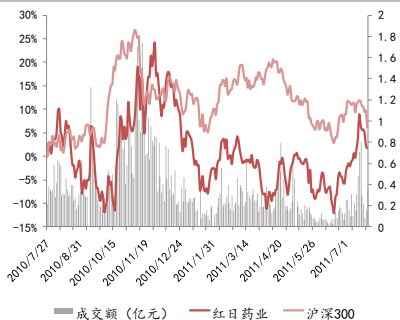


投资评级

谨慎推荐 (首次评级)

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	15,103
流通股本(万股)	5,435
每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	14.50

研发部

宋凯
SAC 执业证书编号: S1340511070001
联系电话: 010-68858138
Email: songkai@cnpsec.com

中药配方颗粒高速增长，肝素制剂扭亏

——红日药业(300026)半年报点评

事件:

公司公布了 2011 年中报，报告期公司实现营业收入 2.24 亿元，同比增长了 87.67%；营业利润 6978 万元，同比增长了 67.56%，利润总额 7345 万元，同比增长了 75.66%，归属于母公司净利润 4314 万元，同比增长了 33.61%；扣除非经常性损益后归属于母公司净利润增速为 25.87%。基本每股收益 0.29 元。

点评:

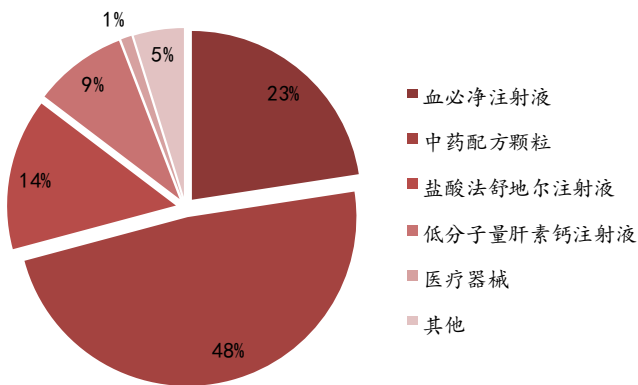
- **康仁堂合并报表，公司收入大幅增长。**公司在 2010 年 5 月使用超募资金对康仁堂增资扩股，持有其 42% 的股权，康仁堂仅当年 6 月份收入 1026 万元合并报表。今年上半年康仁堂实现营业收入 1.18 亿元，占公司总收入比重将近 53%，导致报告期内公司营业收入大幅上升。同时我们注意到康仁堂公司上半年净利润为 2755 万元，净利润率约为 23%；公司增资康仁堂之前的净利润率水平在 30% 以上，所以将康仁堂合并报表后净利润增速明显低于收入增速。
- **血必净销售规模萎缩。**报告期内公司血必净营业收入 5054 万元，同比下降了 3.01%；毛利率 81.21%，同比上升了 4.69 个百分点。我们预计血必净上半年的销量在 500 万支左右。血必净是公司主导产品之一，是目前唯一批准用于治疗脓毒血症的中药注射液，上市以来一直保持着较高的增速。上市前该产品产能 900-1000 万支左右，扩产后新增产能 2600 万支，预计将在今年底明年初释放。2011 年产能瓶颈将成为制约血必净增长的主要因素之一。
- **中药配方颗粒挑起公司大梁。**2011 年上半年来自康仁堂的中药配方颗粒的收入为 1.08 亿元，我们预计同比增速在 95% 以上。中药配方颗粒行业具有较高的壁垒，竞争者较少。公司在华北地区具有明显的区域优势，康仁堂享受以北京为中心的华北地区广阔的市场空间。我们预计未来随着康仁堂中药配方颗粒产能的扩张，业绩将保持较高的增速。
- **低分子肝素钙注射剂扭亏为盈。**报告期内，公司低分子肝素钙注射剂实现营业收入 1981 万元，同比增长了 16.13%；毛利率为 25.85%，实现扭亏为盈。我们认为这与上半年国内肝素原料药价格回落，以及公司技术水平提高有关。低分子肝素钙制剂的扭亏为盈也成为公司业绩亮点之一，我们预计 2011 年下半年肝素原料药价格出现大幅波动的可能性较小，公司产品

