



买入 **27% ↑**
目标价格: 人民币 41.00
原目标价格: 人民币 32.70

300026.CH

股价: 人民币 32.35

目标价格基础: 26倍 2013年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 3季度单季度血必净销售量近600万支, 全年销售量同比增长有望超50%。
- 康仁堂中药配方颗粒业务内生增长与外埠扩张并行, 全年增速有望超70%。

主要催化剂/事件

- 定增顺利完成。
- 4季度业绩超预期。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	94	1	14	99
相对新华富时A50指数	95	(3)	16	109

发行股数(百万)	227
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	2,726
3个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
天津大通投资集团有限公司	36.13

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年10月25日收市价为标准

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: 中药

焦阳

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

* 寇嘉焯为本报告重要贡献者

红日药业

业绩持续亮丽

2012年1-9月公司实现营收7.99亿元, 同比增长111.25%, 净利润1.76亿元, 同比增长118.24%, 实现每股收益0.78元, 符合我们预期。其中3季度单季度营收同比增长118.31%, 净利润同比增长81.95%。报告期内母公司与子公司康仁堂业绩均有上佳表现。我们上调公司2012-2014年盈利预测至1.038元、1.552元、2.036元, 并上调公司目标价至41.00元, 相当于26倍2013年市盈率, 维持公司的买入评级。

支撑评级的要点

- **血必净持续高增长:** 我们预计母公司核心品种血必净注射液3季度单季度销量近600万支, 全年销售量同比增速有望超50%。
- **康仁堂中药配方颗粒业务持续高增长:** 在已覆盖医院深度开发与外埠扩张的双轮驱动下, 我们预计报告期内康仁堂中药配方颗粒业务增速达70%, 2013年高增速也将持续。
- **定增购买康仁堂剩余股权进展顺利:** 公司定增进展顺利, 收购的康仁堂剩余股权有望在今年12月并表。

评级面临的主要风险

- 中药配方颗粒可能面临行业性政策调整。
- 大股东减持。

估值

- 我们上调公司2012-2014年盈利预测至1.038元、1.552元、2.036元, 将公司目标价由32.70元上调至41.00元, 相当于26倍2013年市盈率, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	384	562	1,123	1,809	2,280
变动(%)	71	46	100	61	26
净利润(人民币 百万)	102	122	235	352	461
全面摊薄每股收益(人民币)	0.449	0.538	1.038	1.552	2.036
变动(%)	26	20	93	50	31
先前预测每股收益(人民币)			0.934	1.252	1.662
调整幅度(%)			11	24	23
全面摊薄市盈率(倍)	72.00	60.11	31.17	20.84	15.89
每股现金流量(人民币)	0.459	0.236	0.779	1.183	2.006
价格/每股现金流量(倍)	70.4	137.1	41.5	27.3	16.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.0	40.6	22.3	15.1	11.2
每股股息(人民币)	0.300	0.240	0.311	0.466	0.611
股息率(%)	0.9	0.7	1.0	1.4	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1-9 月收入增长 111.25%，净利润同比上升 118.24%

2012 年 1-9 月公司实现营收 7.99 亿元，同比增长 111.25%，净利润 1.76 亿元，同比增长 118.24%，实现每股收益 0.78 元，符合我们预期。其中 3 季度单季度营收同比增长 118.31%，净利润同比增长 81.95%，扣非后约增长 100%，与此前我们的预期相一致。

公司营收大幅增长源自母公司营销模式改革与公司主业的增长。我们估计，剔除母公司营销模式改革对于公司销售收入的影响后，公司营收同比增速约为 90%，同期公司营业成本仅增长 40.47%，表明公司业务受高毛利率产品拉动显著。公司报告期毛利率约为 77.24%，高于去年同期水平约 10 个百分点；剔除母公司营销模式改革的影响，其毛利率水平高于去年同期约 8 个百分点。

受母公司营销模式改革营销，报告期公司销售费用率（33.80%）远高于去年同期水平（19.16%）；剔除该因素影响后，我们预计两者水平相近。报告期公司管理费用率为 11.70%，低于去年同期水平（14.64%）约 3 个百分点，一方面与公司的营销模式改革有关，也体现了公司良好的费用控制的能力。我们预计 4 季度相关费用率有可能小幅上浮，但仍有望低于去年同期水平。

血必净增速坚挺

我们预计 3 季度单季度血必净注射液销售量约近 600 万支，1-9 月血必净销售总量约 1,400-1,500 万支，超过去年全年销售总量约 1,300 万支的水平。由于冬春两季为脓毒症高发季节，我们认为 4 季度血必净销售量至少与 3 季度持平，在此情况下，血必净注射液今年全年销售量同比增长将有望逾 50%。

