



买入

25% ↑

目标价格: 人民币 52.64

原目标价格: 人民币 44.52

300026.CH

股价: 人民币 41.99

目标价格基础: 35倍13年市盈率估值

板块评级: 增持

本报告要点

- 业绩持续高增长
- 股价仍有上升空间

我们的观点有何不同?

- 13年业绩高于市场预期。

主要催化剂/事件

- 血必净持续放量增长。
- 中药配方颗粒提价。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27	(1)	24	122
相对新华富时A50指数	29	(0)	21	119

发行股数(百万)	249
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	5,144
3个月日均交易额(人民币 百万)	71
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
大通投资集团	25

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年3月26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

*寇嘉辉为本报告重大贡献者

红日药业

仍处于高速增长期

2013年红日药业实现销售收入12.29亿元, 同比增长118.8%; 实现归属于上市公司股东净利润2.31亿元, 同比增长89.17%, 按照最新股本计算实现每股收益0.93元, 符合我们的预期。12年业绩高速增长源于血必净的放量增长以及康仁堂中药配方颗粒的北京及京津外埠扩张。我们上调2013-2015年每股收益预测至1.504元、2.091元和2.700元, 上调目标价至52.64元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 血必净销量增长80-90%, 收入增长220%: 覆盖医院数量的增长以及终端需求的增加拉动血必净2012年快速增长, 我们估计其销量在2,500万支左右, 同比增长80-90%; 销售模式调整驱动其收入同比增长220%。
- 中药配方颗粒快速成长: 凭借更加激进的销售策略与更为灵活的销售机制, 康仁堂中药配方颗粒业务持续高增长。我们估计在公司优势地区北京销售额同比增长超过60%, 而京津外埠地区同比增速超过200%。

评级面临的主要风险

- 地方垄断导致中药配方颗粒外埠扩张速度不达预期。

估值

- 我们上调公司2013-2015年每股收益预测至1.504元、2.091元、2.700元, 基于35倍2013年市盈率, 目标价由44.52元上调至52.64元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	562	1,229	1,858	2,616	3,495
变动(%)	46	119	51	41	34
净利润(人民币 百万)	122	231	375	521	673
全面摊薄每股收益(人民币)	0.490	0.927	1.504	2.091	2.700
变动(%)	20	89	62	39	29
此前预测每股收益(人民币)			1.484	1.921	--
调整幅度(%)			1	9	
全面摊薄市盈率(倍)	85.7	45.30	27.92	20.08	15.55
每股现金流量(人民币)	0.143	0.611	1.441	1.383	2.532
价格/每股现金流量(倍)	293.7	68.8	29.1	30.4	16.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.7	30.9	22.3	16.0	12.0
每股股息(人民币)	0.300	0.100	0.451	0.627	0.810
股息率(%)	0.7	0.2	1.1	1.5	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

血必净等母公司品种高速增长

2012 年母公司核心品种血必净注射液受终端需求增长及销售模式调整因素影响，销售额同比增长 219.87%。我们预计截至 2012 年底，公司已基本完成销售模式调整工作。剔除销售模式调整因素，我们估计血必净实际销售量同比增长 80-90%，对于销量在 2,500 万支左右（预计其中 4 季度销量约 800 万支），要高于此前我们预期的全年 2,200 万支销量。我们认为以下两大因素驱动血必净销量的高速增长。

- 1) 医生处方权的释放。作为 SFDA 唯一批准的脓毒症治疗用药，血必净在该病种使用比例较低，我们估计其使用率不足 5%。而巨大的市场空间将随着医生处方权的释放逐步转变为现实的销售业绩。
- 2) 覆盖医院的增长。我们预计截至 2012 年第 4 季度，血必净覆盖医院已达到 1,900 家，相较年初有较大的增长。

我们十分看好该品种持续成长性。理由如下：

- 1) 市场空间巨大。现有适用症使用率不足 5%，同时新的适用症临床研究也在积极运行；覆盖医院不足全国二级三级医院总数的 25%。
- 2) 定价拥有足够宽的护城河。SFDA 批准的脓毒症唯一用药；消费者对于该药品价格高度不敏感；终端销售价格距离最高零售价有约 30% 的空间。
- 3) 医生处方权会持续释放。

我们认为血必净注射液未来 3 年仍将保持 30-35% 的复合增速。同时 2012 年受益于中药材价格下降与更严格的生产成本控制，剔除营销模式改革营销后血必净毛利率仍有所提升。

