

红日药业 (300026.SZ) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 26.51元

双轮驱动, 增长可期;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	54.40
总市值(百万元)	4,003.70
年内股价最高最低(元)	30.80/22.72
沪深 300 指数	2901.22



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.013	0.809	1.052	1.456	1.902
每股净资产(元)	10.02	6.41	7.07	8.10	9.69
每股经营性现金流(元)	0.46	0.24	1.02	1.44	1.85
市盈率(倍)	44.34	35.60	25.28	18.26	13.98
行业优化市盈率(倍)	69.15	55.15	55.15	55.15	55.15
净利润增长率(%)	26.01%	19.74%	30.09%	55.05%	30.62%
净资产收益率(%)	10.11%	12.62%	14.89%	17.98%	19.63%
总股本(百万股)	100.68	151.03	151.03	169.20	169.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中药配方颗粒是公司最大看点, 将保持高增长。**公司通过收购康仁堂进入中药配方颗粒市场, 该行业目前规模较小, 竞争企业只有 6 家, 且具有审批壁垒。在各地医保陆续放开报销的背景下, 行业实现高速增长。公司目前主要开拓华北地区, 并将逐步扩大覆盖网络。由于配方颗粒质量标准制定进程缓慢, 我们判断短期内国家不会放开审批, 在寡头竞争格局未被打破的前提下, 公司中药配方颗粒将保持 50% 左右的年复合增速。
- **血必净经过渠道整合, 今年有望恢复性高增长。**血必净之前由于过度依赖中小代理商, 医院覆盖数量一直增长缓慢。公司去年开始渠道整合, 将 400 多家代理商缩减为 200 多家, 加大与主流商业的业务合作, 这将有利于血必净拓展市场和管理终端。血必净市场拓展空间很大, 目前覆盖医院仅 1400 家, 目标覆盖医院数量将达到 2500 家; 同时, 血必净作为治疗脓毒症的一线药物在肿瘤、ICU、呼吸科等仍有较大开发潜力。我们预计今年血必净将实现 40% 左右的恢复性增长, 未来仍将保持较快增长。
- **法舒地尔和低分子肝素钙增长乏力。**法舒地尔由于大量仿制药进入市场, 导致公司市场份额被不断蚕食, 产品已经进入衰退周期。低分子肝素钙由于常山药业的产品享受单独定价, 且技术标准较高, 因此公司产品竞争压力较大。

投资建议

- 我们认为公司未来 2 年有望借助中药配方颗粒高增长和血必净恢复性增长的双轮驱动, 实现快速发展。假设康仁堂药业剩余股权收购于 2013 年初完成, 并全部以增发股权方式完成, 预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1.59 亿、2.46 亿、3.22 亿元, 同比增长 30%、55%、31%; 全面摊薄后 EPS 分别为 1.05 元、1.46 元、1.90 元。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 32.00-37.00 元目标价位, 相当于 30~35 倍 12 年 PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 中药配方颗粒审批放开导致市场竞争加剧; 血必净渠道改革效果不达预期

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

公司是一家多元化的医药制造企业	4
中药配方颗粒：公司未来的主要增长点	4
中药配方颗粒行业高增长，行政壁垒致寡头竞争	4
公司收购康仁堂药业，踏上全新发展轨道	5
差异化营销稳步推进，销售团队快速扩张	6
标准制定推进缓慢，寡头竞争格局短期难变	7
血必净注射液：渠道改革基本完成，今年恢复性增长	7
临床应用领域广泛，多科室推广潜力大	7
依托主流商业平台，提高医院覆盖数量	7
盐酸法舒地尔：医保限用影响增长，市场竞争加剧	9
低分子肝素钙：价格不及竞品，前景看平	10
新药储备瞄准心血管市场	12
盈利预测	12
投资建议	15
风险提示	16
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

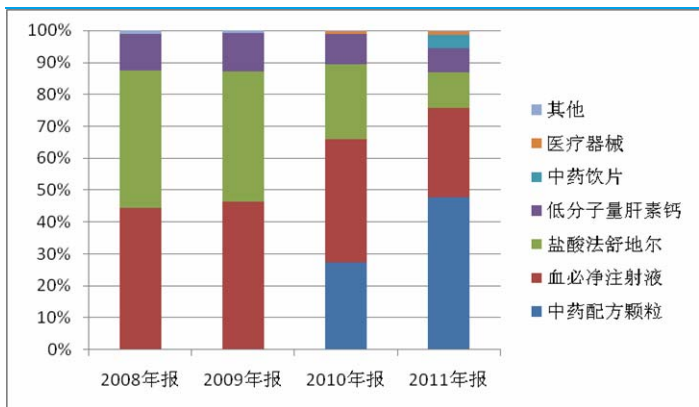
图表 1：各产品收入占比统计	4
图表 2：各产品毛利率占比统计	4
图表 3：公司历年销售收入统计	4
图表 4：公司历年净利润率统计	4
图表 5：六家中药配方颗粒试点企业	5
图表 6：中药饮片市场近年来持续高景气	5
图表 7：康仁堂收入利润高增长	6
图表 8：中药配方颗粒销售收入（百万元）	6
图表 9：历年血必净医院覆盖数量统计	8
图表 10：血必净历年销售收入统计（万元）	8
图表 11：血必净部分省份中标价格	8
图表 12：2006-2008 年我国医院市场脑血管化学药销售额及市场份额情况	9
图表 13：公司法舒地尔销售收入（万元）	9
图表 14：法舒地尔 22 个城市样本医院销售额（元）	9
图表 15：法舒地尔样本医院市场份额	10
图表 16：低分子量肝素与普通肝素制剂的对比	10
图表 17：公司低分子肝素钙销售收入（万元）	11

图表 18: 低钙样本城市医院销售额统计 (万元)	11
图表 19: 低分子肝素钙样本医院市场份额	11
图表 20: 各质量标准低分子肝素钙比较	12
图表 21: 低分子肝素钙毛利率统计	12
图表 22: 红日药业母公司 Q1 净利润增速敏感性测算	13
图表 23: 合并报表 Q1 净利润增速同口径 (按康仁堂 42%股权) 换算	13
图表 24: 康仁堂剩余股权完成收购时间对净利润的影响	14
图表 25: 分产品拆分数据	15

公司是一家多元化的医药制造企业

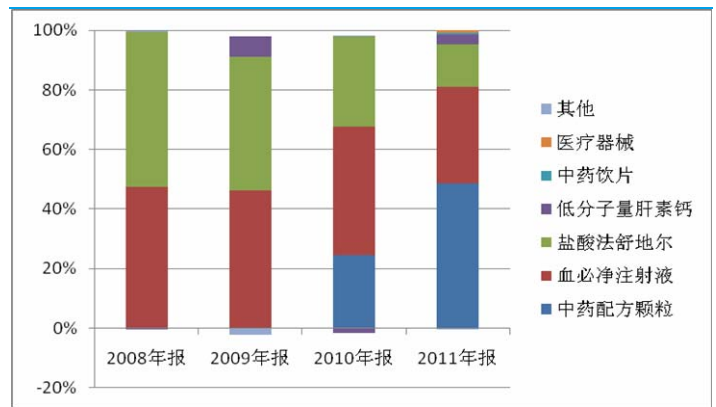
- 公司医药主业面向脓毒症用药、脑血管用药、抗血栓用药，分别对应血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液。
- 公司于 2010 年出资 5898.61 万元对北京康仁堂药业有限公司增资，增资后公司持有康仁堂 42% 的股权，进军中药配方颗粒市场。
- 目前中药配方颗粒已经占到公司销售收入的 50% 左右，成为公司最重要的业务板块；母公司的血必净、盐酸法舒地尔和低分子量肝素钙占到另外 50% 的销售收入。随着中药配方颗粒的高增长，公司经营结构将进一步向中药倾斜。

