



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

制药:化学成药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001  
(8621) 2032 8310  
jun.wang@bocigroup.com

\*寇嘉焯为本报告重要贡献者

## 红日药业股东大会纪要

今日我们参加红日药业(300026.SZ/人民币 28.38, 未有评级)股东大会, 与董事长姚小青、董秘苏丙军针对投资者感兴趣的问题作了交流, 纪要如下:

### 问答

1. 在产品结构方面, 母公司增长主要依靠血必净注射液, 另两大品种盐酸法舒地尔和肝素钙表现都不大理想, 产品较为单一。对于新产品以及血必净新适应症, 公司有怎样的规划?

产品单一与红日药业历史有关, 04年同时取得血必净和盐酸法舒地尔两个二类新药(血必净原创, 法舒地尔首仿)批文时, 公司的实力与财力都比较弱, 规模也很小, 因此未进行产品线的进一步拓展。随着公司发展壮大, 逐步增加了在研品种, 但研发需要周期, 创新药物周期一般需要8年左右的时间。

自公司2009年上市以来, 在研品种已达30个左右, 包括去年申报生产的脑心多泰胶囊、沙格雷酯和氯吡格雷。脑心多泰胶囊脑心同治, 产品功效类似步长的脑心通品种, 但考虑到中药产品的市场培育需要较长时间, 故短期内对公司利润影响不大; 沙格雷酯和氯吡格雷也都是大品种, 沙格雷酯主治糖尿病患者的微循环障碍, 市场较大且消费者较为成熟; 氯吡格雷公司预计抢占一些市场份额也没问题。此外公司有研发治疗脓毒症的小分子化合物, 目前研发进展顺利, 拟作为公司国际化运营的主要手段。作为国际难题, 脓毒症治疗目前缺乏行之有效的手段, 而公司在研的小分子化合物从动物试验来看效果不错。公司计划与血必净形成差异化定位, 血必净侧重预防和早期应用, 小分子化合物侧重重度治疗。

对于主打品种血必净注射液的推广, 目前还是依靠临床循证的治疗结果教育医师, 以带动产品增长。公司目前已做或在做的项目有: 在放疗过程中血必净干预下预防肺纤维化循证医学研究、大样本重症肺炎中脓毒症依靠血必净治疗的临床循证观察、在围手术期血必净治疗循证医学研究等。从中药临床应用范围测算, 中药注射剂仍然是大体量品种。与上海凯宝的痰热清注射液对比, 血必净还有很大的发展空间, 且血必净品质并不弱于其他品种。目前血必净的弱势是医院覆盖较少, 对比痰热清4,000多家的覆盖医院数量, 血必净只覆盖了1,400-1,500家。公司在推动与主流商业合作等营销改革措施来加强医院覆盖工作。

2. 从近期公司参与投资等事件看, 公司有些像往复星医药的模式方向发展, 这是基于怎么样的考虑?

国家关于医药行业的政策调控变化很快。公司认为医疗器械的政策空间和市场也许比药物还要更大一些, 类似轮椅这种常用器械有可能会纳入医保。因此公司在这方面做了一些尝试, 针对热点且有发展空间的器械产品及领域去做了一些尝试, 公司以股权投资基金的形式投资了几家公司。但公司做大做强的工作重心还是集中在本埠和康仁堂。

3. 针对近期的胶囊事件，如何控制药品质量，如何做好质量控制？公司做了怎样的规划措施？

此前曾有一波针对中药注射剂质量安全问题质疑的风潮，以至于所有中药注射剂在质量监控方面都要比化药、中药等其他医药品种超前一步。公司在两年时间内先后完成了中药指纹图谱、自动化控制和在线监控、质量控制中心做大做强（由十数人团队提升到50-60人）等工作。康仁堂检测负担很重，有时甚至需要本埠支持；公司对质量安全十分重视，如针对阜阳等药材集散地做了委托检验、抽样检验、供应商审查等大量工作。

4. 康仁堂近期开始大规模招人，覆盖湖北四川福建山东等多个地域，公司对市场是否有层级规划？配方颗粒在去年高速增长背景下还有多大潜力？竞争对手之一的新绿色据传进入广安门医院及望京医院，拟进入东直门医院，公司怎么看？

中药配方颗粒子行业竞争激烈是常态，但竞争再激烈也就是这六家参与者。康仁堂定位就是立足北京，控制天津，目前天津业务还在较好的增长。目前行业内公司都预计未来政策可能放开，将不限于只有这六家企业，因此都希望抢在国家放开中药配方颗粒市场的前面占领尽可能多的医院。新绿色在北京销售是正常现象，公司这方面策略也是在巩固北京、发展天津的基础上，向多个省市渗透。由于行业施行准入制，公司在抓紧办准入，哪个省审批的快就先销售。公司判断竞争的关键是如何加速发掘公司自身的潜在客户。

5. 血必净在已覆盖区域的年增速在多少？

估计20-30%。

6. 在中药材成本压力的情况下，公司将如何应对？

公司会持续挖掘和提升药材提取效率，如研究和施行夹层罐技术等，争取在生产环节消化上游涨价。

7. 中药颗粒进院仪器与颗粒销售联动，有排他性。年报披露东直门医院颗粒带动了饮片销售，如何解释？是否是个案？

过去中医师有段时间是比较没落的，那时中医师逐渐变成只具备开中成药处方的作用的医生。后来情况逐渐变化，现在号脉等个性化服务逐渐增加，中医师定位实现复归。中医药品种远多于配方颗粒的500多种，上述现象实际是中医繁荣的体现。

