

## 红日药业 ( 300026 ) 中报点评: 注射液和中药配方颗粒双核驱动增长

行业分类: 医药

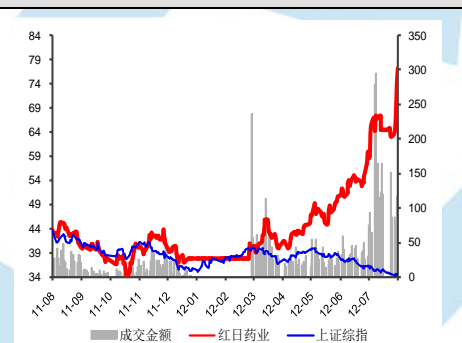
2012 年 08 月 03 日

|                   |       |
|-------------------|-------|
| 公司投资评级            | 买入    |
| 6-12 个月目标价        | 36.40 |
| 当前股价 ( 12.08.03 ) | 34.00 |

### 基础数据

|                |         |
|----------------|---------|
| 上证指数           | 2132.80 |
| 总股本 ( 亿 )      | 2.27    |
| 流通 A 股 ( 亿 )   | 0.82    |
| 流通 B 股 ( 亿 )   | 0       |
| 流通 A 股市值 ( 亿 ) | 27.75   |
| 每股净资产 ( 元 )    | 4.64    |
| ROE ( 2012Q2 ) | 10.58%  |
| 资产负债率          | 26.89%  |
| 动态市盈率          | 37.36   |
| 市净率            | 7.33    |

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



### 2012 年中期业绩快报:

- 报告期内公司实现营业收入 46,205.06 万元, 同比增长 106.39%; 利润总额 15,519.12 万元, 同比增长 111.28%; 归属于上市公司股东的净利润 10,774.74 万元, 同比增长 149.77%。
- 中药配方颗粒业务继续保持高速增长。中药配方颗粒业务中期实现营业收入 198,67.93 万元, 同比增长 83.91%; 毛利率为 74.48%, 同比上升了 6.67 个百分点。中药配方颗粒行业政策管制较严格, 现有的经营者仅有 5 家, 行业近年来的平均增速在 30% 以上。康仁堂之所以取得了如此快的增长速度, 还和销售终端的扩大有关。康仁堂现在适用的所得税税率为 25%, 其高新技术企业认证正在办理之中, 认证办理完毕之后, 公司将实行 15% 的所得税税率, 对红日药业的业绩贡献会进一步提高。
- 血必净和盐酸法舒地尔注射液业绩增速反弹明显。血必净注射液中期实现销售收入 155,49.29 万元, 同比增长 207.64%; 毛利率为 85.69%, 同比上升了 4.48 个百分点。盐酸法舒地尔注射液实现销售收入 6,351.23 万元, 同比增长 95.67%; 毛利率为 90.06%, 变化不大。由于抗生素替代效应, 注射剂行业在今年整体上实现了规模上的大幅增长, 公司销售投入的增加, 也促成了良好业绩的实现。中药注射液血必净的毛利率的小幅提高, 主要是受益于相关中药原材料价格的同比下降。注射剂审批难度的增大, 也让拥有注射剂业务的公司继续受益。我们看好公司的中药注射液血必净继续保持高速增长。
- 低分子量肝素钙注射液业绩增速提速。报告期内, 公司的低分子量肝素钙注射液实现销售收入 2,759.34 万元, 同比增长 39.30%; 毛利率为 42.23%, 同比上升了 16.37 个百分点。毛利率的大幅上升主要是由于产品原料肝素钠的价格同比降低所致。
- 在研项目顺利进行。公司的在研项目包括合作的抗丙肝新药开发及合作的治疗脓毒症 I 类新药的开发, 目前项目都在进行中, 研发成果的取得尚需要一定的时间。
- 风险因素: 政策风险; 新产品开发风险; 限售股解禁的风险。
- 我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.91 元、1.12 元、1.39 元, 对应的动态市盈率分别为 37.36 倍、30.36 倍和 24.46 倍, 考虑到公司处于快速成长期, 我们给予公司 40 倍的 PE, 目标价 36.40 元, 买入评级。