图表1: 各产品收入占比统计



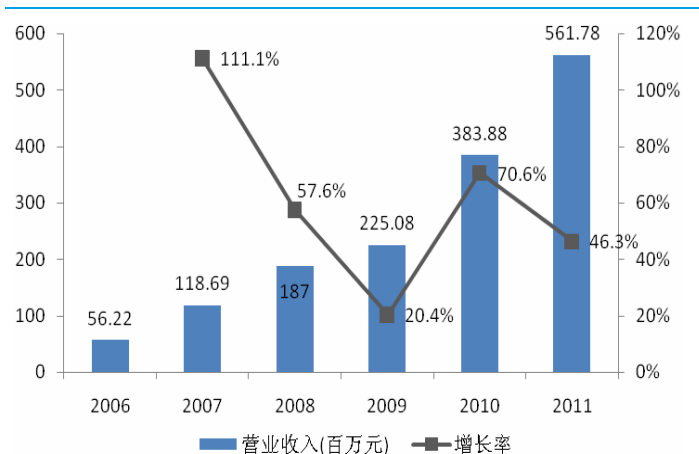
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表2: 各产品毛利率占比统计



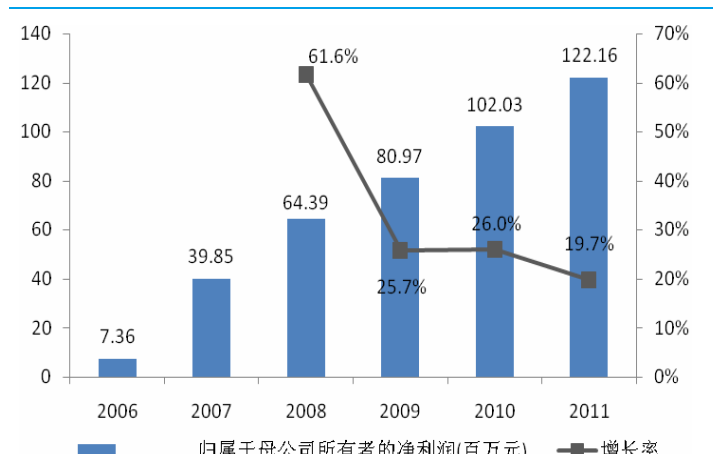
- 2009-2011 年红日药业本部制剂业务实现营业收入 2.25 亿元、2.76 亿元、2.64 亿元，同比增长 20%、23%和-4.5%；受益于收购康仁堂药业并表和高增长的推动，2010、2011 年公司营业收入增速 71%、46%，同期净利润也保持了 24% 左右的稳定增长。

图表3: 公司历年销售收入统计



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4: 公司历年净利润率统计



- 我们认为中药配方颗粒市场未来的发展趋势，是判断未来成长性的关键。

中药配方颗粒: 公司未来的主要增长点

中药配方颗粒行业高增长，行政壁垒致寡头竞争

- 国内中药配方颗粒属于寡头竞争市场，行业仍处于试行阶段，行业标准和质量规范还未建立。目前国内仅有 6 家企业取得试点生产资格，未取得试点资格的企业一律不得生产。

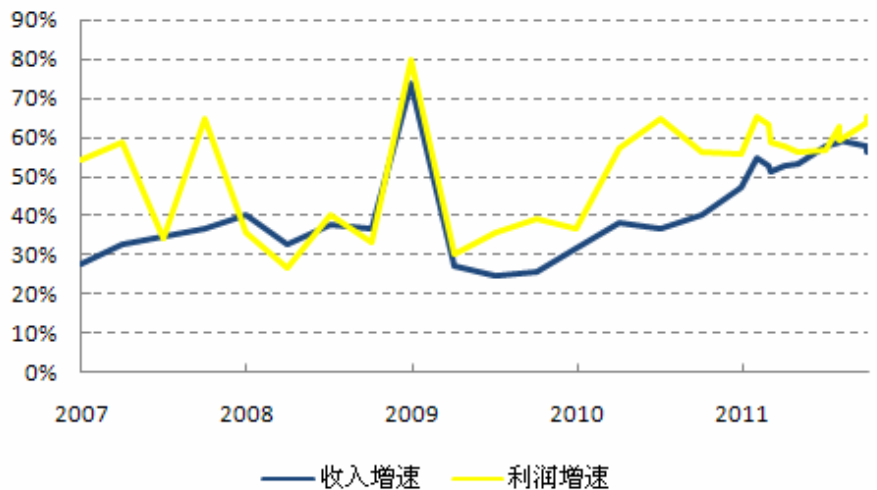
图表5：六家中药配方颗粒试点企业

企业名称	所在地	试点生产时间	有效期截止	2011年销售规模
天江药业	江苏	2011年	2015年12月31日	11亿元
华润三九药业	广东	2002年	2013年7月27日	4亿元
康仁堂	北京	2002年	2015年12月31日	3亿元
一方制药	广东	2001年	2015年12月31日	天江药业全资子公司
新绿色药业	四川	2002年	2015年12月31日	-
培力药业	广西	2004年	2015年12月31日	-

来源：国金证券研究所

- 中药饮片市场规模巨大，2011 年国内中药饮片市场规模为 854 亿元，同比增长 56%。2011 年中药配方颗粒行业销售额预计不超过 20 亿元，仅占中药饮片市场的 2.3%，市场潜力很大。

图表6：中药饮片市场近年来持续高景气



来源：WIND、国金证券研究所

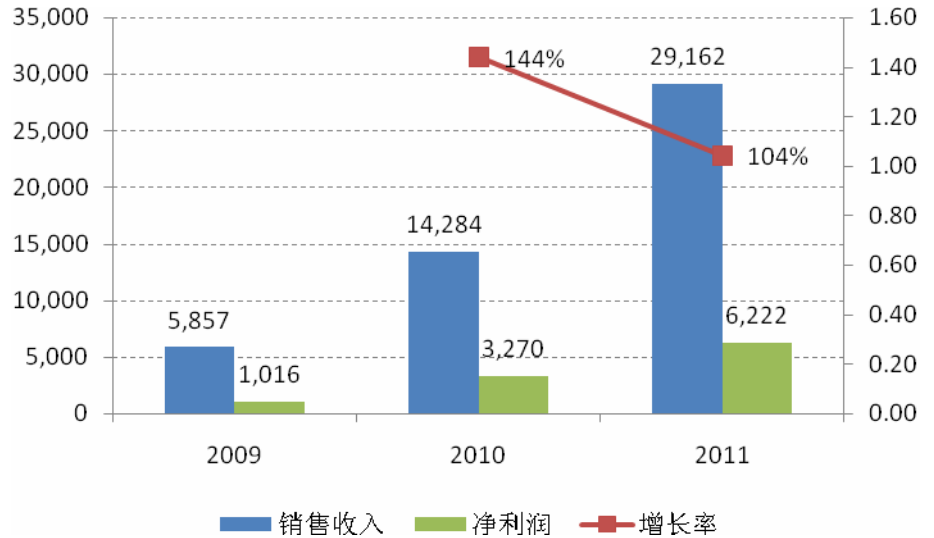
- 虽然国家药监局于 2001 年就颁布了《中药配方颗粒管理暂行规定》及《中药配方颗粒质量标准研究的技术要求》，但由于中药配方颗粒没有纳入医保，因此医院接受度较低，市场增长缓慢。
- 直到 2009 年北京市率先将中药配方颗粒纳入医保报销范畴，中药配方颗粒市场才逐步被市场所接受。同时，伴随着中药材价格的暴涨和中药饮片市场的高景气，中药配方颗粒行业出现爆发式增长行情。行业的高景气和寡头竞争格局为相关企业发展提供了良机。

