

VE 景气稳定，制剂和 新药是未来增长点

公司调研快报

报告关键点:

- VE 价格今年四季度有望走高
- 公司制剂业务继续增长，销售收入将达2亿元以上
- 维持“增持-A”的投资评级，维持12个月目标价46元

报告摘要:

- VE 价格今年四季度有望走高。**今年VE的目前内销价格为125-130元/公斤，外销价格为15美元/公斤，整体比去年均价略有下降。主要原因是今年全球养殖业不太好，VE终端需求量国内看猪产量，国外看牛的产量，今年上半年全球整体需求有所下降，并且去年库存多。由于猪的补栏，预计今年9-10月份需求会逐渐上升，四季度VE价格可能会有所上升，若没有大的行业格局变化，明年VE价格将基本保持稳定。
- 丰原集团可能进入VE行业，但短期不会对行业格局产生影响。**丰原集团可能将进入VE行业，但目前尚不清楚其设计产能，若设计产能较小，在5000吨VE油以下，对VE价格影响不大，若设计产能在5000吨VE油以上，会对行业格局和价格产生一定影响。但VE行业目前具有较高的技术壁垒，投入资金巨大，建设周期长，丰原集团若进入VE行业需做好三年亏损的准备，因此即使其进入VE行业，短期内不会对行业格局和VE价格产生太大影响。
- 公司制剂业务继续增长，销售收入将达2亿元以上。**公司的主要制剂产品为乳酸左氧氟沙星（来立信）、维生素胶囊（来益）、注射用盐酸万古霉素（来可信）、注射用替考拉宁（加立信）、盐酸加替沙星（来佳）。来立信占比最大，今年将实现1亿元以上的销售收入，万古霉素今年增长强劲，加上原料药今年的销售收入将过亿，公司今年制剂的整体销售收入将达到2亿元以上。未来公司将继续重点发展制剂业务，占主业比例将不断提高，同时后续新药储备丰富。
- 重磅新药甲磺酸普奎替尼和昌欣沙星在临床试验阶段，潜力巨大。**公司有两个潜力巨大的一类新药都在一期临床试验阶段，其中的甲磺酸普奎替尼是具有抗血管生成机理的替尼类抗肿瘤类药物，用于治疗非小细胞肺癌，阻断肿瘤细胞血管生成是目前机理最为前沿的化学类抗肿瘤药物领域，目前已经上市的同类药物包括罗氏的埃罗替尼，拜耳的索拉非尼等，都已成为增长强劲的重磅炸弹，甲磺酸普奎替尼也将成为公司未来的潜力巨大重磅产品。昌欣沙星是第四代喹诺酮类抗生素，具有广谱抗菌和不良反应少的特点，具有很大的市场潜力。
- 维持“增持-A”的投资评级，维持12个月目标价46元。**我们维持对公司2010年、2011年的业绩预测分别为EPS 3.08元、3.48元，以2010年业绩为计算基础，给予15倍PE，则12个月目标价为46元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,761.0	4,183.7	4,664.9	5,171.0	5,662.3
Growth(%)	70.3%	11.2%	11.5%	10.9%	9.5%
净利润	977.3	1,213.6	1,392.5	1,572.0	1,742.6
Growth(%)	1618.3%	24.8%	14.2%	12.9%	10.9%
毛利率(%)	44.6%	45.2%	45.3%	45.8%	46.2%
净利润率(%)	25.9%	29.0%	29.7%	30.3%	30.6%
每股收益(元)	2.16	2.70	3.08	3.48	3.85
每股净资产(元)	4.03	6.36	5.97	6.08	6.06
市盈率	15.0	12.0	10.5	9.3	8.4
市净率	8.0	5.1	5.4	5.3	5.3
净资产收益率(%)	53.9%	42.4%	51.8%	57.5%	63.9%
ROIC(%)	50.5%	51.9%	61.0%	64.6%	70.2%
EV/EBITDA	10.8	8.8	8.4	7.5	6.8
股息收益率	0.0%	0.0%	4.8%	5.4%	5.9%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