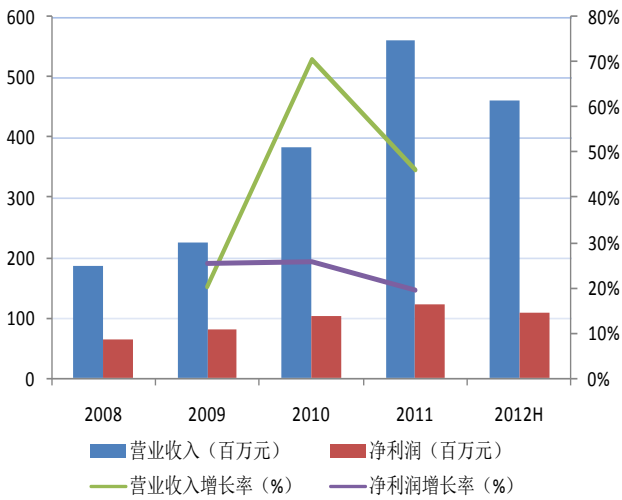
 联系人: 沈文文 联系人电话: 0755-83688575  
 联系人邮箱: leechun6@gmail.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

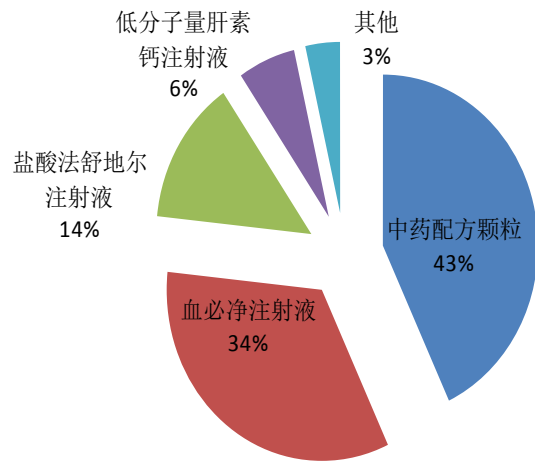
请务必阅读正文后的免责条款部分

 联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 0755-83692635  
 传真: 0755-83688539

图表 1: 公司的营业收入和净利润增长状况



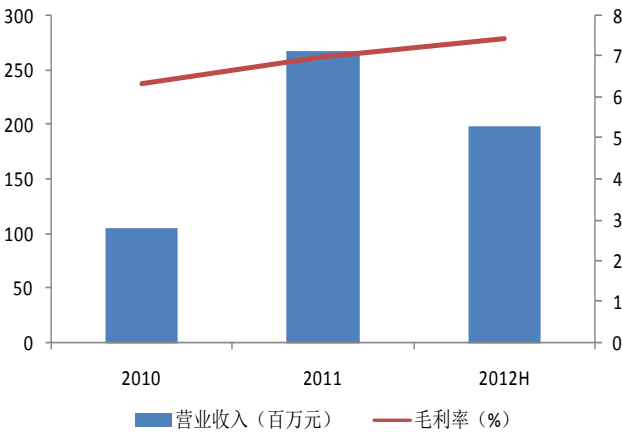
图表 2: 公司上半年的营业收入结构



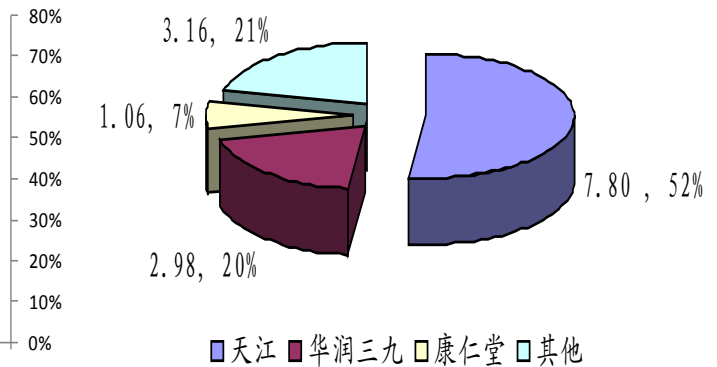
资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 3: 中药配方颗粒的营业收入状况