公司收购康仁堂药业，踏上全新发展轨道

- 公司 2010 年收购了中药配方颗粒企业之一的康仁堂 42% 的股权，2011 年 7 月增资达到 63.75% 的控股权。此次，公司公告将通过现金支付和定向增发的方式购买康仁堂剩余股份，实现 100% 控股。
- 康仁堂 2011 年销售收入 2.92 亿元，同比增长 104%，其中中药配方颗粒实现收入 2.68 亿元，同比增长 154%。

- 公司中药配方颗粒产能受限，目前产能仅 100 吨/年，产能瓶颈严重，北京顺义中药配方颗粒自动化生产基地的新产能预计 2012 年中期达产，届时产能规模将达到 300 吨/年，产能瓶颈有望得到缓解。

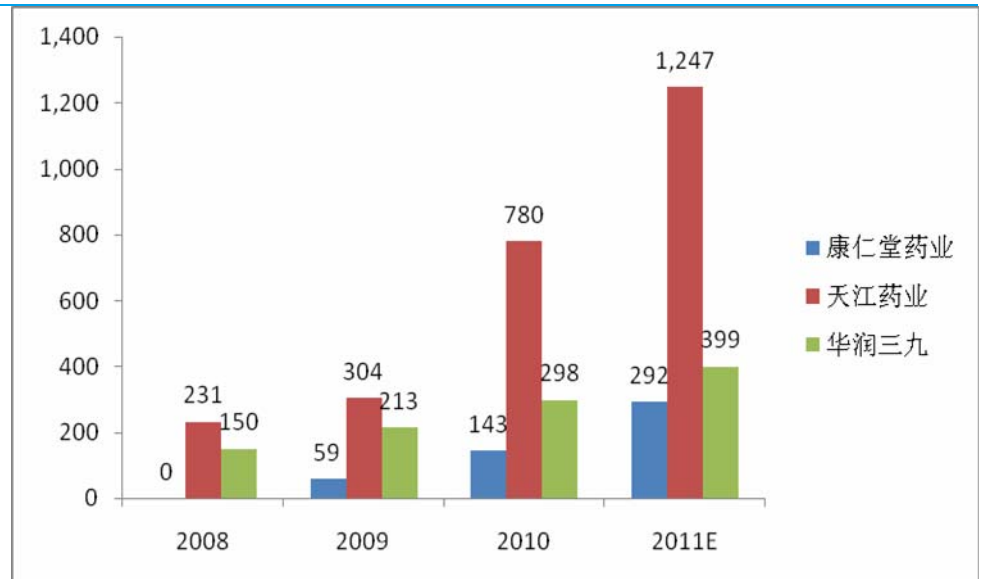
图表7: 康仁堂历年收入和利润统计 (万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 康仁堂目前销售规模排名第三，正迎头追赶行业龙头。2011 年，行业内前两家公司中药配方颗粒销售收入分别为：江阴天江药业销售收入约 11 亿元，深圳市三九现代中药收入约 4 亿元。今年康仁堂有望超越三九现代成为行业老二。

图表8: 中药配方颗粒销售收入 (百万元)



来源: 公司公告、天江药业收入包含一方制药。国金证券研究所

差异化营销稳步推进，销售团队快速扩张

- 康仁堂所产中药配方颗粒主要在北京、天津销售。北京占到 70% (2010 年占到 90%)，天津占到 15%，山东、福建、吉林也有部分销售，其中福建、吉林增长较快。

- 今年康仁堂将工作重点放在新增产能达产和市场开拓上。北京地区将通过学术会议拉动临床上量，山东、福建、吉林、内蒙、河北将成为市场开拓区域。
- 实施差异化营销策略，销售人员将大幅增加。康仁堂的销售模式为直销，去年销售人员有 200 多人，今年销售队伍将大幅扩张。公司通过自动化药房与医院建立紧密性合作。具体方式是在医院投放自动配药机，并配备 4 个员工负责处方的处理和机器维护。以此和竞争对手天江能够形成差异，医生不用改变配药习惯，配药机将自动完成饮片和配方颗粒的换算。目前，公司 80%-90% 的销售都是采用仪器投放的销售方式，主要集中在北京和天津，未来将在其他地区得到复制。

标准制定推进缓慢，寡头竞争格局短期难变

- 配方颗粒采取医院自行采购，价格缺乏政府监管。在医保覆盖方面，很多省份虽然没有明确规定，但遵循从饮片管理的政策。中药配方颗粒的价格是中药饮片的 1.3-1.5 倍，且目前没有政府定价，不通过集中采购，完全由医院谈判定价。医院在利益的驱使下，存在采用较贵的配方颗粒替代中药饮片的冲动。
- 行业标准制定进度缓慢，审批短期不会放开。从去年起配方颗粒的行业标准开始修订，国家委托药监委的中药处制定标准，但该机构目前只有 6 个人，目前只涉及 50 个品种，要完成全部 500 个品种将需要很长的时间。由于行业标准的制定完成意味着目前 6 家试点企业的寡头竞争格局将转变为完全竞争，因此 6 家企业参与行业制定行业标准的动力不足。由于缺乏行业标准，所以目前各省执行的是标准备案制。
- 总体来看，中药配方颗粒行业目前属于政府监管较少，行政壁垒较高的寡头竞争行业。在寡头竞争格局未被打破的情况下，公司中药配方颗粒持续高成长可期。