46.00 元

期限: 12 个月 上次预测: 46.00 元

现价: 27.99 元

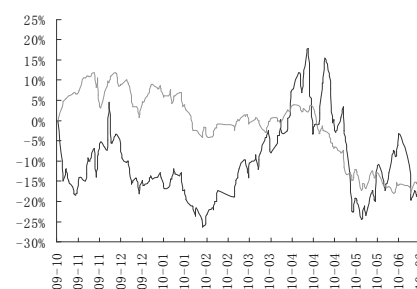
报告日期:

2010-06-28

市场数据

总市值(百万元)	12,597.18
流通市值(百万元)	12,594.90
总股本(百万股)	450.06
流通股本(百万股)	449.98
12 个月最高/最低	24.48/42.40 元
十大流通股东(%)	55.88%
股东户数	28,265

12 个月股价表现



— 红日药业 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.72)	4.64	21.30
绝对收益	(13.72)	(11.81)	8.77

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn

前期研究成果

浙江医药: 营收同比大幅增长, 符合预期	2010-04-26
浙江医药: 维生素B销售创新高, 业绩超预期	2010-03-29
浙江医药: 维生素B盈利恢复, 业绩超预期	2009-10-28

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,761.0	4,183.7	4,664.9	5,171.0	5,662.3	成长性					
减: 营业成本	2,084.8	2,292.0	2,551.7	2,802.7	3,046.3	营业收入增长率	70.3%	11.2%	11.5%	10.9%	9.5%
营业税费	24.8	36.1	40.1	44.5	48.7	营业利润增长率	1243.9%	28.2%	12.5%	12.9%	11.1%
销售费用	160.8	158.5	191.3	212.0	232.2	净利润增长率	1618.3%	24.8%	14.2%	12.9%	10.9%
管理费用	180.4	186.4	214.6	237.9	260.5	EBITDA 增长率	367.0%	14.6%	6.3%	12.6%	10.7%
财务费用	144.6	23.3	10.0	11.6	10.5	EBIT 增长率	568.8%	15.5%	11.4%	12.9%	10.9%
资产减值损失	47.2	44.6	25.0	20.0	18.0	NOPLAT 增长率	809.8%	11.8%	13.6%	12.9%	10.7%
加: 公允价值变动收益	-3.6	3.6	-	-	-	投资资本增长率	8.8%	-3.4%	6.7%	1.9%	-1.0%
投资和汇兑收益	16.9	4.7	-	-	-	净资产增长率	107.4%	57.9%	-6.1%	1.7%	-0.3%
营业利润	1,131.8	1,451.0	1,632.2	1,842.4	2,046.1	利润率					
加: 营业外净收支	-10.6	-29.0	6.0	7.0	4.0	毛利率	44.6%	45.2%	45.3%	45.8%	46.2%
利润总额	1,121.2	1,422.0	1,638.2	1,849.4	2,050.1	营业利润率	30.1%	34.7%	35.0%	35.6%	36.1%
减: 所得税	143.9	208.5	245.7	277.4	307.5	净利润率	25.9%	29.0%	29.7%	30.3%	30.6%
净利润	977.3	1,213.6	1,392.5	1,572.0	1,742.6	EBITDA/营业收入	37.2%	38.3%	36.5%	37.1%	37.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	33.9%	35.2%	35.2%	35.9%	36.3%
货币资金	673.2	941.5	961.3	981.5	1,068.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	112	99	87	78	69
应收帐款	658.3	844.6	882.5	908.3	985.0	流动营业资本周转天数	96	94	90	89	84
应收票据	62.7	74.5	83.1	92.1	100.8	流动资产周转天数	164	188	189	177	172
预付帐款	14.2	69.7	72.3	75.1	78.1	应收帐款周转天数	62	63	64	59	55
存货	539.0	485.7	525.7	577.4	627.6	存货周转天数	50	48	42	41	41
其他流动资产	-	-0.0	-41.4	-41.4	-41.4	总资产周转天数	292	307	293	262	248
可供出售金融资产	11.8	212.1	-	-	-	投资资本周转天数	218	201	183	172	158
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	39.0	16.2	29.4	24.5	24.5	ROE	53.9%	42.4%	51.8%	57.5%	63.9%
