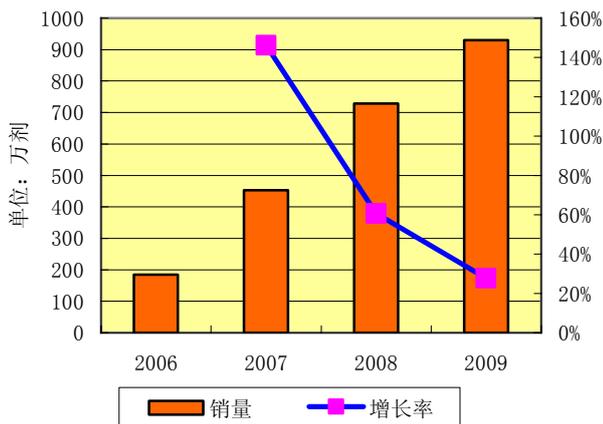
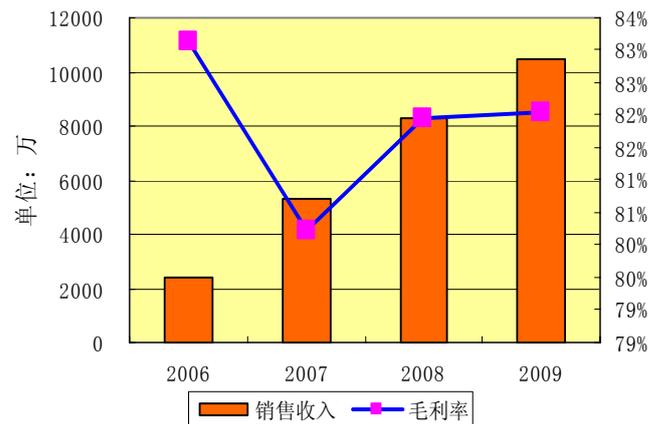


图 6：血必净销售收入及毛利率



资料来源：公司公告 中投证券研究所

未来在 2600 万支新项目达产后，我们预计今后 3 年血必净销售收入 CAGR 将超过 40%，毛利率保持在 82% 以上，有望成为 3 亿以上级别的重磅品种。

2.1.3 力争拓展“大脓毒症市场”，未来步伐有望加快

目前，血必净注射液主要在二级以上医院销售，主要采取靶向学术营销方式，08 年血必净市场覆盖率仅为 10.86%，市场拓展潜力还很大。此外，公司已经开发了血必净口服剂型，力争拓展“大脓毒症”市场。

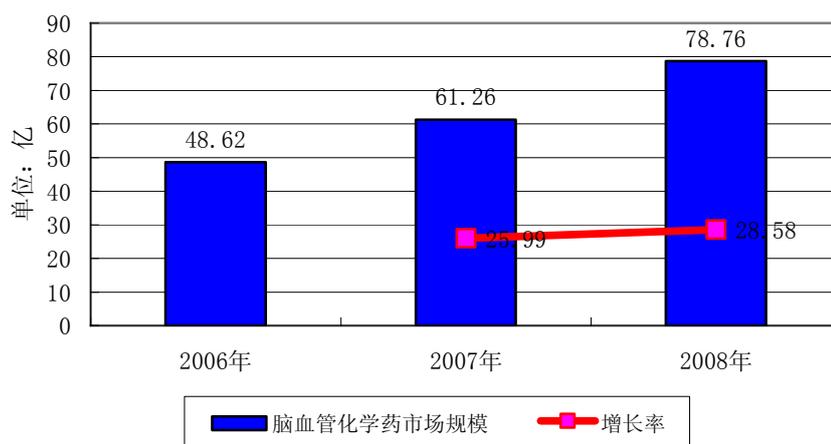
上市后公司的资本实力得到了显著提高，公司不但拥有充裕的资金来扩建血必净营销网络和加大学术推广力度，而且上市也有利于公司品牌价值的提升，扩大在医院的影响力。未来几年，我们预计公司将加快拓展血必净市场。