血必净注射液：渠道改革基本完成，今年恢复性增长

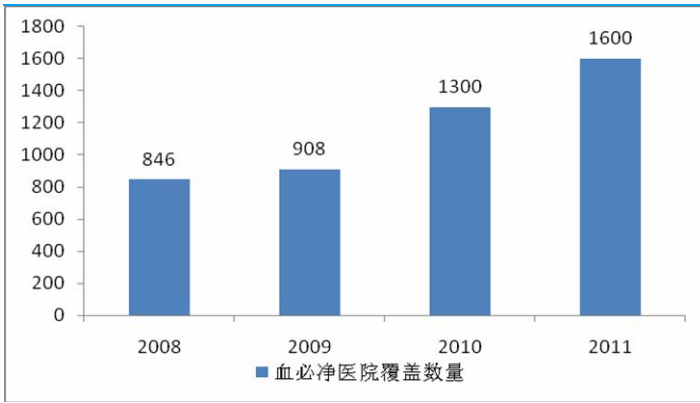
临床应用领域广泛，多科室推广潜力大

- 血必净注射液是公司独家生产的药物，目前国内尚无同类药物以及替代药物。由于血必净拥有多靶点治疗的优势，可以与各种西药抗生素相配合使用用于消炎治疗，因此应用范围广阔，市场开发潜力巨大。
- 红日药业于 2004 年 1 月取得 SFDA 颁发的血必净注射液药品注册批件和新药证书，享有独立知识产权，本项目于 2005 年 2 月获得发明专利证书，专利保护期 20 年。
- 除了对脓毒症有显著疗效以外，临床研究表明血必净对其他疾病所并发的炎症也有治疗作用。目前血必净在急诊，ICU，呼吸科，肿瘤科等科室推广进展较好。近期血必净在重症肺炎治疗领域有望在权威期刊上发表研究成果。

依托主流商业平台，提高医院覆盖数量

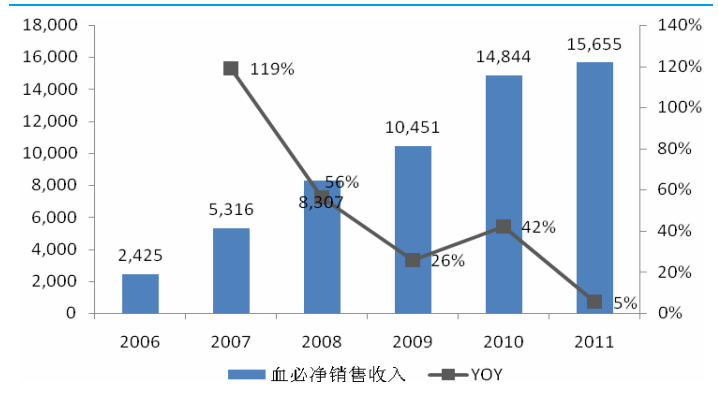
- 公司长期坚持学术营销，将继续加大医院覆盖数量。公司上市以后一直沿用原来分散的代理渠道，导致新覆盖医院数量增长缓慢。目前血必净进入 1600 家医院，去年增加 200 多家，公司目标是最终开发 2500-3000 家医院，目前仍有较大的市场空间值得开发。
- 公司去年着力进行营销渠道改革，导致血必净增速下滑明显，目前改革已经完成 70%，今年血必净将呈现恢复性增长。渠道整合的目的是把原有分散的小代理商向主流商业靠拢，与 23 个省主流商业公司建立良好的合作，实现产品流向跟踪。公司将年初 400 多家代理商缩减为 200 多家。

图表9: 历年血必净医院覆盖数量统计



来源: PDB、国金证券研究所

图表10: 血必净历年销售收入统计(万元)



- 主流商业企业指全省规模前三名的企业。主流商业实力较强，在以下几方面有助于血必净的推广：
 - 主流商业会帮助公司提高医院覆盖率，不会像小经销商一样只做自己熟悉的几家。
 - 主流商业能够实现终端跟踪，更好的管理客户，发现客户需求，考核销售人员绩效。
 - 主流商业拥有更有效的营销平台，有助于公司更有效的实施学术营销。
 - 主流商业可以直接开票到终端，规避药品流通环节改革的政策风险。
- 血必净已经进入了 22 个省的医保乙类目录，由于是独家品种，近年来血必净中标价格维护较好，预计之后也不会出现降价风险。

图表11: 血必净部分省份中标价格

通用名	剂型	规格	中标价	省份	日期
血必净注射液	注射液	10ml	44.84	贵州	2011-6-27
血必净注射液	注射液	10ml	43.47	广西	2011-2-17
血必净注射液	注射液	10ml	41.5	河北	2011-1-30
血必净注射液	注射液	10ml	42.25	辽宁	2010-9-6
血必净注射液	注射液	10ml	47.33	北京军区	2010-8-12
血必净注射液	注射液	10ml	48.8	江苏	2010-2-5
血必净注射液	注射液	10ml	44.84	浙江	2010-1-1
血必净注射液	注射液	10ml	41.35	河南	2009-8-11
血必净注射液	注射液	10ml	41.5	新疆	2009-5-31
血必净注射液	注射液	10ml	44.84	贵州	2009-1-1
血必净注射液	注射液	10ml	40.12	广东	2009-1-1
血必净注射液	注射剂	10ml	43	内蒙古	2008-1-1
血必净注射液	注射液	10ml	39	吉林	2008-1-1
血必净注射液	注射液	10ml	40.54	湖北	2008-1-1
血必净注射液	注射液	10ml	51	黑龙江	2008-1-1
血必净注射液	注射液	10ml	39	安徽	2008-1-1

来源: 各省招标平台、国金证券研究所

- 血必净去年单班产能 1500 万支，出现产能瓶颈，今年将通过延长生产时间，确保全年 2000 万支的产能。公司募投项目 2600 万支产能，计划于 2013 年 1 月申请国家 GMP 验证，按照《药品生产质量管理规范认证管理办法》规定，预计 2013 年 6 月底取得 GMP 证书，取得证书后，工程正式竣工并投入使用。
- 我们预计血必净今年将实现 30%左右的恢复性增长，随着公司医院覆盖数量的增加，和其他科室临床推广的稳步推进，血必进未来仍有望保持 20%左右的增长。

盐酸法舒地尔：医保限用影响增长，市场竞争加剧

- 法舒地尔是精神刺激和益智药，是目前世界上唯一的 Rho 激酶抑制剂，1995 年在日本上市，2006 年在中国上市。
- 法舒地尔具有广泛药理作用，具有扩张痉挛血管作用（包括脑血管、心脏微循环血管），对受损的神经元有修复功能，能有效地防止蛛网膜下腔出血后引起的脑血管痉挛、脑缺血（缺血性脑损伤）。此外，研究表明盐酸法舒地尔对心绞痛、心力衰竭、高血压、动脉粥样硬化等心脑血管疾病起治疗作用。

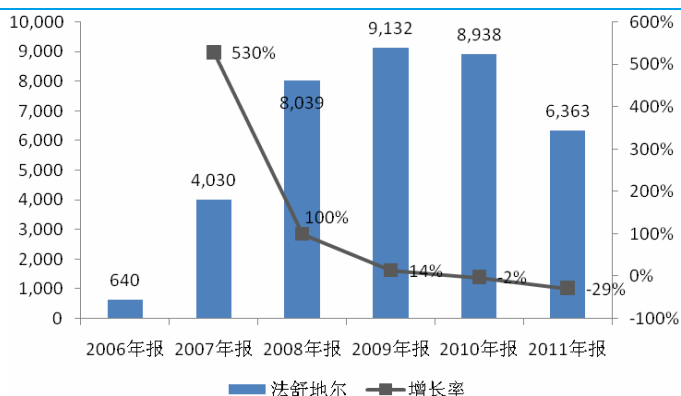
图表12：2006-2008 年我国医院市场脑血管化学药销售额及市场份额情况

排名	品种	2006年	2007年	2008年	类型
1	神经节苷脂	9.22%	10.89%	10.85%	精神刺激和益智药
2	依达拉奉	5.86%	8.91%	10.12%	精神刺激和益智药
3	尼莫地平	5.70%	6.06%	5.75%	钙通道拮抗剂
4	桂哌齐特	2.64%	4.41%	5.18%	钙通道拮抗剂
5	法舒地尔	0.85%	3.15%	4.92%	Rho激酶抑制剂
6	尼麦角林	5.37%	5.11%	4.31%	周围血管扩张药
7	奥拉西坦	2.94%	3.68%	4.20%	精神刺激和益智药
8	小牛血去蛋白提取物	5.08%	4.05%	4.16%	精神刺激和益智药
9	左旋多巴/苄丝肼	2.81%	2.98%	4.12%	多巴胺类药
10	长春西汀	3.86%	3.45%	3.66%	周围血管扩张药
	合计	44.33%	52.69%	57.27%	

