

2009 年 10 月 29 日

医药行业

德邦证券有限公司
陆兴元 CFA
luxy@tebon.com.cn
86-21- 6876 1616

红日药业 (300026.SZ)

——医药细分市场的垄断龙头

投资要点

股票信息

股票代码	300026.SZ
当前股价人民币	RMB 60.00
52 周最高价	/
52 周最低价	/
总市值 (百万元)	RMB 3,020.52
发行股数 (百万股)	12.59
最新流通股 (百万股)	10.07
实际控制人	李占通

评级

12 个月评级	中性
12 个月目标价位 (元)	RMB 58.43

■公司简介

天津红日药业股份有限公司主导产品包括血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液, 该两种药物均为国内独家品种, 在细分市场中, 有一定垄断优势。

■前景

相对于宏观经济的波动, 医药行业平稳增长, 抗周期性特征较明显。受益于我国医疗体制改革等因素, 医药行业未来依然保持较快发展。

由于医药行业所特有的行业准入壁垒、知识产权保护以及资金和技术所形成的壁垒, 将使得公司能够在未来比较长的一段时间内享有超额收益。

公司主导产品血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液目前医院市场覆盖率较低, 市场发展空间广阔。

■估值

根据 DCF 估值模型, 公司目标股价为 58.43 元。预计 2011 年公司每股收益 2.76 元, 以 60 元的申购价格计算, 对应的市盈率为 22 倍。给予公司“中性”评级。

■主要风险

(1) 保护期后, 主导产品被仿制的风险; (2) 药品价格调整风险; (3) 研发能力不足。

财务数据 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	56	119	187	215	255
息税前利润	11	48	79	88	110
每股收益 (元)	0.15	0.82	1.32	1.67	2.17
盈利能力及估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
股东权益回报率 (%)	34.60	65.20	51.30	8.47	10.32
企业价值/息税折旧摊销前利润	203	57	36	30	23
市盈率	398	74	46	36	28

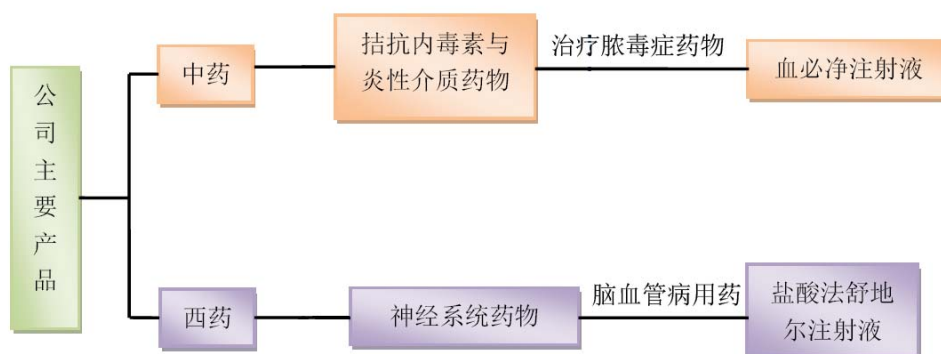
一、公司概况

天津红日药业股份有限公司于 2000 年 9 月 30 日在天津市工商行政管理局完成工商登记注册。在本次公开发行前，公司注册资本为 3,775.20 万元。

公司经营范围为小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、原料药生产；中药提取；生物工程药品、基因工程药品、植化药品的研究、开发、咨询、服务；普通货运。

公司是天津市科学技术委员会、天津市财政局、天津市国家税务局及天津市地方税务局联合认定的高新技术企业，拥有专利 8 项（其中发明专利 3 项），已受理发明专利 5 项，申请科技部科研课题 4 项，国家发改委和天津市发改委科研课题 1 项，天津市科委科研课题 7 项。公司拥有国家新药证书 8 个，药品批准文号 22 个，全部剂型的生产车间均已通过 GMP 认证。

二、公司主要业务



1、血必净注射液

血必净注射液是目前国内唯一经 SFDA 批准的治疗脓毒症和多脏器功能障碍综合征的国家二类新药，治疗机理清楚，治疗效果显著，在细分市场具有垄断地位；公司拥有该药物的自主知识产权，拥有 2 项国家发明专利、1 项实用新型专利和 1 项外观设计专利；2006 年被科技部和国家保密局认定为“秘密级国家秘密技术”，2009 年被卫生部《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 年试行版第二版）》选定为中医辨证治疗药物。