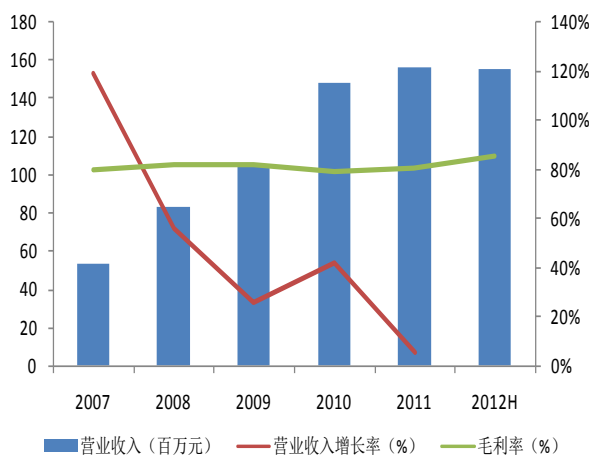
图表 4: 中药配方颗粒的市场构成 (2010)



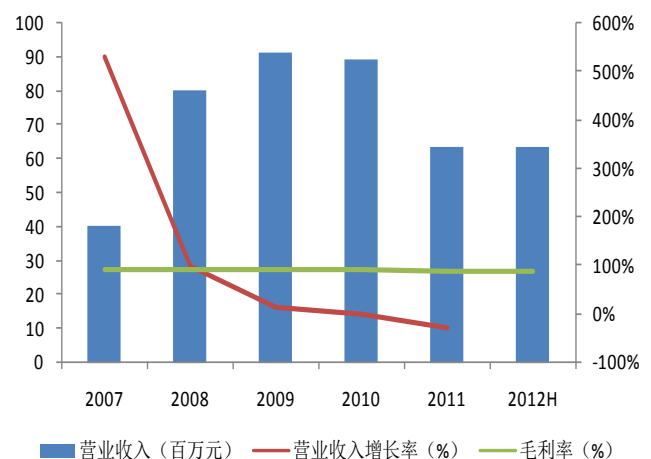
资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

