

红日药业 (300026)

负面因素逐渐递减

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 27.85 元

投资要点:

- 1、 中药颗粒目前共有 6 家试点企业, 由于仍属于试点性质, 6 家企业基本固守各自区域市场, 最大的江苏天江一年做到 6 个亿, 公司康仁堂前三季度已经做到 2 亿, 全年可能超过 2.5 亿, 11 年中药配方颗粒增长超过 120%, 主要是借助地缘优势开拓天津市场, 去年销售结构是北京 90%, 其他地区 10%, 今年则是北京占 70%, 天津占 20%, 其他 10%, 按照这种结构推算, 北京今年增长接近 100%, 天津今年新增收入 5000 万, 明年公司计划开辟外埠市场, 采用代理模式, 预计中药颗粒 12 年将保持 50% 增速;
- 2、 今年受公司调整营销渠道影响, 归并小经销商, 清理渠道存货, 导致出货量小幅下滑, 目前已经完成 60% 的小经销商归并, 归并后的渠道销售明显提升, 三季度销售开始环比提升, 支撑血必净明年恢复增长有利因素包括: 1) 目前血必净覆盖 90% 的三级医院, 1400 家医院, 二级医院覆盖率低, 公司明年开始进军; 2) 血必净从 09 年 18 个省医保增加到 11 年 22 个省医保; 3) 渠道恢复铺货; 我们预计血必净收入应能提升 20% 左右;
- 3、 法舒地尔受到限制三级医院使用, 市场容量下降, 同时新增几家批文, 竞争加剧, 产品出货量与价格双双下降, 明年依然不乐观, 但预计下滑趋势减缓, 对业绩拖累逐渐递减; 低分子肝素钙是个充分竞争品种, 今年由于原料药的大幅走低, 该产品毛利率大幅提高到 25%, 公司采用自然销售, 预计未来保持 15% 左右增长;
- 4、 2010 年母公司高科技企业资质到期, 前三季度母公司暂按照 25% 税率缴税, 公司正在申请复审, 复申通过后将仍按照高科技 15% 的税率缴税, 并清算多交的税, 公司诸个新药正在报批中, 但 12 年还难看到贡献;
5. 预计 11-13 年每股收益分别为 0.92、1.14 和 1.39 元, 给予推荐评级。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	384	550	740	907
同比(%)	71%	43%	35%	23%
归属母公司净利润	102	140	172	210
同比(%)	23%	37%	23%	22%

发布时间: 2011 年 11 月 28 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	52.96/22.72
上证指数/深圳成指	2380.22/9886.25
50 日均成交额(百万元)	12.28
市净率(倍)	4.17
股息率	0.90%

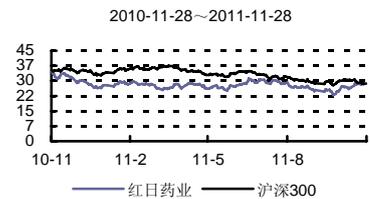
基础数据

流通股(百万股)	54.35
总股本(百万股)	151.03
流通市值(百万元)	1513.65
总市值(百万元)	4206.07
每股净资产(元)	6.68
净资产负债率	18.05%

股东信息

大股东名称	天津大通投资集团有限公司
持股比例	27.82%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 刘斌
 执业证书编号: S0020511030018
 电话: 021-51097188-1859
 电邮: liubin@gyzq.com.cn

联系人: 程维
 电话: (0551) 2207936
 电邮: chengwei@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
 (230001)

中药配方颗粒明年依然有望高增长

目前共有 6 家试点企业，由于仍属于试点性质，6 家企业基本固守各自区域市场，最大的江苏天江一年做到 6 个亿，公司康仁堂前三季度已经做到 2 亿，全年可能超过 2.6 亿，11 年中药配方颗粒增长超过 120%，主要是借助地缘优势开拓天津市场，去年销售结构是北京 90%，其他地区 10%，今年则是北京占 70%，天津占 20%，其他 10%，按照这种结构推算，北京今年增长接近 100%，天津今年新增收入 5000 万。

中药配方颗粒通过指纹图谱技术对照，提取单味中药材的有效成分，达到了与中药共煎具有相同成分的界定，带来了使用上的方便，并可随症加减，代表了中药饮片的发展方向，目前常用中药饮片 1000 多种，公司能提取的 400 多种，继续研发再难以有所突破，如果涉及到未包罗在 400 种之列的单味药，还必须采取传统共煎方法，因此我们认为中药配方颗粒能部分替代中药饮片。

公司还有别与其他 5 家，委托研发了自动发药机，在北京 80 多家医院设立了中药房，明年公司计划着重开发外埠市场，采用代理模式，毛利率要降低，但费用率也会低，将外埠市场交给当地有人脉的经销商做，主要是受试点规则限制，预计净利率可能会有小幅度下降（现在是约 24%左右的净利率）

中药配方颗粒可以比照饮片进入医保，价格随行就市，我们判断一旦放开试点，市场有望快速扩容，目前饮片的规模 400 亿，颗粒仅约有 20 亿，未来如果试点放开，中药颗粒的市场空间还很大，简单按照 400 亿的三分之一，理论上就有 130 多亿。今年 7 月收购的 21%股权，9 月开始合并，12 年将全年合并 62%的股权，预计明年颗粒收入增长有望达 50%。