（1）适应症

脓毒症，一种病因复杂，严重危害人体健康的疾病，是创伤、烧伤、休克、感染等临床急危重症患者的严重并发症之一，也是诱发脓毒性休克（septic shock）、多器官功能障碍综合征（MODS）的重要原因。据推算，我国每年约有 300 万例患者发生脓毒症，因此造成的死亡人数高达 50 万人以上。

（2）市场竞争情况

公司拥有该药物独立知识产权，享有 20 年专利保护，是唯一生产该药物的厂商。目前国内尚无该产品的同类药物以及替代药物，在行业同类产品中处于垄断地位，2008 年市场占有率达 97.40%

(3) 产销情况

	产能 (万支)	产量 (万支)	销量 (万支)	产能利用率	产销率	营业收入 (万元)	销售价格 (元/支)
2009 年 1-6 月	900	362	348	80.44%	96.13%	3,535.47	10.16
2008 年	700	735	728	105.00%	98.94%	8,307.09	11.42
2007 年	500	449	453	89.80%	101.00%	5,316.31	11.74
2006 年	300	190	184	63.33%	97.00%	2,425.44	13.17

(4) 销售医院情况

截止 2009 年 6 月 30 日，血必净注射液已进入全国 908 家医院。

	三级医院			二级医院			合计
	甲等	乙等	小计	甲等	乙等	小计	
血必净注射液	318	85	403	349	156	505	908

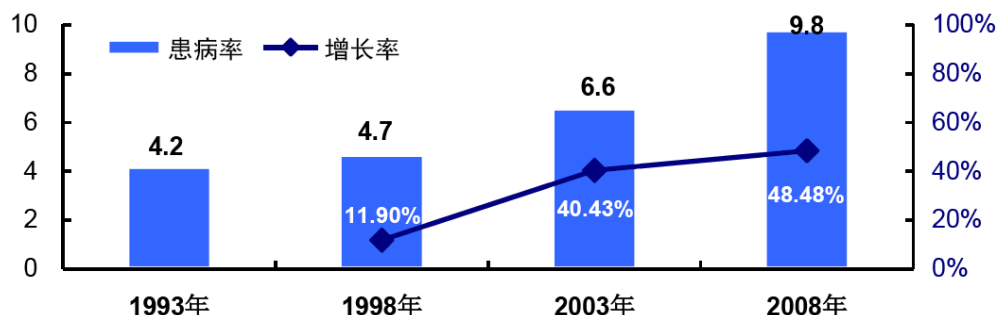
2、盐酸法舒地尔注射液

盐酸法舒地尔注射液为国家二类新药，是国内唯一上市的 Rho 激酶抑制剂。本公司是国内唯一生产该品种原料药和注射剂的企业，并拥有 4 年的新药过渡期。

(1) 适应症

脑血管病，指脑部动脉或支配脑的颈部动脉发生病变，从而引起颅内血液循环障碍，脑组织受损的一组疾病。根据 2008 年第四次《国家卫生服务研究》统计调查数据，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 1,200 万，其年平均增长率为 7.06%。

图 3：1993-2008 年我国居民脑血管疾病患病率变化趋势（‰）



(2) 市场竞争情况

在我国医院市场销售的脑血管化学药类别主要有精神刺激和益智药、周围血管扩张药、钙通道拮抗剂、Rho 激酶抑制剂、 β -阻滞剂、抗眩晕制剂和抗胆碱药等。上述药物中，精神刺激和益智药的市场规模最大，Rho 激酶抑制剂只有法舒地尔一个品种，其市场份额快速增长。

表 1：2006-2008 年我国医院市场各类脑血管化学药销售额及市场份额增长情况

	2008 年		2007 年		2006 年	
	销售额	市场份额	销售额	市场份额	销售额	市场份额
精神刺激和益智药	34.13	43.33%	25.89	42.26%	18.86	38.79%
周围血管扩张药	14.94	18.97%	14.84	24.22%	14.09	28.98%
钙通道拮抗剂	11.63	14.77%	9.05	14.77%	6.18	12.71%
多巴胺类药	8.65	10.98%	4.07	6.64%	2.27	4.67%
Rho 激酶抑制剂	3.88	4.93%	1.93	3.15%	0.41	0.84%
β -阻滞剂	2.15	2.73%	2.36	3.85%	3.12	6.42%
其它	3.39	4.30%	3.11	5.08%	3.69	7.59%
合计	78.76	100%	61.26	100%	48.62	100%