2.2 盐酸法舒地尔 - 脑血管解痉化学药第一品牌, 快速增长仍可期待

2.2.1 脑血管化学药市场规模超百亿

随着我国人口老龄化比率不断提高, 脑血管发病率呈上升趋势。统计数据显示, 脑血管疾病的患病率由 1993 年的 4.2% 上升至 2008 年的 9.8%, 其患病人群由 1993 年的 500 万增加到 2008 年的 1200 万, 其年平均增长率为 7.06%。

图 7: 脑血管化学药市场规模及增长率



资料来源: 招股说明书 中投证券研究所

近年我国医院市场脑血管化学药呈现快速增长态势, 由 06 年的 48.62 亿增长至 08 年的 78.76 亿, 年均复合增速达到 27.28%。09 年市场规模预计超过 100 亿。

2.2.2 盐酸法舒地尔树立了品牌优势, 增长前景值得看好

盐酸法舒地尔注射液是日本旭化成和名古屋合作研发的一种新型钙离子拮抗药, 是国际上唯一上市销售的 RHO 激酶抑制剂, 对缺血性脑血管病有显著的神经保护和治疗作用。95 年 6 月在日本上市, 销售状况比较良好。

在国内, 红日药业 01 年开始研发, 04 年取得了该产品的国家二类新药证书, 是乙类医保目录品种。08 年公司市场份额高达 97.4%, 基本垄断了国内市场。旭化成市场占有率曾经达 8% 以上, 后来由于销售模式问题导致业绩衰减, 08 年只占 2% 左右。

表 2: 盐酸法舒地尔生产厂家及市场份额

年度	厂家	市场份额
2008 年	红日药业	97.80%
	日本旭化成	2.13%
	天津塘沽中心桥中学校办工厂	0.04%

	红日药业	98.30%
2007年	日本旭化成	1.53%
	赛诺菲圣德拉堡民生制药	0.05%
	红日药业	91.70%
2006年	日本旭化成	8.20%
	红日药业	94.70%
2005年	日本旭化成	5.24%

资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

具体来看，公司 07 年初专门组建了盐酸法舒地尔事业部，加大了市场推广力度，06-08 年其销售收入出现爆发式增长，CAGR 高达 254.41%。并且在原料药价格下降、燃料成本降低等利好因素带动下，近年来法舒地尔毛利率也得到了明显提升。

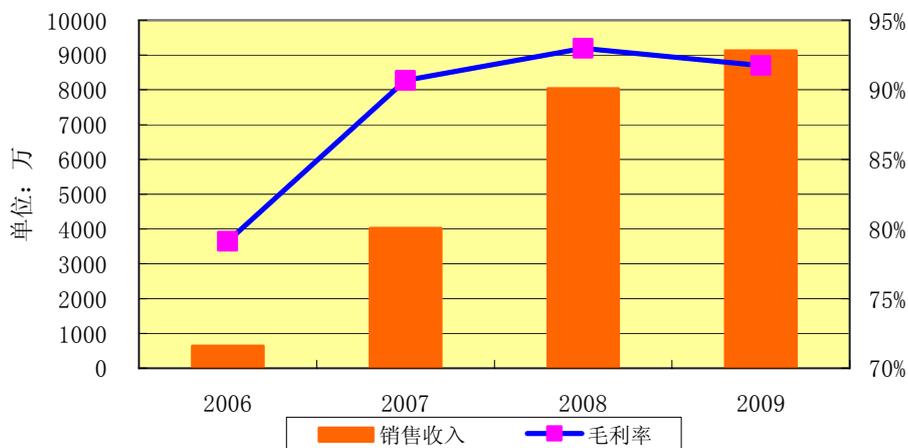
销量的高速增长使得法舒地尔市场份额大幅上升，目前占脑血管化学药市场份额由 06 年的不到 1% 上升到 08 年 4.92%，排名第五，增速在前十品种中是最快的。尤其是在脑血管解痉类化学药中，市场占有率达到了 44.93%，从而超过北京拜耳的尼膜同，跃升为第一品牌。