来源：健康网、国金证券研究所

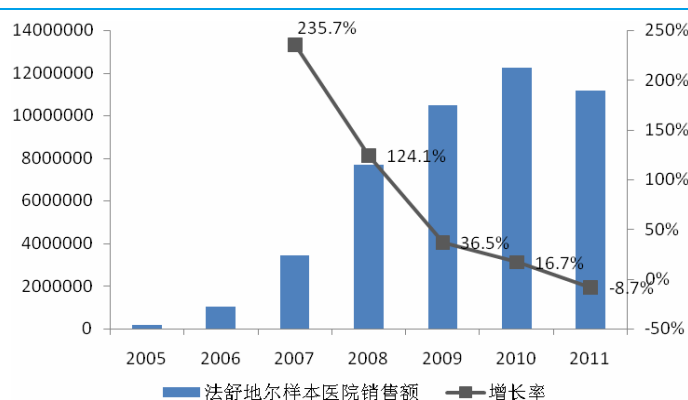
- 红日是 2004 年国内首仿上市盐酸法舒地尔的企业，上市以后实现了高速增长，具有四年的新药过渡期，已经于 2008 年结束。

图表13：公司法舒地尔销售收入（万元）



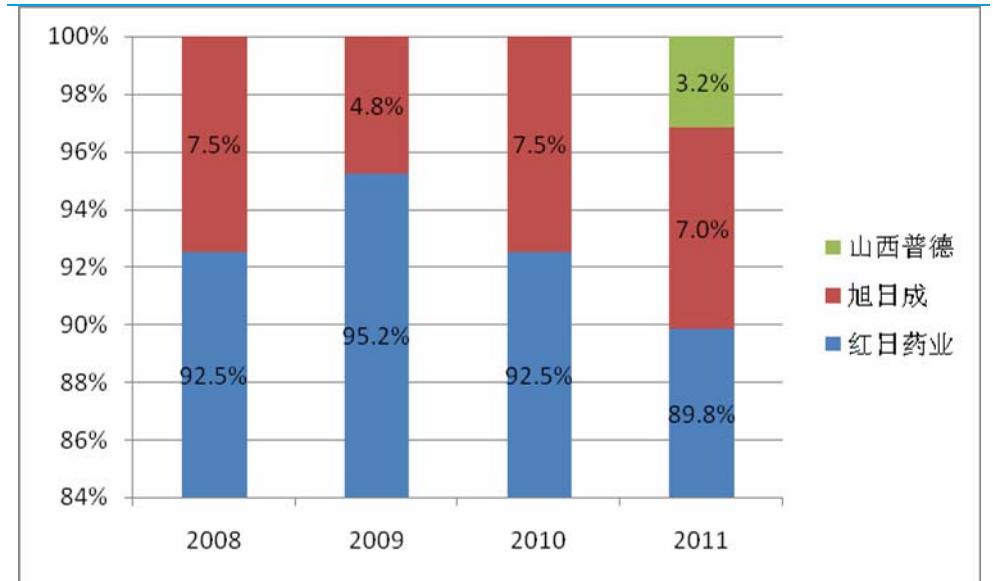
来源：PDB、国金证券研究所

图表14：法舒地尔 22 个城市样本医院销售额（元）



- 2011 年公司法舒地尔销售收入下滑 29%，主要由于产品竞争加剧、09 版医保目录中应用范围限制（限蛛网膜下腔出血后患者在三级医院使用）。虽然，现在有 9 个省份和地区医保（如上海、福建、海南等）取消了法舒地尔的应用范围限制，但全国性应用范围限制对于产品推广的负面影响仍然存在。
- 考虑到法舒地尔市场独占期已过，目前有 3 家企业获得批文，并且有数十家企业正在申请批文。公司的法舒地尔可能逐步失去目前的垄断地位，面对更大的竞争压力。

图表15: 法舒地尔样本医院市场份额



来源: PDB、国金证券研究所

低分子肝素钙: 价格不及竞品, 前景看平

- 低分子肝素主要用于整形手术后深层静脉血栓的预防(如膝、髋关节置换手术和腹部手术), 或者用于预防不稳定性心绞痛和非 Q 波型心肌梗死发生的缺血性并发症。
- 以低分子肝素为代表的肝素衍生物药物是肝素类药物的高端产品, 也是市场增长最快的一类药物, 销售总额占肝素类药物市场份额的 90% 以上。

图表16: 低分子量肝素与普通肝素制剂的对比

比较参数	低分子量肝素	标准肝素
作用机制	大多直接抑制 Xa 和 IIa 因子	IIa 的间接抑制剂
抗 Xa/IIa	> 1.5	≈ 1.0
中和	不被血浆蛋白中和	被血浆蛋白中和
生物利用度	高	低
半衰期	长	短
给药方式	皮下注射	静脉/皮下注射
自己给药	可行	不建议
出血危险性	小	大
安全水平	高	低
价格	高	低
副作用	较少出现血小板减少或骨质疏松	较多出现血小板减少或骨质疏松
医院监护	不需要	需要

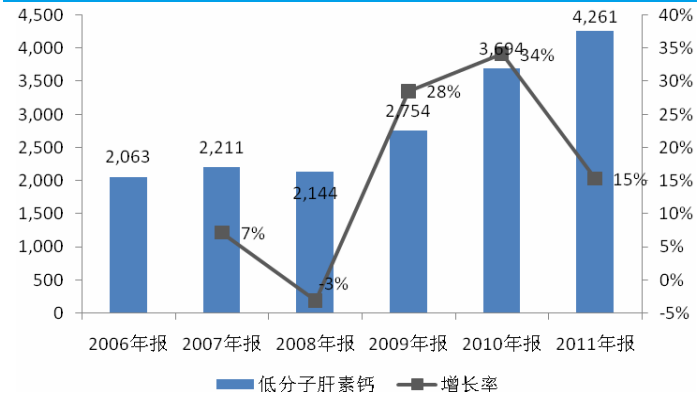
来源: 常山药业招股说明书、国金证券研究所

- 低分子量肝素制剂主要包括低分子量肝素钠注射液和低分子量肝素钙注射液。其中, 低分子量肝素钙注射液在使用后不会导致血压升高、皮下出血

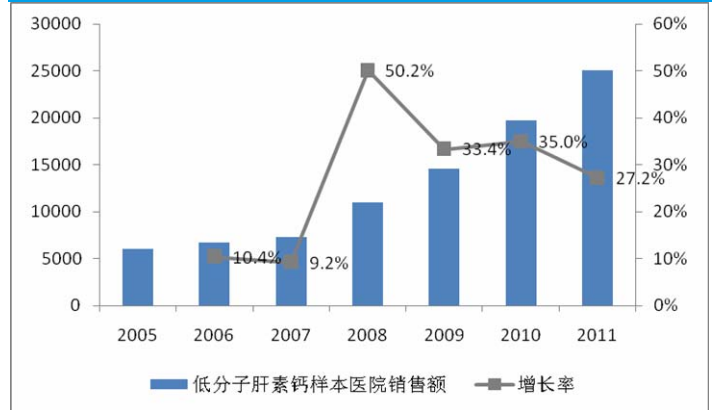
等不良反应，不减少细胞间毛细血管的钙胶质，对肾病、心脏病患者的刺激性更小，因此具备较强的竞争优势。