表 2：2006-2008 年我国脑血管化学药销售额排名前十位的品种的市场份额分布情况

排名	品种	2008 年	2007 年	2006 年
1	神经节苷酯	10.85%	10.89%	9.22%
2	依达拉奉	10.12%	8.91%	5.86%
3	尼莫地平	5.75%	6.06%	5.70%
4	桂哌齐特	5.18%	4.41%	2.64%
5	法舒地尔	4.92%	3.15%	0.85%
6	尼麦角林	4.31%	5.11%	5.37%
7	奥拉西坦	4.20%	3.68%	2.94%
8	小牛血去蛋白提取物	4.16%	4.05%	5.08%
9	左旋多巴/苄丝肼	4.12%	2.98%	2.81%
10	长春西汀	3.66%	3.45%	3.86%
合计		57.27%	52.69%	44.33%

表 3：2006-2008 年全国医院脑血管病用药市场份额排名前 20 位的厂家

排名	企业名称	2008 年	2007 年	2006 年
1	江苏先声药业有限公司	8.83%	8.30%	5.84%
2	山东齐鲁制药有限公司	7.88%	7.28%	7.14%
3	北京四环医药科技股份有限公司	5.28%	4.53%	2.67%
4	天津红日药业股份有限公司	4.80%	3.12%	0.95%
5	北京拜耳医药保健有限公司	4.14%	3.85%	3.15%
6	上海罗氏制药有限公司	2.85%	2.86%	2.69%
7	施维雅（天津）制药有限公司	2.74%	3.59%	3.87%
8	辽宁锦州奥鸿药业有限责任公司	2.13%	2.21%	2.04%
9	陕西西安杨森制药有限公司	2.02%	2.00%	1.95%
10	黑龙江飞峡制药工业有限公司	2.02%	2.33%	0.40%
11	广东世信药业有限公司	1.89%	1.63%	1.21%
12	巴西 TRB PHARMA 制药厂	1.87%	2.46%	2.97%

13	海南通用三洋药业有限公司	1.84%	2.08%	1.80%
14	江苏常州千红生化制药有限公司	1.84%	2.17%	3.04%
15	河南羚锐制药有限公司	1.70%	1.68%	1.25%
16	黑龙江哈尔滨三联药业有限公司	1.63%	1.66%	0.61%
17	石家庄制药集团欧意药业有限公司	1.59%	1.28%	0.98%
18	匈牙利吉瑞大药厂	1.51%	1.59%	2.47%
19	上海勃林格殷格翰国际贸易有限公司	1.30%	0.26%	0.00%
20	广东丽珠医药集团	1.16%	1.39%	1.28%

盐酸法舒地尔注射液是国内唯一上市销售的 Rho 激酶抑制剂。目前国内销售盐酸法舒地尔的企业仅有两家：红日药业和日本旭化成工业株式会社（以下简称“日本旭化成”）。红日药业生产的盐酸法舒地尔注射液处于垄断地位，2008 年市场占有率为 97.40%，日本旭化成市场占有率为 2.60%。

	2006 年	2007 年	2008 年
红日药业	91.82%	97.97%	97.40%
日本旭化成	8.18%	2.03%	2.60%
合计	100%	100%	100%

（3）产销情况

	产能 (万支)	产量 (万支)	销量 (万支)	产能利用率	产销率	营业收入 (万元)	销售价格 (元/支)
2009 年 1-6 月	800	228	228	57%	100%	3,434.86	15.06
2008 年	800	416	418	51.95%	100.70%	8,039.04	19.21
2007 年	400	218	207	54.62%	94.84%	4,029.55	19.45
2006 年	200	44	44	22.08%	99.72%	639.97	14.53

（4）销售医院情况

	三级医院			二级医院			合计
	甲等	乙等	小计	甲等	乙等	小计	
血必净注射液	423	227	650	162	140	302	952

3、小结

公司主导产品包括血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液，该两种药物均为国内独家品种，临床治疗效果显著，药品质量安全可控，产品竞争优势显著，市场空间广阔，为公司未来持续高速增长奠定坚实的基础。