表 3：我国脑血管解痉化学药主要品种市场份额分布

年度	药品	川威	尼膜同	尼立苏	尼莫地平片	尼达尔
		六氢-1-(5-硫磺基异喹啉)-(H)-1,4-二氮杂卓盐酸盐	1-甲基乙基-2-甲氧乙基, 1,4-二氢-2,6-二甲基-4-(3-硝基苯基)-3,5-吡啶二羧酸酯	(±) 异丙基-2-甲氧乙基-1,4-二氢-2,6-二甲基-4-(3-硝基苯基)-3,5-吡啶二羧酸酯	化学名与尼膜同相同	化学名与尼膜同相同
2008年		44.93%	38.82%	3.50%	3.10%	1.64%
2007年		33.51%	41.82%	7.17%	4.83%	2.42%
2006年		11.90%	48.12%	10.67%	7.43%	3.71%

资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

图 8：法舒地尔销售收入及毛利率



资料来源：招股说明书 中投证券研究所

未来，人口老龄化速度的加快，脑血管发病率上升使得脑血管化学药市场规模保持快速增长，而盐酸法舒地尔疗效显著，市场认同度逐年上升，我们预计销量未来3年能保持约27%的复合增速。

2.2.3 积极开发新适应症，巩固市场领先地位

法舒地尔08年3月行政保护已到期，据我们统计，目前已有一些企业向药监局申报生产法舒地尔。

表4：盐酸法舒地尔申报生产企业

法舒地尔	类别	剂型	申报时间	厂家
盐酸法舒地尔	仿制	原料	2009-3-3	天津中瑞药业
盐酸法舒地尔	仿制	原料	2009-6-9	成都名阳药业
盐酸法舒地尔注射液	仿制	注射剂	2009-5-12	山西普德药业
盐酸法舒地尔注射液	仿制	注射剂	2009-8-28	四川科瑞德制药
甲磺酸法舒地尔	新药	原料	2009-1-21	武汉启瑞药业
注射用甲磺酸法舒地尔	新药	注射剂	2009-1-21	武汉启瑞药业

注：甲磺酸法舒地尔为盐酸法舒地尔改变酸根的新药，主要药理作用未发生变化
资料来源：SFDA 中投证券研究所

可喜的是，公司近年通过市场大力开拓，已建立了良好的品牌影响力和近乎垄断的市场地位，在与后仿者的竞争中处于优势地位。同时公司在该药新适应症开发方面取得了进展，08年2月取得“一种盐酸法舒地尔口服制剂”发明专利，保护期限为20年；09年5月提出了盐酸法舒地尔用于诱导成年脑神经干细胞再生和/或保护神经功能的PCT国际申请，不仅拓宽了该药治疗领域，也有效防止其他企业仿制带来的影响。

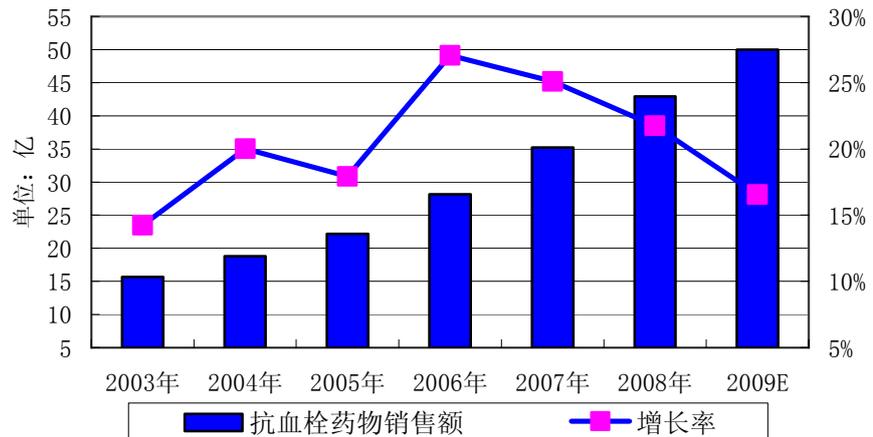
而且，我们认为，仿制药从申请仿制到生产上市，再到完成市场开拓所需时间较长，并要面临较高的审批风险。这给公司进一步巩固市场地位、提高品牌影响力留下了较大空间。目前医院覆盖率也仅有11.87%，只要公司加大推广力度，未来几年保持快速增长是完全可以期待的。