我们测算约有 40-50%的血必净注射液销量通过主流商业渠道来实现公司与医院的衔接，我们预计 4 季度这一比例将有望继续上升。至今年年底，血必净注射液主流商业渠道销量占比可能超过 50%。

中药配方颗粒业务高增长确认

我们预计，1-9 月康仁堂中药配方颗粒业务同比增长约 70%，符合我们此前的预期。与终端存在季节性消费需求的血必净注射液不同，中药配方颗粒全年销量相对均匀。我们估计北京、天津、京津外阜地区该业务同比增速约为 50%、30%、120%，预计该增速将持续到年底。我们估计，至 2012 年底，北京、天津、京津外阜地区三地销售额占比有望自 2011 年的 70%、15%、15%变为 67%、12%、21%。随着康仁堂中药配方颗粒业务在吉林、辽宁、山东、福建、河北、江西、河南、云南等省区投入力度的不断加强，我们预计未来京津外阜地区销售额占比将进一步提升。

我们仍然认为“十二五”期间中药配方颗粒业务政策性放开的概率较小，未来一段时间的政策走向将以针对产品质量、标准、包装及市场运作方式的调整与规范为主，规模更大、综合实力更强的企业将有望获得更多的政策性话语权。从终端来看，处方权的释放将是中药配方颗粒行业性高增长的关键驱动因素，草根调研中我们看到越来越多的医院引入并与原有中药饮片业务并行不悖的销售中药配方颗粒。我们认为，在处方权释放以及终端需求旺盛的大背景下，中药配方颗粒行业性高增长在未来 2 年有望延续。

中药配方颗粒新产能延期几无影响

同日公司发布公告称顺义牛栏山地区筹建的中药配方颗粒新产能“中药配方颗粒自动化生产基地”项目延期。延期理由为生产工艺转移与改进调整幅度增大，工艺代表性品种数量增加，使得GMP认证时间被动延期。申请GMP认证时间延至2013年1月，按《药品生产质量管理规范认证管理办法》“国家局规定用时140个工作日”计算，GMP证书的获取可能延后至2013年5月，慢于之前2012年10月的预期。

我们并不十分担心中药配方颗粒新产能延期对于该项业务增长的冲击。一方面老产区产能原本无关闭交接计划，并一方面老产区产能在目前基础上仍存在开发潜力，依然存在生产弹性。我们认为市场不必就此过于悲观。

公司定增进展顺利

公司已经启动定增工作，目前进展顺利；我们预计公司此次收购的康仁堂剩余股权将有望在今年12月进行并表。我们预计公司总股本将在定增完成后有所增厚。本次上调盈利预测与目标价均以定增前股本计算；若按定增后股本计算，我们估计2012年每股收益将摊薄至0.94-0.96元。