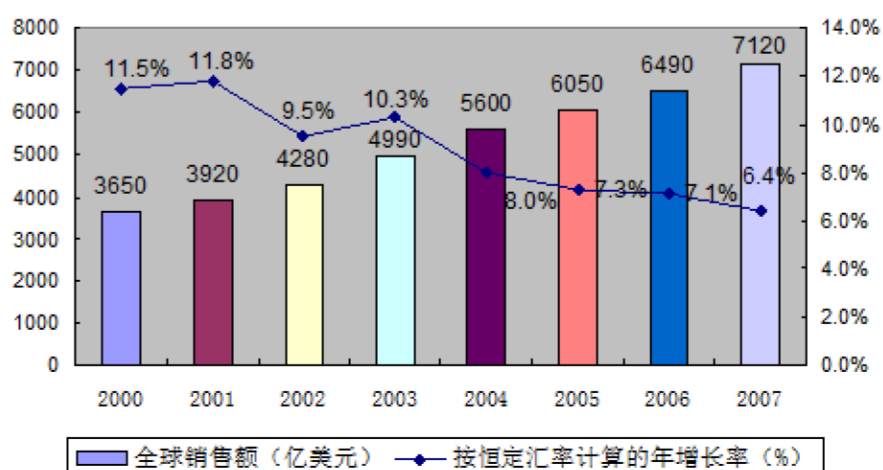
2009 年 1-6 月，主要产品有所调整，主要源于公司一贯的季节性价格政策。即公司在上半年度给予经销商一定销售折扣，以加大市场开拓力度；尔后在下半年提高价格，以保持年度内产品价格稳定。

三、发展前景

1、医药行业长期前景看好

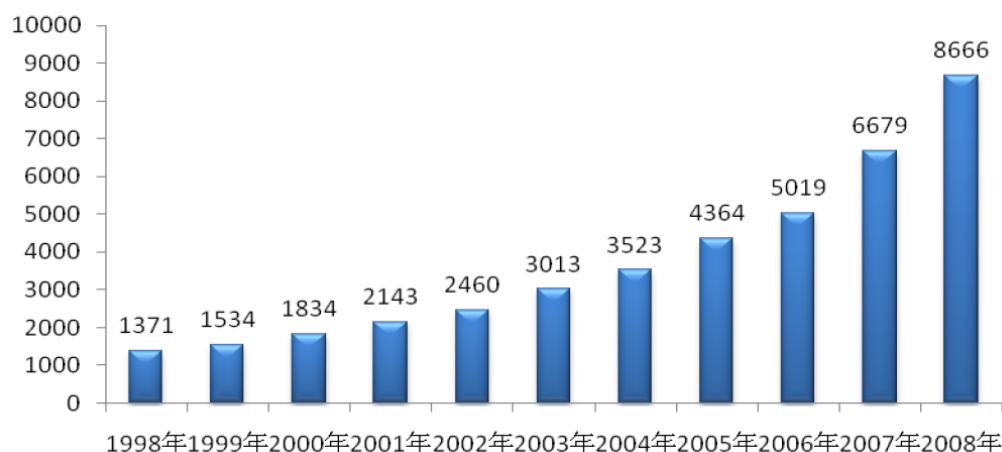
随着世界人口总量增长、社会老龄化程度提高，全球医药市场持续快速增长。2002~2007 年间全球药品销售收入的复合增长率为 10.7%，同期世界经济增长率为 3.7%²。2007 年世界医药市场规模为 7,120 亿美元。

图 1：2000-2007 年全球医药市场规模



1999 年以来我国医药行业持续发展，医药工业总产值年复合增长率为 19.2%，利润总额年均增长率为 22%。2008 年工业总产值为 8,666 亿元人民币。

图 2：1998 年以来我国医药工业总产值增长情况（单位：亿元）



人口的自然增长和人口结构的老龄化趋势推动药品市场刚性增长。根据国家统计局 2008 年统计公报，2008 年末，我国人口总数达到 13.2802 亿，年自然增长率 5.08%，人口净增长将对医药产品产生新的需求。同时，2008 年末，我国 65 岁及以上人口为 1.0956 亿，占总人口的 8.3%，比上年增加 0.2 个百分点，人口老龄化趋势明显。目前，老年人口的药品消费已占药品总消费的 50% 以上，人口老龄化将进一步促进药品需求。