2.3 其它：抗血栓药物市场潜力不容小觑，低分子肝素钙增长空间广阔

2.3.1 抗血栓药物市场机遇十足

据WHO统计分析，全球平均每年约有1700万人被心脑血管病夺走生命，其中死于脑卒中的病人占据了三分之一。IMS数据显示，07年全球抗血栓药物市场达到154.18亿美元，08年已接近180亿美元，同比增长16%。我国这块市场空间也很大，09年预计销售额达到50亿。

图 9：我国抗血栓药物市场销售额



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

随着人们生活水平的不断提高，人们的医疗保健认识、加强疾病预防的观念都会提升，我国抗血栓类药物的销售规模及市场增长率将会在相当长一段时期内保持较高水平。

2.3.2 低分子肝素钙未来将保持良好发展势头

低分子肝素钙由赛诺菲开发，是一种低分子量的肝素，由具有抗血栓形成和抗凝作用的普通肝素解聚而成，1986 年首先在法国上市。在我国脑血管抗血栓药物中，低分子肝素钙 08 年市场份额 10.75%，市场占有率第三，是乙类医保目录品种。预计随着抗血栓药物市场的壮大，低分子量肝素钙的市场需求也将上升。

图 10：抗血栓药物前五个品种市场份额

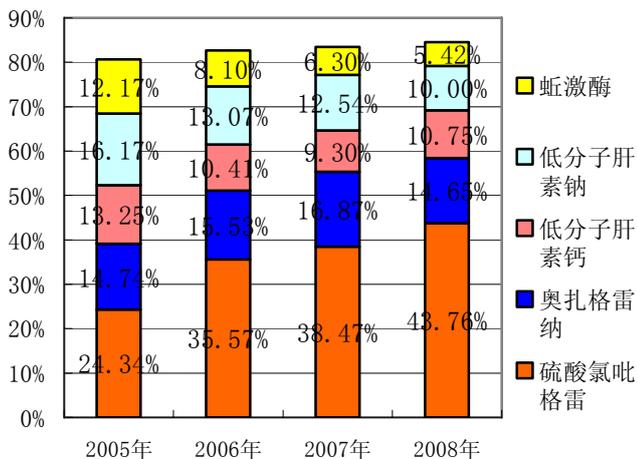
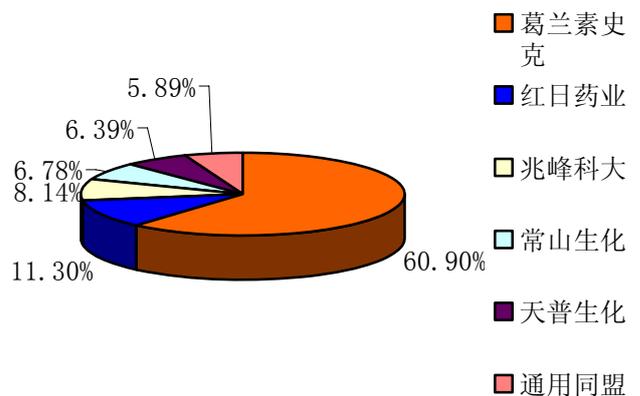


图 11：2008 年低分子量肝素钙主要厂家



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

国内低分子量肝素钙市场集中度较高。葛兰素史克的“速碧林”占有大部分市场份额。红日药业的“博璞青”占 11.30%，稳居第二位。目前来看，该市场主要还是被外资占据，但是国内厂家的竞争力正逐渐加强。

经历过 07-08 年原料药价格上涨，质量不稳定造成的冲击后，公司对低分子量肝素钙生产工艺作了较大改进，成本明显下降，销量增速开始明显加快。09 年销售收入达到 2754 万，增速接近 30%，未来 3 年有望保持约 25% 的增速。