风险因素

中药配方颗粒行业可能面临行业性政策调整。

大股东减持。

上调盈利预测和目标价，维持买入评级

上调公司2012-2014年盈利预测至1.038元、1.552元、2.036元，将公司目标价由32.70元上调至41.00元，相当于26倍2013年市盈率，维持**买入**评级。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年 1-9月	2012年 1-9月	同比变动(%)
营业收入	378.1	798.7	111.3
营业成本	(120.4)	(169.2)	40.5
营业税	(4.7)	(12.6)	167.3
毛利润	253.0	617.0	143.9
销售费用	(72.5)	(269.9)	272.5
管理费用	(55.4)	(93.5)	68.8
营业利润	113.9	117.2	2.9
资产减值损失	(4.1)	(8.6)	110.1
投资收益	0.4	0.9	120.0
财务费用	7.5	6.0	(20.7)
营业外收入	7.0	3.5	(50.1)
营业外支出	(0.0)	(6.8)	34,050.0
税前利润	135.1	246.7	82.6
所得税	(29.2)	(45.4)	55.6
少数股东权益	(25.3)	(25.4)	0.2
归属上市公司股东净利润	80.6	176.0	118.3
主要比率(%)			
毛利率	66.9	77.2	
经营利润率	35.7	30.9	
净利率	21.3	22.0	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	384	562	1,123	1,809	2,280
销售成本	(120)	(175)	(220)	(297)	(378)
经营费用	(131)	(206)	(569)	(1,021)	(1,265)
经营利润(息税前利润)	132	181	333	490	636
折旧及摊销	(11)	(16)	(39)	(41)	(40)
息税折旧前利润	121	165	294	449	597
净利息收入/(费用)	15	16	16	16	16
其他收益/(损失)	(1)	(2)	10	10	10
税前利润	135	178	319	475	622
所得税	(22)	(28)	(48)	(71)	(93)
少数股东权益	(11)	(29)	(36)	(52)	(68)
净利润	102	122	235	352	461
核心净利润	101	114	227	343	453
每股收益(人民币)	0.45	0.538	1.038	1.552	2.036
核心每股收益(人民币)	0.45	0.50	1.00	1.52	2.00
每股股息(人民币)	0.30	0.24	0.31	0.47	0.61
收入增长(%)	71	46	100	61	26
息税前利润增长(%)	31	36	79	53	33
息税折旧前利润增长(%)	34	37	84	47	30
每股收益增长(%)	26	20	93	50	31
核心每股收益增长(%)	40	12	99	51	32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	262	163	95	173	485
应收帐款	83	184	459	824	1,060
库存	99	96	239	430	553
其他流动资产	519	402	411	422	429
流动资产总计	962	846	1,204	1,848	2,527
固定资产	192	365	514	582	576
无形资产	55	61	68	75	82
其他长期资产	71	136	145	154	163
长期资产总计	318	562	727	811	821
总资产	1,280	1,407	1,931	2,659	3,347
应付帐款	102	184	430	755	966
短期债务	0	23	13	3	0
其他流动负债	71	60	106	178	227
流动负债总计	173	268	549	937	1,193
长期借款	0	72	72	72	72
其他长期负债	9	18	25	32	41
股本	227	227	227	227	227
储备	908	817	940	1,221	1,577
股东权益	1,009	968	1,167	1,448	1,803
少数股东权益	89	82	118	170	238
总负债及权益	1,280	1,407	1,931	2,659	3,347
每股帐面价值(人民币)	4.4	4.3	5.1	6.4	8.0
每股有形资产(人民币)	4.3	4.1	5.0	6.3	7.8
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.2)	(0.3)	(0.0)	(0.4)	(1.8)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	135	178	319	475	622
折旧与摊销	11	16	39	41	40
净利息费用	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)
运营资本变动	(68)	(137)	(119)	(161)	(98)
税金	(22)	(28)	(48)	(71)	(93)
其他经营现金流	4	21	0	0	0
经营活动产生的现金流	46	36	177	268	454
购买固定资产净值	(113)	(263)	(196)	(116)	(41)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(199)	79	(9)	(10)	(8)
投资活动产生的现金流	(312)	(183)	(205)	(125)	(49)
净增权益	0	4	0	0	0
净增债务	(3)	75	(20)	(10)	(3)
支付股息	(10)	(30)	(36)	(71)	(106)
其他融资现金流	(17)	0	16	16	16
融资活动产生的现金流	(29)	49	(41)	(65)	(93)
现金变动	(295)	(98)	(69)	78	313
期初现金	557	262	163	95	173
公司自由现金流	(250)	(137)	(2)	169	432
权益自由现金流	(251)	(72)	(32)	149	418

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.5	32.2	29.7	27.1	27.9
息税前利润率(%)	31.6	29.3	26.2	24.8	26.2
税前利润率(%)	34.6	32.7	28.4	26.2	27.3
净利率(%)	26.0	22.7	20.9	19.4	20.2
流动性					
流动比率(倍)	5.6	3.2	2.2	2.0	2.1
利息覆盖率(倍)	31.8	14.0	25.0	38.3	50.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.0	2.8	1.8	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	72.0	60.1	31.2	20.8	15.9
核心业务市盈率(倍)	72.4	64.5	32.3	21.3	16.2
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	90.3	80.5	40.3	26.6	20.2
市净率(倍)	7.3	7.6	6.3	5.1	4.1
价格/现金流(倍)	70.4	137.1	41.5	27.3	16.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.0	40.6	22.3	15.1	11.2
周转率					
存货周转天数	181.3	202.8	278.0	411.0	473.8
应收帐款周转天数	45.1	86.6	104.5	129.4	150.7
应付帐款周转天数	54.6	93.0	99.8	119.6	137.8
回报率					
股息支付率(%)	29.6	29.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	10.5	12.4	22.0	26.9	28.4
资产收益率(%)	9.7	11.2	16.3	17.6	17.6
已运用资本收益率(%)	13.8	17.0	25.4	31.1	32.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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。所有本报告期内使用的商标、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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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