居民人均收入的持续较快增长促进医药市场的有效需求不断增长。1999 年以来，我国国民经济持续增长，农村居民纯收入和城镇居民可支配收入也分别由 2,210 元和 5,854 元增至 2008 年的 4,761 元和 15,781 元，促进了医药市场的有效需求不断增长。随着今后国民经济的较快发展，我国居民可支配收入水平和用药需求仍将稳步提高。

相对于宏观经济的波动，医药行业平稳增长，抗周期性特征较明显。由于人口的自然增长和人口结构的老龄化趋势、我国医疗体制改革等因素，医药行业未来依然保持较快发展。

2、医药行业壁垒将排除一定的竞争

我国医药行业属特许经营行业，医药行业的各运行环节均受到国家药监局的严格管制。药品生产企业必须取得《药品生产许可证》及《药品注册批件》，并通过 GMP 认证。同时，我国对药品生产企业进行知识产权保护。而且制药行业是高技术、高风险、高投入的产业，因此进入制药行业存在较高的行业准入、知识产权保护、资金和技术的壁垒。

公司拥有血必净注射液的发明专利，专利保护期为 20 年；并且该药品于 2006 年 5 月被科技部和国家保密局联合认定为“秘密级国家秘密技术”，保密期限为 5 年。这一专利技术将在未来很长一段时间内保证公司享有超额利润。

3、公司产品具有较高的成长性

2006 年至 2008 年间，公司两大主导产品血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液的年复合增长率为 131%。这两大产品主要定位于国内二级和三级医院，均为 2004 年上市的新品种，2008 年该两种药品分别进入 846 家和 925 家医院，全国二级以上医院覆盖率分别为 10.86%和 11.87%，市场覆盖率仍然较低，公司主导产品优势明显、市场潜力巨大。

根据公司未来的发展规划，今年及未来三年公司销售收入和经济效益实现年均 30%的增长。到 2015 年，通过新产品的持续研发，形成涵盖中药、小分子化学药、生物技术药三个方向的产品系列和完善的中试、质量分析、工业生产平台。以技术为支撑，创新为动力，不断做大、做强，争取跻身我国制药企业前 20 强。

四、风险

1、保护期后，主导产品被仿制的风险。公司于 2004 年 3 月 17 日取得盐酸法舒地尔注射液的新药证书和药品生产批件，监测期为 4 年，至 2008 年 3 月 16 日届满。该药品监测期已到期，不再受行政保护，虽然目前国内还没有其他企业成功仿制该产品，该产品存在被其他企业成功仿制的可能。

2、药品价格调整风险。目前公司主要产品盐酸法舒地尔注射液和低分子量肝素钙注射液被列入国家医保目录，血必净注射液被 16 个省列入省级医保目录，由国家或地方有关部门制定药品最高零售价格。。随着医疗改革的深入，国家基本药物制度的建立及相关政策、法规的调整或出台，上述产品的价格可能因此降低，从而对公司经营业绩产生影响。

3、研发能力不足。医药企业的持续发展主要由技术创新推动，而充足的资本投入是技术创新的先决条件。公司研发中心现有的研发场地、设备条件、实验环境、人才和硬件管理等已难以满足公司研发的需要。人员方面也显不足，这都制约了公司长远发展。

五、估值

由于公司产品的独特性，使得其在证券市场上暂无法找到充分具有可比性的公司。其所具有的垄断地位，将在未来保证公司的收益水平。因此，以 DCF 模型对公司进行估值。

主要假设包括：（1）公司 2009 年投资 26,791 万元建设血必净技改扩产项目和研发中心建设项目，使得公司 2009 年至 2012 年血必净注射液产量分别达到 1,000、1,400、2,000、2,600 万支。（2）2013 年后，公司营业收入增长率为 8%；2028 年后，公司营业收入永续增长率为 2%。（3）根据万德资讯统计，医药行业的 β 为 1.05，经测算公司加权平均资本成本为 9.31%。