图表 5: 血必净注射液的营业收入状况

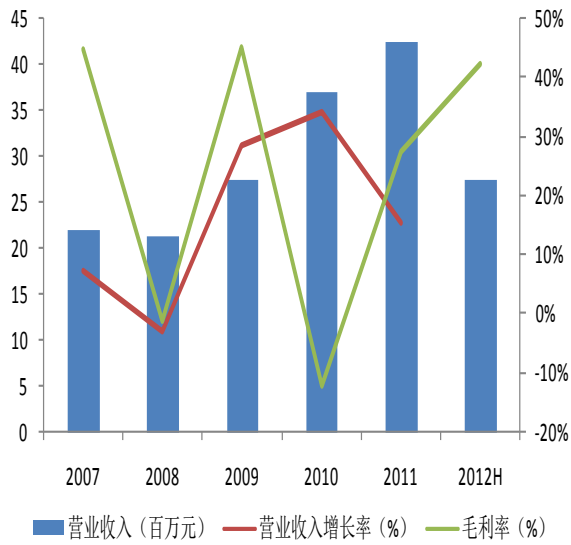


图表 6: 盐酸法舒地尔注射液的营业收入状况

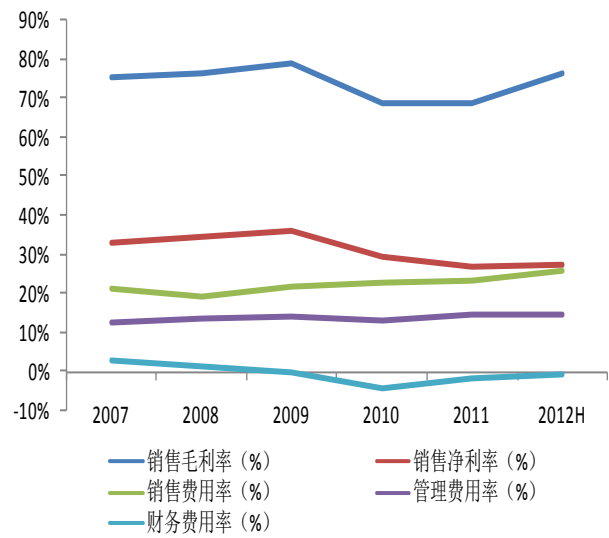


资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

**图表 7: 低分子量肝素钙注射液的营业收入状况**


资料来源: wind、中航证券金融研究所

**图表 8: 公司的各项财务比率**


资料来源: wind、中航证券金融研究所



**图表 9: 公司分产品营业收入及主要财务预测**

|                   | 09A     | 10A    | 11A    | 12E    | 13E    | 14E    |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>中药配方颗粒</b>     |         |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)         |         | 105.68 | 268.20 | 388.89 | 525.00 | 682.50 |
| 增加额(百万元)          |         | 105.68 | 162.52 | 120.69 | 136.11 | 157.50 |
| 增长幅度(%)           |         |        | 153.79 | 45.00  | 35.00  | 30.00  |
| 毛利率(%)            |         | 63.32  | 69.99  | 70.00  | 69.00  | 68.00  |
| <b>血必净注射液</b>     |         |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)         | 104.51  | 148.44 | 156.55 | 328.76 | 410.95 | 513.69 |
| 增加额(百万元)          | 21.44   | 43.93  | 8.11   | 172.21 | 82.19  | 102.74 |
| 增长幅度(%)           | 25.81   | 42.03  | 5.46   | 110.00 | 25.00  | 25.00  |
| 毛利率(%)            | 82.03   | 79.16  | 80.34  | 85.00  | 84.00  | 83.00  |
| <b>盐酸法舒地尔注射液</b>  |         |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)         | 91.32   | 89.38  | 63.63  | 95.45  | 100.22 | 105.23 |
| 增加额(百万元)          | 10.93   | -1.94  | -25.75 | 31.82  | 4.77   | 5.01   |
| 增长幅度(%)           | 13.60   | -2.12  | -28.81 | 50.00  | 5.00   | 5.00   |
| 毛利率(%)            | 91.75   | 92.16  | 87.38  | 87.00  | 85.00  | 85.00  |
| <b>低分子量肝素钙注射液</b> |         |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)         | 27.54   | 36.94  | 42.61  | 51.13  | 58.80  | 67.62  |
| 增加额(百万元)          | 6.10    | 9.40   | 5.67   | 8.52   | 7.67   | 8.82   |
| 增长幅度(%)           | 28.45   | 34.13  | 15.35  | 20.00  | 15.00  | 15.00  |
| 毛利率(%)            | 44.99   | -12.25 | 27.40  | 40.00  | 35.00  | 35.00  |
| <b>其他</b>         |         |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)         | 1.67    | 3.15   | 30.75  | 35.36  | 38.90  | 42.79  |
| 增加额(百万元)          | -0.44   | 1.48   | 27.60  | 4.61   | 3.54   | 3.89   |
| 增长幅度(%)           | -20.85  | 88.62  | 876.19 | 15.00  | 10.00  | 10.00  |
| 毛利率(%)            | -245.68 | 25.12  | 18.83  | 18.00  | 25.00  | 25.00  |
| <b>其他假设</b>       |         |        |        |        |        |        |
| 营业费用/营业收入(%)      | 21.96   | 22.72  | 23.44  | 25.00  | 25.00  | 25.00  |
| 管理费用/营业收入(%)      | 14.51   | 13.34  | 14.85  | 15.00  | 15.00  | 15.00  |
| 税率(%)             | 15.21   | 16.00  | 15.43  | 15.43  | 15.43  | 15.43  |