康仁堂收入与贡献利润（万）

	2009	2010	2011H	3Q2011
收入	5,856	10,568	10,803	20,000
利润	1,016	3,270	2,754	4,688
贡献公司利润		2,063	1,051	2,157

血必净有望恢复增长

血必净是治疗脓毒症的唯一国家秘密级中药，临床上治疗脓毒症一般使用抗生素，而联合血必净后能可以促进治愈，改善预后，可以预防内源性炎性介质引发的多脏衰，或减轻发病后的严重程度。今年受公司调整营销渠道影响，归并小经销商，清理渠道存货，导致出货量小幅下滑，目前已经完成 60%的小经销商归并，归并后的渠道销售明显提升，三季度销售已开始环比提升，明年来看，支撑血必净恢复增长有利因素包括：1) 目前血必净覆盖 90%的三级医院，1400 家医院，二级医院覆盖率低，公司明年开始进军；2) 血必净从 09 年 18 个省医保增加到 11 年 22 个省医保；3) 渠道恢复铺货；我们预计血必净应能提升 20%左右；

关于法舒地尔和低分子肝素钙

法舒地尔受限制三级医院使用，市场容量下降，同时新增几家批文，竞争加剧，产品出货量与价格双双下降，明年依然不乐观，但预计下滑趋势减缓，对业绩拖累逐渐递减；低分子肝素钙是个充分竞争品种，今年由于原料药的大幅走低，该产品毛利率大幅提高到 25%，公司采用自然销售，预计未来保持 15%左右增长。

关于税率

2010 年母公司高新技术企业资质到期，前三季度母公司暂按照 25%税率缴税，公司正在复审，年底将仍按照高科技 15%的税率缴税，复审通过后清算多交的税。

新药储备

目前公司有多个新药储备。脑心多泰处于报生产批件，氯吡格雷目前做生物等效性实验，明年底能拿批文，和军医大合作研发的抗丙肝药，治疗脓毒症一类新药已经立项。

投资建议

预计明年中药颗粒快速增长，血必净恢复增长被法舒地尔部分抵消，整体公司仍保持约 25%的增长，11-13 年 EPS 分别为 0.92、1.14 和 1.39 元，给予推荐评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	962	1229	1483	1760
现金	770	828	1049	1232
应收账款	74	193	260	319
其它应收款	7	26	35	43
预付账款	2	9	12	15
存货	99	151	99	120
其他	10	23	28	32
非流动资产	318	339	334	326
长期投资	12	11	11	11
固定资产	142	158	161	156
无形资产	55	55	55	55
其他	109	115	107	104
资产总计	1280	1569	1817	2086
流动负债	173	322	395	452
短期借款	0	30	30	30
应付账款	91	123	173	211
其他	82	170	192	211
非流动负债	9	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	9	4	4	4
负债合计	182	326	400	456
少数股东权益	89	119	157	202
股本	101	151	151	151
资本公积	659	609	609	609
留存收益	249	364	501	667
归属母公司股东权益	1009	1123	1260	1427
负债和股东权益	1280	1569	1817	2086

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	46	45	229	192
净利润	113	170	209	255
折旧摊销	11	9	10	11
财务费用	-17	-25	-28	-35
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-68	-90	37	-40
其它	6	-20	1	1
投资活动现金流	-312	-16	-2	-1
资本支出	113	0	0	0
长期投资	-207	-1	0	-0
其他	-406	-17	-2	-1

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	384	550	740	907
营业成本	120	175	247	301
营业税金及附加	4	7	9	11
营业费用	87	107	152	190
管理费用	51	80	107	131
财务费用	-17	-25	-28	-35
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	134	202	249	304
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	135	202	249	304
所得税	22	32	40	49
净利润	113	170	209	255
少数股东损益	11	30	37	46
归属母公司净利润	102	140	172	210
EBITDA	129	187	231	280
EPS (元)	1.01	0.92	1.14	1.39

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	70.6%	43.3%	34.5%	22.5%
营业利润	48.3%	51.2%	23.2%	21.8%
归属于母公司净利润	22.8%	36.9%	23.2%	21.8%
获利能力				
毛利率	68.7%	68.1%	66.6%	66.8%
净利率	26.6%	25.4%	23.3%	23.1%
ROE	10.1%	12.4%	13.6%	14.7%
ROIC	41.0%	48.1%	69.3%	78.0%
偿债能力				
资产负债率	14.2%	20.8%	22.0%	21.9%
净负债比率	0.00%	9.20%	7.51%	6.58%
流动比率	5.56	3.81	3.75	3.89
速动比率	4.99	3.35	3.50	3.63
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.39	0.44	0.46
应收账款周转率	10	4	3	3
应付账款周转率	2.41	1.64	1.67	1.57
每股指标 (元)				

筹资活动现金流	-29	30	-7	-8	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.92	1.14	1.39
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	0	30	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.31	0.29	1.52	1.27
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.68	7.44	8.35	9.45
普通股增加	50	50	0	0	估值比率				
资本公积增加	-49	-50	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-31	-0	-7	-8	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-295	58	221	183	EV/EBITDA	-6	-4	-3	-3

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn