



买入

23% ↑

目标价格: 人民币 44.52

原目标价格: 人民币 41.00

300026.CH

股价: 人民币 36.25

目标价格基础: 30倍 2013年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 血必净 2012 年销量超预期
- 康仁堂外延扩张顺利, 销售费用计提有限
- 中药配方颗粒行业政策面无显著变化
- 大股东减持风险相对可控

主要催化剂/事件

- 2013 年 1 季度披露公司业绩继续高增长

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-	16	10	117
相对新华富时 A50 指数	-	1	(6)	104

发行股数(百万)	249
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	4,278
3 个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
大通投资集团	25.3

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 1 月 7 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

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

焦阳

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉焯为本报告重大贡献者

红日药业

2012 年业绩预报好于市场预期

2012 年全年归属于上市公司股东净利润为 2.26 亿元至 2.50 亿元, 同比增长 85%-105%, 对应每股收益为 0.91 元至 1.00 元, 其区间下限仍高于市场一致预期, 与我们之前的预期相一致。我们维持 2012-2014 年每股收益预测 0.960 元、1.484 元、1.921 元, 调高公司目标价格至 44.52 元, 相当于 30 倍 2013 年市盈率。目前公司股价相当于 2013 年每股收益的 24 倍, 仍有上升空间, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **血必净全年销量超预期:** 我们预计 4 季度母公司血必净中药注射液销量在 700 万支以上, 全年销量约 2,100-2,200 万支, 超过市场预期, 推动母公司业绩加速增长。
- **康仁堂外延扩张顺利:** 康仁堂京津外扩张进展顺利, 销售费用计提低于此前市场预期; 我们预计 2013 年康仁堂业绩仍将快速成长。
- **中药配方颗粒行业短期不会放开:** 我们认为中药配方颗粒行业政策面无显著变化, 现有竞争格局不会受到外来冲击。
- **大股东减持的风险相对可控:** 根据公司股权分布及第一大股东大通投资集团股权质押情况, 考虑到公司业绩仍处于快速上升期, 我们认为市场所担心的大股东减持的风险相对可控。

评级面临的主要风险

- 康仁堂京津外区域扩张速度低于预期。

估值

- 我们维持 2012-2014 年每股收益预测 0.960 元、1.484 元、1.921 元, 公司目标价格由 41.00 元调高至 44.52 元, 相当于 30 倍 2013 年市盈率。目前公司股价相当于 2013 年每股收益的 24 倍, 仍有上升空间, 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	1,573	1,962
变动(%)	71	46	100	40	25
净利润(人民币 百万)	102	122	239	370	479
全面摊薄每股收益(人民币)	0.449	0.538	0.960	1.484	1.921
变动(%)	26	20	78	55	29
全面摊薄市盈率(倍)	80.9	67.6	37.9	24.5	18.9
每股现金流量(人民币)	0.459	0.236	0.461	1.227	1.887
价格/每股现金流量(倍)	79.2	154.2	79.0	29.6	19.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	67.2	50.3	26.7	19.5	14.7
每股股息(人民币)	0.300	0.240	0.288	0.445	0.576
股息率(%)	0.8	0.7	0.8	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

红日药业发布 2012 年业绩预报, 2012 年全年归属于上市公司股东净利润为 2.26 亿元至 2.50 亿元, 同比增长 85%-105%, 对应每股收益为 0.91 元至 1.00 元, 其区间下限仍高于市场一致预期, 与我们之前的预期相一致。

我们预计母公司血必净注射液 2012 年 4 季度单季度销量再创新高, 这一方面基于适应症发病的季节性因素, 另一方面也与公司持续优化的销售渠道与经销商管理相关。我们预计 2012 年血必净全年销量约 2,100-2,200 万支, 同比增长约 60%。康仁堂 4 季度北京区域销售额持续增长, 京津外区域扩张顺利, 总体增势良好; 受加速扩张影响, 我们预计费用率方面略有波动, 但对整体业绩影响较小。基于公司基本面的分析, 我们重申预计公司 2012 年实现归属于上市公司股东 2.4 亿元, 对于股权稀释后每股收益预测为 0.96 元。

此前市场对于公司业绩及股价表现的担心主要集中于: 1) 12 月 11 日安徽济人药业引发市场担心中药配方颗粒行业政策性放开; 2) 市场传言母公司核心产品 4 季度销量受抑制及康仁堂大规模计提费用, 导致 2012 年每股收益将低于预期; 3) 市场担心大股东减持使得股价失去支撑。

我们认为:

- 1) 国家局短期不会放开中药配方颗粒生产及销售审批资格权限, 也并不会鼓励或支持地方政府放开中药配方颗粒生产及销售审批资格权限。大多数用药量较大的省区在相关政策文件中已经体现了对既有竞争格局及国家监管部门意见的尊重。安徽济人药业属于特例, 有违规嫌疑, 且其销售仅限于安徽蚌埠宿州地区, 其他省份并无实质跟进行动, 对行业格局不构成冲击。
- 2) 渠道改革对于血必净销售的积极影响仍在持续, 第 4 季度血必净销售再创新高; 康仁堂在 2012 年加大了京津以外市场的推广力度, 尽管在一定程度上推高了费用率, 但整体费用仍可得到良好控制。
- 3) 公司首次公开发行前已发行股份已于 1 月 4 日解禁 (合计 6,337 万股, 占公司总股本的 25.42%), 其中第一大股东大通投资集团所持有的 6,300 万股中仅有 1,575 万股可上市流通。由于大通投资的绝大多数股票处于质押状态, 目前实际可上市流通股数量仅有 634 万股, 占其可减持数量的 40%。我们估计本月大股东减持的概率不大, 二月中下旬质押股权陆续解压后有一定减持可能。现阶段大通投资集团与身为第二大股东的姚小青董事长共持有可流通股 3,017 万股, 市值约 11 亿元, 我们估计相当于机构持仓市值的 1/2, 公司流通市值的 1/4。由于对上市公司控制权的需要, 我们认为发生大规模减持的概率相对较低。同时, 由于股权质押率的要求, 我们认为公司股东即便减持, 也不会希望公司股价发生剧烈波动。考虑到公司产品仍处于上升期, 2013 年业绩确定性较强, 我们认为未来可能发生的股东减持对市场的冲击有限。

图表 1. 红日药业大股东股权质押情况

日期	质押股份数量 (万股)	该时点累计质 押股份数量 (万股)	到期日	机构	用途
2012/12/14	1,100	5,676.95	2013/12/14	平安信托	信托
2012/8/23	120	4,576.95	2013/8/23	开创投资	委托贷款反担保
2012/5/17	150	4,456.95	2013/5/17	开创投资	委托贷款反担保
2012/2/10	1,575	6,302.25	2013/2/10	浦发银行	质押担保
2012/1/19	299.7	4,727.25	2013/7/31	天津信托	信托
2011/9/8	553.5	6,032.25	2013/3/31	渤海租赁	使用租金的质押担保
2011/7/21	1,350	6,288.75	2013/7/31	天津信托	信托
2011/1/14	371.25	5,928.75	2014/1/14	浦发银行	质押担保
2011/1/12	157.5	-	-	开创投资	

资料来源：公司公告，中银国际研究

风险因素

康仁堂京津外区域扩张低于预期。

调高目标价，维持买入评级

我们维持 2012-2014 年每股收益预测 0.960 元、1.484 元、1.921 元，调高公司目标价格至 44.52 元，相当于 30 倍 2013 年市盈率。目前公司股价相当于 2013 年每股收益的 24 倍，仍有上升空间，维持**买入**评级。