投资性房地产	8.1	7.8	-	-	-	ROA	29.9%	31.3%	37.4%	41.4%	43.6%
固定资产	1,167.2	1,129.2	1,122.0	1,104.8	1,080.9	ROIC	50.5%	51.9%	61.0%	64.6%	70.2%
在建工程	35.3	45.5	27.9	17.3	11.0	费用率					
无形资产	42.0	40.4	40.5	40.6	40.7	销售费用率	4.3%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%
其他非流动资产	13.4	12.4	22.3	21.4	20.4	管理费用率	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
资产总额	3,264.1	3,879.6	3,725.6	3,801.6	3,996.0	财务费用率	3.8%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
短期债务	731.9	69.0	150.0	130.0	150.0	三费/营业收入	12.9%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
应付帐款	339.0	463.2	503.3	552.9	600.9	偿债能力					
应付票据	1.3	5.8	14.0	15.4	16.7	资产负债率	44.5%	26.2%	27.9%	28.1%	31.8%
其他流动负债	294.9	311.6	219.5	210.2	322.8	负债权益比	80.1%	35.6%	38.6%	39.0%	46.5%
长期借款	71.9	120.0	120.0	130.0	150.0	流动比率	1.42	2.84	2.80	2.85	2.58
其他非流动负债	12.9	48.7	30.8	28.8	28.8	速动比率	0.99	2.22	2.17	2.18	1.97
负债总额	1,451.9	1,018.3	1,037.6	1,067.2	1,269.2	利息保障倍数	8.83	63.31	164.22	160.03	195.53
少数股东权益	12.8	12.2	17.2	23.0	29.4	分红指标					
股本	450.1	450.1	450.1	450.1	450.1	DPS(元)	-	-	1.54	1.74	1.93
留存收益	1,349.4	2,399.1	2,220.6	2,261.3	2,247.3	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	1,812.3	2,861.3	2,688.0	2,734.4	2,726.8	股息收益率	0.0%	0.0%	4.8%	5.4%	5.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	977.3	1,213.6	1,392.5	1,572.0	1,742.6	EPS(元)	2.16	2.70	3.08	3.48	3.85
加: 折旧和摊销	123.3	129.1	59.7	62.4	64.9	BVPS(元)	4.03	6.36	5.97	6.08	6.06
资产减值准备	47.2	44.6	25.0	20.0	18.0	PE(X)	15.0	12.0	10.5	9.3	8.4
公允价值变动损失	3.6	-3.6	-	-	-	PB(X)	8.0	5.1	5.4	5.3	5.3
财务费用	107.0	134.0	32.1	10.0	11.6	P/FCF	-	24.3	11.0	9.7	8.1
投资收益	-16.9	-4.7	-	-	-	P/S	3.9	3.5	3.1	2.8	2.6
少数股东损益	4.7	-0.2	6.0	6.8	7.5	EV/EBITDA	10.8	8.8	8.4	7.5	6.8
营运资金的变动	20.0	120.1	-129.8	-46.7	94.5	CAGR(%)	17.2%	12.8%	10.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,200.0	1,465.1	1,363.4	1,626.0	1,937.9	PEG	0.9	0.9	1.0	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-178.1	-160.0	166.2	-27.1	-32.1	ROIC/WACC	5.2	5.4	6.3	6.7	7.2
融资活动产生现金流量	-630.0	-1,042.3	-534.9	-786.4	-825.9	REP	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，药学和经济学双学位，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034