三、研发项目前景良好，波立维最迟明年投产

近年来，公司对研发的投入比重不断提升，约占总营收的 7%，在中小型企业中处于领先地位。目前，公司在研产品已有 8 个，具有一定深度，其中我们比较看好冠心病领域的硫酸氢氯吡格雷和治疗关节炎的 ML4000 两个品种。

表 5：公司在研产品一览

序号	药品名称	适应症	研发类别	所处阶段
1	血必净口服泡腾片	脓毒症	中药 7 类	临床前研究
2	盐酸法舒地尔片	稳定性心绞痛	化药 1 类	临床前研究
3	磷苯妥英钠注射液	癫痫	化药 3.1 类	临床研究
4	注射用磷苯妥英钠	癫痫	化药 3.1 类	申报临床
5	拮新康胶囊	抗白血病多药耐药性	中药 6.1.3 类	申报临床
6	硫酸氢氯吡格雷	心脑血管病	化药 6 类	申报生产前
7	ML4000	关节炎	化药 1 类	临床前研究
8	雷普克	癌症（肝癌）	生物药 1 类	筛选阶段

资料来源：招股说明书 中投证券研究所

其中，硫酸氢氯吡格雷目前已经已准备向药监局申报资料，最迟明年投产。届时将和同属抗凝药的低分子量肝素钙相互捆绑，产品上市后能使用低分子量肝素钙现有的销售渠道和网络资源，市场推广进度估计较快，公司可望在该领域有所收获；

正在研发的 ML4000（已申请专利）是一种新型双功能非甾体解热镇痛药，适用于关节炎的治疗。目前正处于临床前研究阶段，未来 2 年有望取得突破。

此外，磷苯妥英钠和拮新康胶囊也是比较有特色的品种，长期值得看好。

四、血必净扩产近期将启动，其它项目顺利推进

血必净目前生产线达满负荷状态，09 年产能利用率预计为 111%，提高产能迫在眉睫。公司已于 08 年自筹部分资金启动该项目，目前相关配套设施正

在做，主厂房也将于近期开工，年底有望顺利投产，届时产能提高到 2600 万支。另外还正在投入 6601 万资金用来建设研发中心。

表 6：公司募集资金计划投向

序号	项目名称	项目投资额（万）
1	血必净技改扩产	20190
2	研发中心建设	6601
3	GAP 中药材种植基地	——
4	盐酸法舒地尔技改扩产	——
5	营销网络建设	——
6	新药购入及产业化	——
7	现有研发项目产业化和研发设施完善	——
——	——	——
	合计	72076

资料来源：招股说明书 网上路演公告 中投证券研究所

此外，公司计划把超募资金投入其它主营业务发展的项目，如 GAP 种植基地、盐酸法舒地尔技改扩产项目、营销网络建设、新品购入及产业化项目、现有研发项目的产业化等，力争全面提升公司的主营业务。

五、盈利预测与估值

在目前状况下，基于以下假设，我们对 10-12 年公司营业收入进行了预测：

(1) 血必净扩产项目进展顺利，10 年末正式达产，销量的快速增加是公司营收的关键；

(2) 盐酸法舒地尔未来几年在国内仍然处于近乎垄断地位；

(3) 低分子肝素钙原材料价格变化不大，毛利率保持稳定。

表 7：公司营业收入预测（单位：万）

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22508	30709	40897	54786
血必净注射液	10451	15055	21077	29508
售价/支（元）	11.23	11.20	11.20	11.20
销售量(万)	930.60	1344.20	1881.87	2634.62
盐酸法舒地尔注射液	9132	11872	14840	18549
售价/支（元）	19.50	19.50	19.50	19.50
销售量(万)	468.31	608.80	761.00	951.25
低分子量肝素钙注射液	2754	3443	4304	5379
其它产品	167	334	667	1335
其它业务收入	4.24	6.36	9.54	14.31
营业成本	4728	6232	8101	11081