资料来源: wind、中航证券金融研究所

**图表 10: 盈利预测表**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度            | 2011        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| <b>流动资产</b>    | 846  | 1499  | 1873  | 2258  | <b>营业收入</b>     | 562         | 900          | 1134         | 1412         |
| 现金             | 543  | 1181  | 1358  | 1745  | 营业成本            | 175         | 238          | 311          | 398          |
| 应收账款           | 164  | 110   | 272   | 188   | 营业税金及附加         | 7           | 11           | 14           | 17           |
| 其他应收款          | 11   | 17    | 18    | 25    | 营业费用            | 132         | 225          | 283          | 353          |
| 预付账款           | 6    | 8     | 10    | 13    | 管理费用            | 83          | 135          | 170          | 212          |
| 存货             | 96   | 149   | 177   | 241   | 财务费用            | -10         | -13          | -17          | -29          |
| 其他流动资产         | 26   | 33    | 39    | 46    | 资产减值损失          | 6           | 5            | 5            | 5            |
| <b>非流动资产</b>   | 562  | 501   | 487   | 463   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 11   | 15    | 15    | 15    | 投资净收益           | -0          | -0           | -0           | -0           |
| 固定资产           | 165  | 266   | 309   | 318   | <b>营业利润</b>     | 169         | 298          | 367          | 456          |
| 无形资产           | 61   | 59    | 56    | 54    | 营业外收入           | 10          | 5            | 5            | 5            |
| 其他非流动资产        | 324  | 161   | 106   | 76    | 营业外支出           | 0           | 3            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 1407 | 2000  | 2360  | 2721  | <b>利润总额</b>     | 178         | 300          | 372          | 461          |
| <b>流动负债</b>    | 268  | 560   | 604   | 575   | 所得税             | 28          | 46           | 57           | 71           |
| 短期借款           | 23   | 218   | 271   | 122   | <b>净利润</b>      | 151         | 254          | 314          | 390          |
| 应付账款           | 61   | 142   | 124   | 216   | 少数股东损益          | 29          | 48           | 60           | 74           |
| 其他流动负债         | 184  | 199   | 209   | 237   | <b>归属母公司净利润</b> | 122         | 206          | 254          | 316          |
| <b>非流动负债</b>   | 90   | 87    | 88    | 88    | EBITDA          | 175         | 302          | 373          | 453          |
| 长期借款           | 72   | 72    | 72    | 72    | EPS (元)         | 0.81        | 0.91         | 1.12         | 1.39         |
| 其他非流动负债        | 18   | 15    | 16    | 16    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 357  | 647   | 692   | 663   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 82   | 131   | 190   | 265   | <b>会计年度</b>     | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 股本             | 151  | 227   | 227   | 227   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 471  | 471   | 471   | 471   | 营业收入            | 46.3%       | 60.2%        | 26.0%        | 24.5%        |
| 留存收益           | 346  | 526   | 780   | 1096  | 营业利润            | 26.1%       | 76.7%        | 22.9%        | 24.5%        |
| 归属母公司股东权益      | 968  | 1223  | 1478  | 1793  | 归属于母公司净利润       | 19.74%      | 68.2%        | 23.8%        | 24.2%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1407 | 2000  | 2360  | 2721  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 68.81%      | 73.52%       | 72.58%       | 71.84%       |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 21.7%       | 22.8%        | 22.4%        | 22.4%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 12.6%       | 16.8%        | 17.2%        | 17.6%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 25.6%       | 53.7%        | 46.6%        | 74.1%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 25.4%       | 32.3%        | 29.3%        | 24.4%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 29.37%      | 46.42%       | 49.58%       | 29.25%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 3.16        | 2.68         | 3.10         | 3.93         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 2.80        | 2.41         | 2.81         | 3.51         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.42        | 0.53         | 0.52         | 0.56         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 4           | 6            | 6            | 6            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 2.31        | 2.34         | 2.33         | 2.34         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.54        | 0.91         | 1.12         | 1.39         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.16        | 1.85         | 0.56         | 2.25         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.27        | 5.40         | 6.52         | 7.92         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 63.04       | 37.47        | 30.28        | 24.38        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 7.96        | 6.30         | 5.21         | 4.29         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 10.14       | 11.22        | 9.80         | 9.18         |

资料来源: 中航证券金融研究所, 天软估值

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511040001, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。