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	1,573	1,962
销售成本	(120)	(175)	(260)	(374)	(472)
经营费用	(131)	(206)	(521)	(735)	(897)
经营利润(息税前利润)	132	181	342	463	593
折旧及摊销	(11)	(16)	(39)	(46)	(48)
息税折旧前利润	121	165	303	417	545
净利息收入/(费用)	9	9	9	9	9
其他收益/(损失)	5	5	10	10	10
税前利润	135	178	322	435	563
所得税	(22)	(28)	(48)	(65)	(85)
少数股东权益	(11)	(29)	(34)	0	0
净利润	102	122	239	370	479
核心净利润	101	114	231	362	471
每股收益(人民币)	0.45	0.538	0.960	1.484	1.921
核心每股收益(人民币)	0.45	0.50	0.93	1.45	1.89
每股股息(人民币)	0.30	0.24	0.29	0.45	0.58
收入增长(%)	71	46	100	40	25
息税前利润增长(%)	31	36	84	37	31
息税折旧前利润增长(%)	34	37	90	35	28
每股收益增长(%)	26	20	78	55	29
核心每股收益增长(%)	40	12	103	57	30

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	322	435	563
折旧与摊销	11	16	39	46	48
净利息费用	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
运营资本变动	(68)	(137)	(189)	(101)	(48)
税金	(22)	(28)	(48)	(65)	(85)
其他经营现金流	(1)	15	0	0	0
经营活动产生的现金流	46	36	115	306	470
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	(37)	(10)	(8)
投资活动产生的现金流	(312)	(183)	(232)	(125)	(49)
净增权益	0	4	133	0	0
净增债务	(3)	75	(20)	(10)	(3)
支付股息	(10)	(30)	(36)	(72)	(111)
其他融资现金流	(17)	0	9	9	9
融资活动产生的现金流	(29)	49	86	(73)	(105)
现金变动	(295)	(98)	(32)	108	317
期初现金	557	262	163	132	240
公司自由现金流	(251)	(147)	(108)	190	431
权益自由现金流	(251)	(72)	(128)	180	428

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	132	240	556
应收帐款	83	184	389	551	700
库存	99	96	110	154	196
其他流动资产	519	402	409	416	421
流动资产总计	962	846	1,041	1,361	1,874
固定资产	192	365	514	577	562
无形资产	55	61	68	75	82
其他长期资产	71	136	172	182	190
长期资产总计	318	562	755	834	834
总资产	1,280	1,407	1,796	2,194	2,708
应付帐款	102	184	183	255	368
短期债务	0	23	13	3	0
其他流动负债	71	60	82	114	141
流动负债总计	173	268	278	372	509
长期借款	0	72	72	72	72
其他长期负债	9	18	25	32	41
股本	227	227	249	249	249
储备	908	817	1,055	1,353	1,721
股东权益	1,009	968	1,304	1,602	1,970
少数股东权益	89	82	116	116	116
总负债及权益	1,280	1,407	1,796	2,194	2,708
每股帐面价值(人民币)	4.4	4.3	5.2	6.4	7.9
每股有形资产(人民币)	4.3	4.1	5.1	6.2	7.7
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.2)	(0.3)	(0.2)	(0.7)	(1.9)

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	30.5	29.4	30.2
息税前利润率(%)	31.6	29.3	27.0	26.5	27.8
税前利润率(%)	33.1	31.5	28.6	27.7	28.7
净利率(%)	24.6	21.5	21.3	23.5	24.4
流动性					
流动比率(倍)	5.6	3.2	3.7	3.7	3.7
利息覆盖率(倍)	nm	nm	nm	nm	nm
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	3.3	3.2	3.3
估值					
市盈率(倍)	80.9	67.6	37.9	24.5	18.9
核心业务市盈率(倍)	81.4	72.5	39.2	25.1	19.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	99.7	88.8	48.0	30.7	23.6
市净率(倍)	8.2	8.5	7.0	5.7	4.6
价格/现金流(倍)	79.2	154.2	79.0	29.6	19.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	67.2	50.3	26.7	19.5	14.7
周转率					
存货周转天数	181.3	202.8	144.8	129.0	135.8
应收帐款周转天数	45.1	86.6	93.2	109.1	116.4
应付帐款周转天数	54.6	93.0	59.7	50.8	58.0
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	21.1	25.5	26.8
资产收益率(%)	9.7	11.2	17.1	18.5	19.5
已运用资本收益率(%)	12.8	15.4	23.5	25.8	28.0

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