- 近年来我国的低分子量肝素类药物市场规模高速增长，样本医院近三年复合增速在 35%左右。

图表17: 公司低分子肝素钙销售收入 (万元)



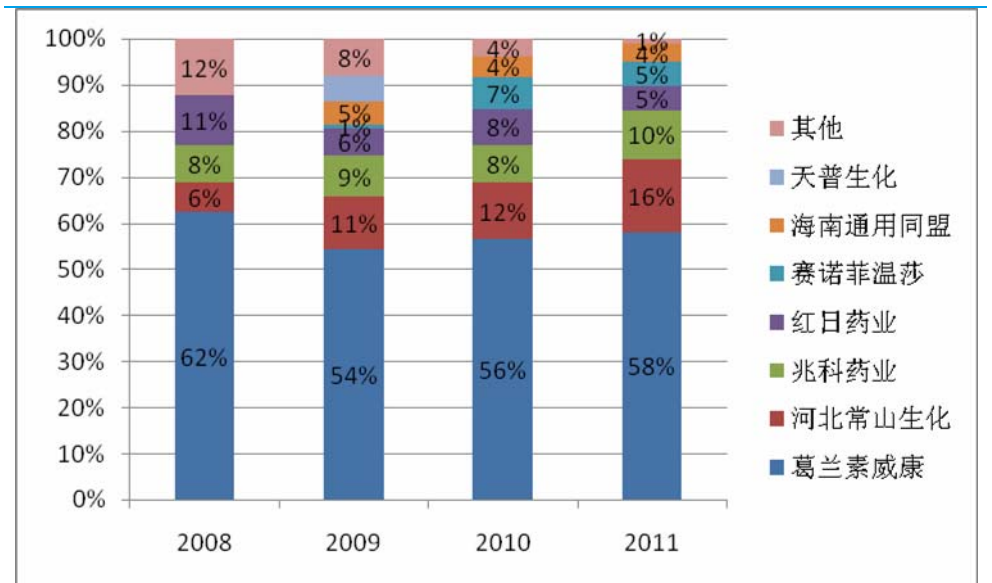
图表18: 低钙样本城市医院销售额统计 (万元)



来源: PDB、国金证券研究所

- 然而，公司的低分子肝素钙产品由于并非自产原料药，在质量标准上相较于葛兰素史克和常山药业的产品存在差异。葛兰素史克和常山药业产品为国家单独定价，价格是公司产品的两倍，因此市场推广方面优势明显。近年来，公司市场份额被常山药业逐步蚕食。

图表19: 低分子肝素钙样本医院市场份额



来源: PDB、国金证券研究所

- 常山药业提出了低分子肝素钙注射液的 YBH03832006 标准，成为国内唯一符合该标准的产品。红日药业的低分子肝素钙目前符合国家标准，但在中标价格上低于常山和葛兰素史克，预计公司低分子肝素钙销售将持平。

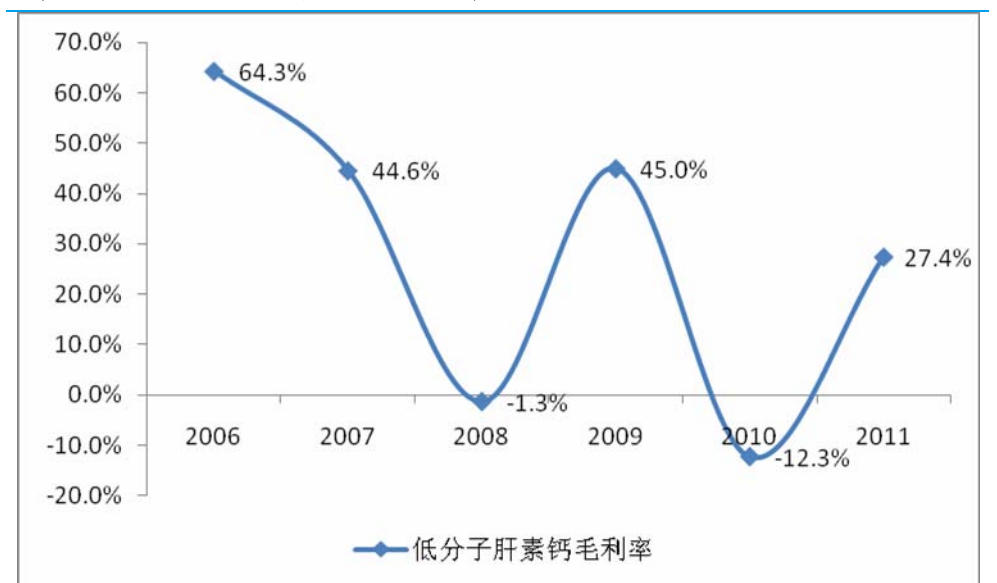
图表20: 各质量标准低分子肝素钙比较

项目	BH03832006标准(常山)	进口标准	国家标准(红日)	常山药业产品优势
抗Xa/抗IIa比值	2.5-4.0	2.5-4.0	≥1.5	抗栓活性增强
pH值	5.5-7.5	4.5-7.5	5.5-8.0	符合人体生理学特征
分子量小于8000的组分	不小于总量75%	不小于总量75%	不小于总量60%	有效成份含量多
4100单位: 0.4ml平均中标价	50元	57元	21元	高价药畅销

来源: 常山药业招股书、国金证券研究所

- 近年来, 由于上游肝素原料药价格出现暴涨, 导致该产品个别年份成本倒挂, 目前随着上游原料药厂家的相继扩产, 肝素原料药价格已经回归合理水平, 并有望长期保持, 预计公司低分子肝素钙产品的毛利率也将维持目前水平。

图表21: 公司低分子肝素钙制剂毛利率统计



来源: PDB、国金证券研究所

新药储备瞄准心血管市场

- 目前公司在申报产品包括氯吡格雷、沙格雷酯和脑心多肽, 预计今明两年将陆续获批, 为公司持续发展提供动力。
 - 氯吡格雷是目前抗血小板聚集的一线用药, 目前主要以赛诺菲和信立泰寡头竞争, 其中信立泰 2011 年氯吡格雷销售 7.3 亿元, 同比增长 40%, 是重磅炸弹级的药物;
 - 沙格雷酯用于慢性动脉闭塞, 原研药厂三菱田边 2011 年全球销售额 2 亿美元, 目前该产品在国内只有少量销售, 还没有国内仿制药企业成功仿制。
 - 脑心多泰是公司独家品种, 用于治疗高血压、冠心病、脑血管障碍等多种心脑血管疾病, 未来潜力巨大。