全年能够保持盈利状态。

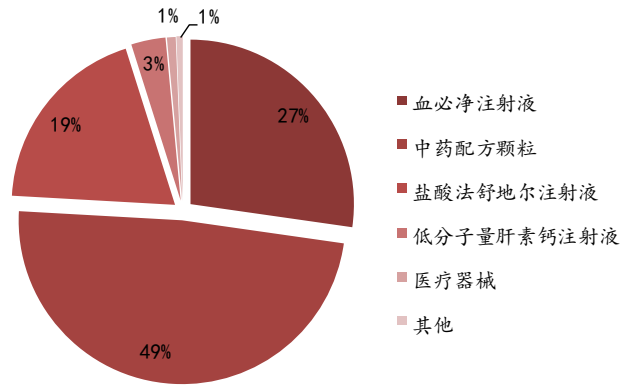
● **盈利预测与投资评级。**按照公司总股本 1.51 亿股计算，我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.92 元、1.24 元和 1.59 元，对应前一交易日收盘价 30.33 元的动态市盈率为 33 倍、25 倍和 19 倍。公司目前估值合理，中药配方颗粒未来增长空间巨大，是未来公司主要业绩增长点，低分子量肝素钙注射液盈利能力恢复，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。**中药配方颗粒市场推广风险；血必净销量低于预期。

图表 1：公司收入构成



图表 2：公司毛利润构成



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司主要产品预测情况（万元）

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
血必净注射液	产品收入	8,307	10,451	14,844	15,500	20,000	25,000
	增速	56%	26%	42%	4%	29%	25%
	毛利率	82%	82%	79%	81%	80%	78%
盐酸法舒地尔注射液	产品收入	8,039	9,132	8,938	8,840	8,670	8,585
	增速	100%	14%	-2%	-1%	-2%	-1%
	毛利率	93%	92%	92%	92%	92%	92%
低分子量肝素钙注射液	产品收入	2,144	2,754	3,694	4,446	5,301	5,985
	增速	-3%	28%	34%	20%	19%	13%
	毛利率	-1%	45%	-12%	28%	33%	35%
中药配方颗粒	产品收入			10,568	19,300	28,500	39,000
	增速				83%	48%	37%
	毛利率			63%	68%	69%	70%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：红日药业盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	22,508	38,388	48,386	62,871	79,070
增长率	20.36%	70.55%	26.05%	29.94%	25.77%
营业成本	4,728	12,027	13,314	17,460	22,252
毛利率	78.99%	68.67%	72.48%	72.23%	71.86%
营业税金及附加	347	396	500	649	817
销售费用	4,942	8,723	11,192	14,448	18,241
管理费用	3,267	5,120	6,605	8,481	10,532
财务费用	-24	-1,675	-1,742	-2,081	-2,633
期间费用率	36.36%	31.70%	33.18%	33.16%	33.06%
资产减值损失	-14	373	280	270	300
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-42	-39	-50	-55	-43
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-42	-39	-40	-50	-39
营业利润	9,220	13,384	18,188	23,643	29,561
增长率	21.39%	45.17%	35.89%	30.00%	25.03%
加：营业外收入	337	215	0	0	0
减：营业外支出	8	105	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	3	88	0	0	0
利润总额	9,549	13,494	18,188	23,643	29,561
增长率	21.42%	41.31%	34.78%	30.00%	25.03%
减：所得税	1,452	2,159	3,183	3,972	4,730
所得税率	15.21%	16.00%	17.50%	16.80%	16.00%
净利润	8,097	11,335	15,005	19,671	24,831
减：少数股东损益	0	1,132	1,100	987	847
归属于母公司所有者的净利润	8,097	10,203	13,905	18,684	23,984
增长率	25.76%	26.01%	36.28%	34.37%	28.36%
基本每股收益(元)	2.03	1.01	0.92	1.24	1.59

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。