血必净注射液	1,877	2,703	3,784	5,298
盐酸法舒地尔注射液	752.91	978.78	1,223.48	1,529.35
低分子量肝素钙注射液	1,515.09	1,909.01	2,386.27	2,982.83
其它产品	576.75	634.43	697.87	1,256.16
其它业务收入	6.34	6.36	9.54	14
毛利率	78.99%	79.71%	80.19%	79.77%
血必净注射液	82.04%	82.05%	82.05%	82.05%
盐酸法舒地尔注射液	91.76%	91.76%	91.76%	91.76%
低分子量肝素钙注射液	44.99%	44.55%	44.55%	44.55%
其它产品	-245.69%	-90.13%	-4.57%	5.89%
其它业务收入	-49.44%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：中投证券研究所

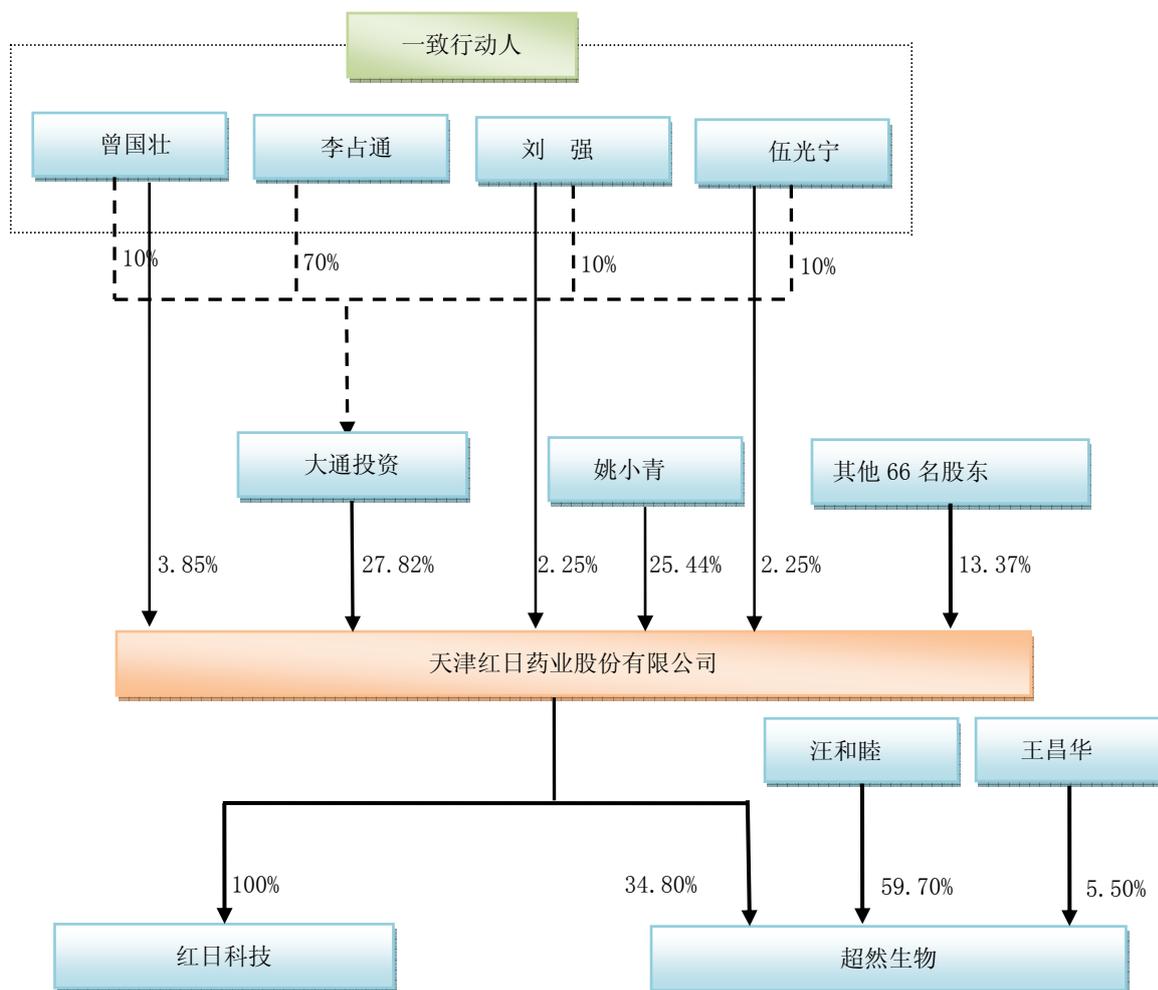
根据以上假设，在不考虑未来硫酸氢氯吡格雷上市的情况下，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 2.29、3.00 元和 3.96 元，年均复合增长率达到 35%。公司经营现金流状况十分良好，业绩存在超预期可能，给予推荐的投资评级。