盈利预测

- 公司预告 2012 年一季度业绩预增 60%-90%。由于 2011 年 Q1 公司未受让 21.75%康仁堂股权，导致少数股东权益带来的同比口径不一致。
- 我们结合公司一季度盈利预测和康仁堂盈利增速假设对母公司盈利增速做了敏感性分析，预测母公司原有业务净利润增速将在 20%-40%之间。由于法舒地尔和低分子肝素钙产品增长有限，母公司的主要推动力来自于血必净的快速增长。

图表22: 红日药业母公司 Q1 净利润增速敏感性测算

		2012Q1净利润增速假设						
		60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
康仁堂净利润增速假设	60%	26.5%	33.5%	40.5%	47.6%	54.6%	61.6%	68.6%
	70%	20.3%	27.4%	34.4%	41.4%	48.4%	55.5%	62.5%
	80%	14.2%	21.2%	28.3%	35.3%	42.3%	49.3%	56.3%
	90%	8.1%	15.1%	22.1%	29.1%	36.2%	43.2%	50.2%
	100%	1.9%	9.0%	16.0%	23.0%	30.0%	37.0%	44.1%

来源：国金证券研究所

- 我们剔除公司康仁堂股权不一致的影响，合并报表 2012Q1 同口径下，净利润增速预计将在 35%-55%的范围之间，仍然保持了高速增长。

图表23: 合并报表 Q1 净利润增速同口径 (按康仁堂 42%股权) 换算

公司同口径净利润增速		2012Q1净利润增速假设						
		60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
康仁堂净利润增速假设	60%	36.1%	41.1%	46.1%	51.1%	56.1%	61.1%	66.1%
	70%	34.6%	39.6%	44.6%	49.6%	54.6%	59.6%	64.6%
	80%	33.2%	38.2%	43.2%	48.2%	53.2%	58.2%	63.2%
	90%	31.7%	36.7%	41.7%	46.7%	51.7%	56.7%	61.7%
	100%	30.2%	35.2%	40.2%	45.2%	50.2%	55.2%	60.2%

来源：国金证券研究所

- 盈利预测基于以下假设：
 - 未来三年，中药配方颗粒审批政策不放开，继续保持寡头竞争格局，医保报销政策不发生重大变化；
 - 血必净今年实现 40%左右的恢复性增长，未来增速保持 30%左右；
 - 低分子肝素钙原料药价格保持平稳，产品毛利水平保持平稳；
 - 法舒地尔由于市场竞争，销量逐年下滑，中标价格逐步下滑；
 - 不考虑康仁堂中药饮片业务可能剥离（该业务基本不贡献利润）；
 - 预计母公司 2012-2014 年收入 22%,18%,17%;净利润增速分别为 22%,16%,17%
 - 康仁堂药业 2012-2014 年收入增长分别为 60%,45%,40%;净利润增速分别为 55%，40%，38%。
- 由于目前康仁堂药业剩余 36.25%的股权收购完成时间无法确认，我们假设此次康仁堂股权收购全部通过公司发行股票完成，在此基础上对公司不同时间收购康仁堂股权，对业绩的影响进行了情景分析。

- 不考虑康仁堂药业剩余股权收购的收益和股权摊薄，预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.05 元、1.33 元、1.69 元，同比增长 30%、26%、27%。
- 假设康仁堂药业剩余股权收购于 2013 年初完成，并全部以增发股权方式完成，预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1.59 亿、2.46 亿、3.22 亿元，同比增长 30%、55%、31%；股权摊薄后 EPS 分别为 1.05 元、1.46 元、1.90 元，同比增长 30%、38%、31%。

图表24：康仁堂剩余股权完成收购时间对净利润的影响

		2011	2012	2013	2014	CAGR
母公司情况	销售收入	263.63	320.94	378.58	442.91	18.88%
	YOY	-4.56%	21.74%	17.96%	16.99%	
	净利润	95.38	116.20	135.01	157.56	18.21%
	YOY	1.63%	21.82%	16.19%	16.70%	
不考虑收购康仁堂剩余股权	净利润	122.16	158.90	200.13	254.71	27.75%
	YOY	19.74%	30.07%	25.95%	27.27%	
	EPS	0.809	1.05	1.33	1.69	27.74%
	YOY	19.74%	30.05%	25.95%	27.27%	
	总股本（百万股）	151.03	151.03	151.03	151.03	
假设2012年3季度末完成康仁堂剩余股权收购	净利润	122.16	170.09	249.79	321.85	38.11%
	YOY	19.74%	39.23%	46.86%	28.85%	
	EPS	0.809	1.01*	1.48	1.90	32.98%
	YOY	19.74%	24.26%	46.90%	28.85%	
	总股本（百万股）	151.03	169.2	169.2	169.2	
假设2013年初完成康仁堂剩余股权收购	净利润	122.16	158.92	246.41	321.86	38.12%
	YOY	19.74%	30.09%	55.05%	30.62%	
	EPS	0.809	1.05	1.46	1.90	32.98%
	YOY	19.74%	30.07%	38.40%	30.62%	
	总股本（百万股）	151.03	151.03	169.2	169.2	

注：*为基本每股收益，加权每股收益为 1.09 元，来源：国金证券研究所

图表25: 分产品拆分数据

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中药配方颗粒	收入				10,568	26,820	42,911	62,221	87,110
	YOY					154%	60%	45%	40%
	成本				3,876	8,050	13,732	21,155	30,489
	毛利率				63%	70%	68%	66%	65%
	毛利				6,692	18,770	29,180	41,066	56,622
血必净注射液	收入	2,425	5,316	8,307	10,451	14,844	15,655	21,917	28,492
	YOY		119%	56%	26%	42%	5%	40%	30%
	成本	409	1,050	1,500	1,877	3,093	3,078	3,945	5,129
	毛利率	83%	80%	82%	82%	79%	80%	82%	82%
	毛利	2,016	4,266	6,807	8,574	11,751	12,577	17,972	23,364
盐酸法舒地尔注射液	收入	640	4,030	8,039	9,132	8,938	6,363	5,408	4,597
	YOY		530%	100%	14%	-2%	-29%	-15%	-15%
	成本	134	376	565	753	701	803	811	1,149
	毛利率	79%	91%	93%	92%	92%	87%	85%	75%
	毛利	506	3,653	7,475	8,379	8,238	5,560	4,597	3,448
低分子量肝素钙注射液	收入	2,063	2,211	2,144	2,754	3,694	4,261	4,687	4,687
	YOY		7%	-3%	28%	34%	15%	10%	0%
	成本	736	1,226	2,172	1,515	4,147	3,094	3,516	3,516
	毛利率	64%	45%	-1%	45%	-12%	27%	25%	25%
	毛利	1,328	986	-28	1,239	-453	1,168	1,172	1,172
中药饮片	收入						2,341	2,810	3,372
	YOY							20%	20%
	成本						2,099	2,529	3,034
	毛利率						10%	10%	10%
	毛利						243	281	337
医疗器械	收入				295	653	849	1,019	1,223
	YOY						121%	30%	20%
	成本					194	297	510	611
	毛利率					34%	55%	40%	40%
	毛利					102	357	340	408
其他	收入	493	298	211	167	135	81	81	81
	YOY		-40%	-29%	-21%	-19%	-40%	0%	0%
	成本	424	246	180	577	129	101	101	101
	毛利率	14%	17%	15%	-246%	4%	-25%	-25%	-25%
	毛利	70	52	31	-410	6	-20	-20	-20