8. 中药配方颗粒行业目前是怎样的竞争格局？

外省销售额最大的是天江和三九，两者进入市场很早，已运作多年。康仁堂是后来者，但技术上更先进，解决了“先下和后下”、“单煎和共煎”等难题；目前免煎颗粒的学术推广仅康仁堂一家。康仁堂原来就是以研发团队为主，红日是产业团队，优势互补。

9. 去年年报康仁堂公布 20%左右的净利率，现在看有无可能下滑？

目前国家尚不管制颗粒价格，还是市场询价定价，因此净利率问题不大。如果有一天要是施行政府定价则不好说；不过公司认为相当长的时间内还是会保持市场询价状态。

10. 自动发药机与其他厂家是否有区别？听说原来三九也有开发药机的打算，后来没有成功，是何原因？在南方省份推广中药配方颗粒是否受天气等因素影响？

三九研发未成功与其合作的研发机构的实力有关。中药配方颗粒剂怕潮，南方企业多用袋装，在技术上关键是机器储罐的密闭程度，以及微坏境中除湿机的功用。公司目前在福建销售量较大，目前来看影响不大。

11. 血必净营销改革的背景以及现状？

公司上市时销售战略有两个，可称为“双引擎”：一是学术教育，医生原本不大熟悉脓毒症及其治疗，因此公司在血必净注射液研发者王先生的系统学术体系基础上做了大量学术推广工作；二是代理制，代理制帮助公司迅速占领市场。随着公司进一步的做大，代理制限制公司发展，如单个代理商一般只覆盖 3-5 家医院，对区域代理格局的形成构成阻力。针对代理制弊端，公司逐渐推行为以医院为单位的代理改革，但施行一段时间后大量医院存在空白，同时公司自营团队较弱，因此逐渐从“点的操作”改变为“面的操作”，引入了有优势的大型配送商。因此目前改革首要的是引入在地方上有优势的大型商业企业（如国药天津、国药山东等），利用渠道商的优势，加快推广。

12. 血必净在单位医院销量情况怎样？

血必净医院销售两极分化，“大医院太多，小医院太少”。公司覆盖了 500 家以上的三甲医院，其中大的三甲医院血必净销量有 3 万支，而在学术推广覆盖不到的小医院只有几百支的销量。

13. 公司如何看 7 月即将出台的流通渠道改革对代理制的影响？小的代理商是否反对？

公司早就在准备。这是行业性的政策变革，全行业都在面对，谁做的早谁就更有优势。小的代理商并不会反对政策，只能跟随政府步伐继续前进；只能依靠和公司深度合作，如成为公司的办事处等。

14. 中药饮片的市场约为 700 亿左右，其中大部分流向药厂做中成药原料，流向医院的量有多少？

中药饮片流向医院的销售额应该不少于 100-200 亿，而中药配方颗粒的六家企业合计销售额在 20 亿左右，市场还很小。未来公司认为可以抢到饮片的一半市场。

15. 1 季度血必净发货量同比怎样？

销量很好，详细的可以看下周发布的季报。

16. 中药配方颗粒在日本、台湾及东南亚应用较广，但管制及使用上与内陆存在差异，公司能否介绍一下，他们的制造工艺与内陆企业是否有差别？

董事长曾专门在台湾考察中药配方颗粒行业，台湾很少有人吃饮片，颗粒应用十分普遍。台湾中药配方颗粒行业管制很松，甚至可以多味一起制成“六味地黄丸”。新加坡的颗粒主要源自台湾和广西的合资企业，管理也很松，施行类药品管理。公司判断中药配方颗粒既解决治病问题，又质量可控，优势十分明显，预期未来吃颗粒的人越来越多。东南亚中药配方颗粒的制造工艺实际上不如公司。

我们认为，随着营销改革的逐步到位，受益于补库存与医院终端开发能力的加强，母公司主打品种血必净注射液 2012 年销量有望超过 1,600 万支，以 25%-30% 的增速增长；受益于中药配方颗粒行业性高速增长，以及考虑到公司不断加大对内蒙、吉林、山东、福建等非京津省区的推广投入，我们认为公司下属控股子公司北京康仁堂的中药配方颗粒业务仍将以 35%-45% 的增速高速增长；同时公司对康仁堂剩余股权收购工作的完成，将对业绩产生增厚效应。

我们看好血必净注射剂营销改革对其业绩的拉动效应、康仁堂中药配方颗粒业务的高成长性以及收购康仁堂剩余股权对公司业绩的增厚效应，建议投资者予以积极关注。

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	384	562	707	892	1115
变动(%)	70.55	46.34	25.82	26.22	24.94
归属母公司的股东净利润(百万元)	102	122	175	226	295
变动(%)	26.01	19.74	43.13	29.04	30.82
每股收益(元)	1.01	0.81	1.14	1.46	1.86
市盈率(倍)	44.34	30.91	24.98	19.44	15.24
每股经营现金流(元)	0.46	0.24	1.37	1.49	2.25

资料来源：公司数据及万得资讯

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371