母公司二线品种报告期内也保持高速增长，蛛网膜下腔出血术后改善及预防脑血管痉挛用药盐酸法舒地尔同比增长 121.74%，低分子肝素钙同比增长 36.31%；剔除销售模式影响，这两个品种增速仍在 30% 以上。其中低分子肝素钙尚处于成长期，公司相对较弱的学术推广能力在 12 年有所加强；而盐酸法舒地尔医保政策的区域性放开，将延长这个老品种的生命周期。

中药配方颗粒无边界扩张

中药配方颗粒在政策红利期内，具有无边界扩张属性。政策限定的 6 家生产企业中，康仁堂营销能力稳列第一，将持续享受高于行业平均水平的增速。我们认为，根据 SFDA 制定中药配方颗粒单方标准的速度，政策红利期至少能持续到 2015-2016 年，尽管为对抗政策性放开的负面影响，这一时期的中药配方颗粒生产企业将更对的面临由跑马圈地到短兵相接的竞争局面，但仍可享受行业性高增长的福利。除众可见的方便运输储存服用之外，与饮片相比，中药配方颗粒对医生处方权具有更大的吸引力，因此对于中药饮片替代趋势非常明确，目前其市场规模仅相对于饮片的 3%，市场空间巨大。

康仁堂中药配方颗粒业务 2012 年收入同比增长 74.39%，我们预计北京区域同比增速在 60% 以上，而京津外埠区域同比增长 200% 以上。2012 年，我们估计康仁堂销售人员已由此前的 200 余人扩增至 600 人，已覆盖约 200 家以上医院。同时康仁堂总经理占据公司唯一一个新增董事席位，相关管理团队也得到了公司在各个方面的支持倾斜；利益一致性较高。我们认为未来 3 年康仁堂中药配方颗粒至少能够保持 35% 以上的复合增速，相关品种毛利率将受益于未来可能存在的提价与中药材交易价格的回落，而随着京津外埠扩张的进行，我们预计该业务相关费用率也会在 2013 年后有所回落。

在研品种进展顺利

公司硫酸氯吡格雷处于排队待批阶段，有望于明年获批；脑心同治口服制剂脑心多泰胶囊处于增补材料阶段，这方面公司仍具有较强信心；慢性动脉闭塞症治疗用药烟酸沙格雷酯进展较为顺利，有望于 2014 年获得首仿资格。我们认为这些品种及其他在研品种可能会在未来 3 年对于公司业绩贡献增量。

图表 1.2012 年业绩摘要：

(人民币, 百万)	2011 年报	2012 年报	同比(%)
营业收入	561.78	1,229.25	118.81
营业成本	(175.21)	(243.69)	39.09
毛利润	386.57	985.56	154.95
营业税金及附加	(6.90)	(19.14)	177.17
管理费用	(83.41)	(128.58)	54.14
销售费用	(131.69)	(520.09)	294.94
经营利润	164.56	317.75	93.09
资产减值	(5.88)	(14.17)	140.83
财务费用	10.42	7.27	(30.23)
营业外收入	10.10	8.22	(18.57)
营业外支出	(0.40)	(9.06)	2175.28
税前利润	178.43	308.49	72.89
所得税	(27.53)	(47.81)	73.68
归属于母公司的净利润	122.16	231.10	89.17
基本每股收益(元)	0.49	0.93	
毛利率 (%)	68.81	80.12	增加 11.31 个百分点
净利率 (%)	21.75	18.80	减少 2.95 个百分点

资料来源：公司公告，中银国际研究

盈利预测与估值

我们上调公司 2013-2015 年每股收益预测至 1.504 元、2.091 元、2.700 元，基于 35 倍 2013 年市盈率，上调目标价至 52.64 元，维持买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	562	1,229	1,858	2,616	3,495
销售成本	(175)	(244)	(405)	(604)	(852)
经营费用	(206)	(646)	(991)	(1,374)	(1,824)
经营利润(息税前利润)	181	339	463	638	819
折旧及摊销	(16)	(21)	(22)	(26)	(28)
息税折旧前利润	165	318	441	612	791
净利息收入/(费用)	9	7	1	2	2
其他收益/(损失)	5	(17)	(1)	(1)	(1)
税前利润	178	308	441	613	792
所得税	(28)	(48)	(66)	(92)	(119)
少数股东权益	(29)	(30)	0	0	0
净利润	122	231	375	521	673
核心净利润	114	232	376	522	674
每股收益(人民币)	0.49	0.93	1.50	2.09	2.70
核心每股收益(人民币)	0.46	0.93	1.51	2.09	2.70
每股股息(人民币)	0.30	0.10	0.45	0.63	0.81
收入增长(%)	46	119	51	41	34
息税前利润增长(%)	36	93	39	39	29
息税折旧前利润增长(%)	37	88	37	38	28
每股收益增长(%)	20	89	62	39	29
核心每股收益增长(%)	40	103	62	39	29