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 公司是一家依靠中药配方颗粒和独家品种血必净注射液双轮驱动的综合性的制药企业。
 - 中药配方颗粒成为公司最大看点。由于中药配方颗粒市场的行业准入壁垒形成寡头垄断，我们判断短期内国家不会放开审批，在寡头竞争格局未被打破的前提下，公司中药配方颗粒将保持 50%左右的年复合增速。
 - 血必净营销整合基本完成，有望恢复性高增长。公司去年渠道整合，加大与主流商业的业务合作，这将有利于血必净拓展市场和管理终端。该产品在肿瘤、ICU、呼吸科等仍有较大开发潜力。预计今年血必净将实现 40%左右的恢复性增长。
- 公司公告拟收购康仁堂 36.25%的剩余股权，预计将在今年年底或明年年初完成收购，由于康仁堂的中药配方颗粒已经逐步成为公司的盈利支柱。收购剩余股权将减少少数股东权益，增厚 12 年公司每股收益，业绩实现较快增长确定性强。
- 假设康仁堂药业剩余股权收购于 2013 年初完成，并全部以增发股权方式完成，预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1.59 亿、2.46 亿、3.22 亿元，同比增长 30%、55%、31%；股本摊薄后 EPS 分别为 1.05 元、1.46 元、1.90 元，同比增长 30%、38%、31%。

- 我们给予公司未来 6-12 个月 32.00-37.00 元目标价位，相当于 30~35 倍 12 年 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 中药配方颗粒市场准入制度放开
- 中药配方颗粒医保覆盖范围受限
- 血必净渠道整合效果不佳
- 中药材价格震荡影响公司毛利率

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	225	384	562	787	1,045	1,367	货币资金	867	770	543	700	909	1,100
增长率		70.6%	46.3%	40.0%	32.8%	30.8%	应收款项	12	83	184	198	262	343
主营业务成本	-47	-120	-175	-251	-347	-461	存货	21	99	96	138	190	252
%销售收入	21.0%	31.3%	31.2%	32.0%	33.2%	33.7%	其他流动资产	3	11	23	27	31	35
毛利	178	264	387	535	698	906	流动资产	903	962	846	1,062	1,392	1,731
%销售收入	79.0%	68.7%	68.8%	68.0%	66.8%	66.3%	%总资产	85.1%	75.2%	60.1%	61.6%	70.0%	70.5%
营业税金及附加	-3	-4	-7	-9	-13	-16	长期投资	3	12	11	11	11	11
%销售收入	1.5%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	109	192	365	498	424	547
营业费用	-49	-87	-132	-187	-252	-337	%总资产	10.3%	15.0%	25.9%	28.9%	21.4%	22.3%
%销售收入	22.0%	22.7%	23.4%	23.8%	24.2%	24.7%	无形资产	44	82	102	69	76	83
管理费用	-33	-51	-83	-109	-139	-177	非流动资产	159	318	562	661	595	725
%销售收入	14.5%	13.3%	14.8%	13.8%	13.3%	12.9%	%总资产	14.9%	24.8%	39.9%	38.4%	30.0%	29.5%
息税前利润 (EBIT)	92	121	165	230	293	376	资产总计	1,062	1,280	1,407	1,724	1,987	2,456
%销售收入	41.0%	31.6%	29.3%	29.2%	28.1%	27.5%	短期借款	3	0	33	145	10	104
财务费用	0	17	10	-8	-3	4	应付款项	92	148	218	208	283	374
%销售收入	-0.1%	-4.4%	-1.9%	1.0%	0.3%	-0.3%	其他流动负债	26	25	16	100	118	128
资产减值损失	0	-4	-6	-2	-1	-1	流动负债	120	173	268	452	411	607
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	72	72	72	73
投资收益	0	0	0	-1	-1	-1	其他长期负债	15	9	18	19	19	19
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	135	182	357	543	502	699
营业利润	92	134	169	220	289	378	普通股股东权益	927	1,009	968	1,067	1,370	1,640
营业利润率	41.0%	34.9%	30.0%	28.0%	27.7%	27.7%	少数股东权益	0	89	82	113	115	117
营业外收支	3	1	10	5	5	5	负债股东权益合计	1,062	1,280	1,407	1,724	1,987	2,456
税前利润	95	135	178	225	294	383	比率分析						
利润率	42.4%	35.2%	31.8%	28.6%	28.1%	28.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-15	-22	-28	-35	-46	-59	每股指标						
所得税率	15.2%	16.0%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	1.608	1.013	0.809	1.052	1.456	1.902
净利润	81	113	151	190	248	324	每股净资产	18.412	10.020	6.408	7.066	8.098	9.690
少数股东损益	0	11	29	31	2	2	每股经营现金净流	2.683	0.459	0.236	1.017	1.438	1.847
归属于母公司的净利润	81	102	122	159	246	322	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	0.500
净利率	36.0%	26.6%	21.7%	20.2%	23.6%	23.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.74%	10.11%	12.62%	14.89%	17.98%	19.63%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	7.63%	7.97%	8.68%	9.22%	12.40%	13.11%
净利润	81	113	151	190	248	324	投入资本收益率	8.41%	9.23%	11.98%	13.84%	15.74%	16.35%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	6	15	22	22	27	31	主营业务收入增长率	20.36%	70.55%	46.34%	40.03%	32.81%	30.82%
非经营收益	-1	-14	-1	6	5	4	EBIT增长率	16.99%	31.41%	35.77%	39.78%	27.51%	28.07%
营运资金变动	49	-68	-138	-64	-37	-47	净利润增长率	25.76%	26.01%	19.74%	30.09%	55.05%	30.62%
经营活动现金净流	135	46	35	154	243	313	总资产增长率	388.98%	20.54%	9.97%	22.48%	15.28%	23.58%
资本开支	-50	-113	-262	-114	45	-155	资产管理能力						
投资	-310	-208	76	0	0	0	应收账款周转天数	0.8	35.6	77.6	80.0	80.0	80.0
其他	12	8	4	-1	-1	-1	存货周转天数	161.1	181.3	202.8	200.0	200.0	200.0
投资活动现金净流	-348	-312	-183	-115	44	-156	应付账款周转天数	84.5	151.2	158.1	153.0	153.0	153.0
股权募资	726	0	4	16	141	32	固定资产周转天数	164.0	135.4	107.3	115.0	96.0	79.5
债权募资	-16	0	75	113	-135	95	偿债能力						
其他	-6	-29	-30	-10	-85	-93	净负债/股东权益	-93.26%	-70.14%	-41.72%	-40.93%	-55.65%	-52.51%
筹资活动现金净流	704	-29	49	118	-79	35	EBIT利息保障倍数	-380.9	-7.2	-15.8	30.3	106.2	-86.4
现金净流量	491	-296	-99	157	209	191	资产负债率	12.70%	14.23%	25.40%	31.52%	25.25%	28.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	9	15	18	34
买入	0	4	6	9	22
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.31	1.29	1.31	1.35

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B