按照 DCF 估值模型的结果显示，公司股票合理的投资价值为 58.43 元。

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别为 1.67 元、2.17 元、2.76 元，以 60 元的申购价格计算，对应的市盈率分别为 36 倍、28 倍、22 倍。结合 DCF 模型的估值结果 58.43 元，给予公司“中性”评级。

财务报表预测摘要

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	102	689	768	894	营业收入	187	215	255	316
现金	66	641	710	820	营业成本	44	52	63	79
应收账款	1	6	8	9	营业费用	36	41	49	61
其他应收款	5	9	10	13	管理费用	25	30	30	30
预付账款	8	10	13	16	财务费用	3	-7	-15	-17
存货	21	20	25	33	营业利润	76	96	125	159
其他流动资产	2	2	3	3	利润总额	79	96	125	159
非流动资产	115	383	355	335	所得税	14	14	19	24
长期投资	4	4	4	4	净利润	64	82	106	135
固定资产	75	205	326	306	EBITDA	83	98	127	163
无形资产	22	21	20	19	EPS (元)	1.77	1.67	2.17	2.76
其他非流动资产	14	152	5	6					
资产总计	217	1071	1123	1229	主要财务比率				
流动负债	87	109	96	120	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
短期借款	16	0	0	0	成长能力				
应付账款	13	16	19	24	营业收入	57.6%	14.8%	18.9%	23.9%
其他流动负债	58	93	77	96	营业利润	71.1%	26.3%	30.1%	27.1%
负债合计	92	109	96	120	归属于母公司净利润	61.6%	26.6%	30.1%	27.1%
股本	36	49	49	49	获利能力				
资本公积	0	743	743	743	毛利率 (%)	76.4%	75.9%	75.4%	74.9%
留存收益	89	171	236	318	净利率 (%)	34.4%	38.0%	41.5%	42.6%
归属母公司股东权益	126	962	1028	1109	ROE (%)	51.3%	8.5%	10.3%	12.1%
负债和股东权益	217	1071	1123	1229	ROIC (%)	84.3%	24.8%	30.2%	43.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率 (%)	42.2%	10.2%	8.5%	9.7%
					净负债比率 (%)	19.66%	0.00%	0.00%	0.00%
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	流动比率	1.17	6.33	8.02	7.46
经营活动现金流	78	93	95	145	速动比率	0.93	6.14	7.76	7.18
净利润	64	82	106	135	营运能力				
折旧摊销	4	10	18	22	总资产周转率	0.95	0.33	0.23	0.27
财务费用	3	-7	-15	-17	应收账款周转率	106	61	36	37
营运资金变动	5	26	-23	7	应付账款周转率	4.20	3.61	3.66	3.72
其他经营现金流	1	-17	10	-2	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-47	-263	-0	-0	每股收益 (最新摊薄)	1.32	1.67	2.17	2.76
资本支出	48	268	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.59	1.91	1.95	2.97
筹资活动现金流	-34	745	-26	-36	每股净资产 (最新摊薄)	2.57	19.69	21.02	22.69
短期借款	-31	-16	0	0	估值比率				
普通股增加	0	13	0	0	P/E	45.56	35.99	27.67	21.77
资本公积增加	-0	743	0	0	P/B	23.37	3.05	2.85	2.64
其他筹资现金流	-3	5	-26	-36	EV/EBITDA	36	30	23	18
现金净增加额	-4	575	70	109					

总部

德邦证券股份有限公司
上海市福山路 500 号
城建国际中心 26 楼
电话：021-68761616

上海

德邦证券股份有限公司
凉城路营业部
上海市虹口区凉城路 479 号
电话：021-65299887

德邦证券股份有限公司
浦东南路营业部
上海市浦东南路 500 号
国家开发银行大厦 10 楼 C 座
电话 021-58887251

德邦证券股份有限公司
志丹路营业部
上海市志丹路 158 号
电话：021-56078154

德邦证券股份有限公司
岳州路营业部
上海市虹口区岳州路 58 号
电话：021-65015533

北京

德邦证券股份有限公司
光华路营业部
北京市朝阳区光华路 14 号
嘉都大厦 A 座 4 层 409
电话：010-65089558

广州

德邦证券股份有限公司
体育西路营业部
广东省广州市体育西路 189 号
城建大厦 11 楼
电话：020-38796656

TEBON 德邦证券

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。