附录：公司简介

公司注册资本 3630 万，本次发行 1259 万股后，总股本增至 5034.2 万股，控股股东大通投资持股比例为 27.82%，董事长姚小青持有 25.44% 股份，其它公司高管也均持有公司一定比例的股份，这保证了管理层与股东利益的一致性，有利于公司主营业务、经营管理的稳定。

此外，公司全资拥有红日科技，拟将其作为后续部分新药品的生产基地。参股子公司超然生物，主要从事生物医药研发，核心技术为汉逊酵母表达系统。

附图 1：红日药业股权结构



资料来源：招股说明书 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	903	841	870	956	营业收入	225	307	409	548
现金	867	790	803	867	营业成本	47	62	81	111
应收账款	0	6	5	7	营业税金及附加	3	5	6	8
其它应收款	4	9	10	13	营业费用	49	67	90	120
预付账款	3	8	10	11	管理费用	33	45	59	79
存货	21	25	36	48	财务费用	-0	-6	-4	-4
其他	8	3	7	10	资产减值损失	-0	-0	0	0
非流动资产	159	394	521	638	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	101	352	480	598	营业利润	92	135	177	234
无形资产	21	20	19	18	营业外收入	3	1	1	1
其他	33	19	19	19	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1062	1235	1391	1594	利润总额	95	136	178	235
流动负债	120	181	219	271	所得税	15	21	27	36
短期借款	0	50	50	50	净利润	81	115	151	199
应付账款	9	15	19	25	少数股东损益	0	0	0	0
其他	112	116	150	196	归属母公司净利润	81	115	151	199
非流动负债	15	13	5	5	EBITDA	98	142	198	263
长期借款	0	0	0	0	EPS (元) (发行后摊薄)	1.61	2.29	3.00	3.96
其他	15	13	5	5					
负债合计	135	193	224	276	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	50	50	101	101	成长能力				
资本公积	708	708	658	658	营业收入	20.4%	36.4%	33.2%	34.0%
留存收益	168	283	409	559	营业利润	21.4%	46.1%	31.4%	32.1%
归属母公司股东权益	927	1042	1168	1318	归属于母公司净利润	25.8%	42.1%	31.2%	32.0%
负债和股东权益	1062	1235	1391	1594	获利能力				
					毛利率	79.0%	79.7%	80.2%	79.8%
					净利率	34.4%	37.2%	39.7%	38.1%
					ROE	8.7%	11.0%	12.9%	15.1%
					ROIC	142.7	41.8%	42.0%	46.1%
					偿债能力				
					资产负债率	12.7%	15.7%	16.1%	17.3%
					净负债比率				
					流动比率	7.50	4.65	3.97	3.52
					速动比率	7.33	4.51	3.81	3.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.27	0.31	0.37
					应收账款周转率	424	86	70	88
					应付账款周转率	4.32	5.29	4.85	5.09
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.61	2.29	3.00	3.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.68	2.35	3.69	5.15
					每股净资产(最新摊薄)	18.41	20.70	23.20	26.17
					估值比率				
					P/E	64.66	45.50	34.69	26.29
					P/B	5.65	5.02	4.48	3.97
					EV/EBITDA	44.41	30.68	22.03	16.60

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434