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	178	308	441	613	792
折旧与摊销	16	21	22	26	28
净利息费用	(9)	(7)	(1)	(2)	(2)
运营资本变动	(137)	(144)	(37)	(200)	(68)
税金	(28)	(48)	(66)	(92)	(119)
其他经营现金流	14	22	0	0	0
经营活动产生的现金流	36	152	359	345	631
购买固定资产净值	(263)	(221)	(196)	(116)	(41)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	79	218	(39)	(12)	(10)
投资活动产生的现金流	(183)	(3)	(234)	(127)	(51)
净增权益	4	109	35	0	0
净增债务	105	10	(20)	(10)	(3)
支付股息	(50)	(75)	(25)	(112)	(156)
其他融资现金流	(10)	39	2	3	2
融资活动产生的现金流	49	84	(8)	(120)	(157)
现金变动	(98)	233	117	98	424
期初现金	460	35	100	217	315
公司自由现金流	(145)	159	139	235	600
权益自由现金流	(72)	161	106	209	580

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	35	100	217	315	738
应收帐款	184	366	646	989	1,354
库存	96	112	198	302	414
其他流动资产	531	403	419	438	459
流动资产总计	846	980	1,479	2,044	2,965
固定资产	365	677	843	927	932
无形资产	61	60	67	74	80
其他长期资产	136	85	122	133	144
长期资产总计	562	822	1,034	1,134	1,156
总资产	1,407	1,802	2,512	3,178	4,121
应付帐款	184	200	505	712	1,091
短期债务	23	43	33	23	20
其他流动负债	60	95	117	144	174
流动负债总计	268	338	655	879	1,285
长期借款	72	52	52	52	52
其他长期负债	18	25	34	66	87
股本	249	249	249	249	249
储备	817	1,127	1,512	1,920	2,437
股东权益	968	1,376	1,761	2,170	2,687
少数股东权益	82	11	11	11	11
总负债及权益	1,407	1,802	2,512	3,178	4,121
每股帐面价值(人民币)	3.9	5.5	7.1	8.7	10.8
每股有形资产(人民币)	3.8	5.4	6.9	8.5	10.6
每股净负债/(现金)(人民币)	0.2	(0.0)	(0.5)	(1.0)	(2.7)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.2	27.6	24.9	24.4	23.4
息税前利润率(%)	29.3	25.8	23.7	23.4	22.6
税前利润率(%)	31.5	25.1	23.7	23.4	22.7
净利率(%)	21.5	18.8	20.2	19.9	19.3
流动性					
流动比率(倍)	3.2	2.9	2.3	2.3	2.3
利息覆盖率(倍)	30.2	95.1	29.9	35.4	42.0
净权益负债率(%)	2,809.8	611.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	2.6	2.0	2.0	2.0
估值					
市盈率(倍)	85.7	45.3	27.9	20.1	15.5
核心业务市盈率(倍)	91.9	45.2	27.9	20.1	15.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	115.2	56.6	34.9	25.1	19.5
市净率(倍)	10.8	7.6	5.9	4.8	3.9
价格/现金流(倍)	293.7	68.8	29.1	30.4	16.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.7	30.9	22.3	16.0	12.0
周转率					
存货周转天数	202.8	155.5	139.4	151.0	153.4
应收帐款周转天数	86.6	81.6	99.4	114.1	122.4
应付帐款周转天数	93.0	57.0	69.3	84.9	94.2
回报率					
股息支付率(%)	61.2	10.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.4	19.7	23.9	26.5	27.7
资产收益率(%)	11.2	16.2	17.4	18.3	18.4
已运用资本收益率(%)	14.3	23.8	27.1	30.6	32.2

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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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，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