

2010年12月7日

红日药业

活力十足的处方药企业

A
未有评级

300026.SZ- 人民币 46.33

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

红日药业以处方药的销售见长,善于选择竞争性小、市场集中度高的处方药品种,深耕医院市场。公司的血必净和法舒地尔在细分市场占据绝对统治地位;上市后收购康仁堂的中药配方颗粒业务发展迅速,将成为公司的主力增长点;公司还拥有丰富的储备品种,未来发展可期。我们认为,公司对自身优势和特点认识明确,善于捕捉机会,有能力在未来3年保持稳定高速增长,建议给予关注。

主要发现

- **血必净注射液**产品渠道通畅,市场拓展仍有空间。作为国内唯一经SFDA批准的治疗脓毒症和多脏器功能障碍综合征的国家二类新药,在二、三级医院覆盖率不到20%的情况下,2009年血必净销售额达到1.05亿元。我们认为随着学术推广的继续,该品种将保持30%的高速增长。
- **中药配方颗粒**产品市场竞争相对平和,在区域市场优势明显,潜力巨大,有望对医院的中药饮片市场形成补充和替代。我们认为,依靠公司的医院市场推广经验,中药配方颗粒未来3年增速将达到40-50%,成为公司的第二大业务。
- **盐酸法舒地尔注射液**和**低分子量肝素钙注射液**将平稳发展,同时将面临一定的竞争和成本压力。未来公司将通过开发新的适应症等方式深耕市场,扩大产品销售,并通过技术创新谋求成本的降低。
- **公司储备品种丰富**,医疗器械业务以及**氯吡格雷**、**沙格雷酯**、**脑心多泰**等多个产品将有望从2011年起陆续释放业绩,为公司发展提供新的推动力。

股价相对指数表现



资料来源:彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	2	2	17	(8)
相对新华富时A50指数(%)	22	12	14	14

资料来源:彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	101
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	1,679
3个月日均交易额(人民币 百万)	68
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
天津大通投资集团有限公司	27.82
姚小青	25.44

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究

*焦阳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	187	225	331	482	627
增长率(%)	57.6	20.4	47.1	45.6	30.1
归属母公司股东净利润(百万元)	64.4	81.0	96.1	133.7	175.7
增长率(%)	61.6	25.8	18.7	39.01	31.4
每股收益(元)	1.77	1.61	0.95	1.33	1.74
市盈率(倍)	26.1	28.8	48.5	34.9	26.6
每股经营现金流量(元)	2.14	2.68	1.04	1.76	1.61

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

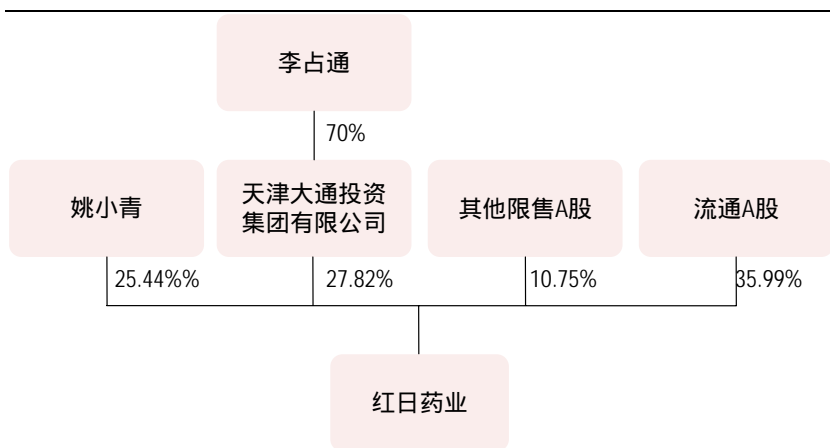
中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司概况

红日药业由天津市大通红日制药有限公司整体变更发起设立，2009年登陆创业板。公司位于天津市武清开发区，拥有药用原料、注射液、口服制剂等多品种、多剂型的生产能力。公司的第一、二大股东分别是天津大通投资集团有限公司和董事长姚小青，持有大通集团70%的李占通为公司的实际控制人。

图表 2.红日药业股权结构图



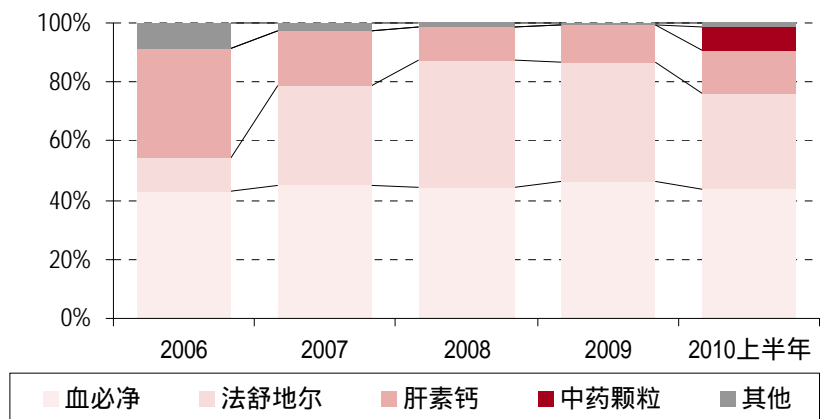
资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的主营业务

公司现阶段的主要产品为血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液、中药配方颗粒和医院用医疗器械五大类。其中血必净、法舒地尔、肝素钙为公司上市前就已销售的产品，中药配方颗粒和医院用医疗器械两大业务是公司上市后通过收购获得。

2010年上半年，公司主要产品按营业收入排序依次为血必净（43.7%）、法舒地尔（32.8%）、肝素钙（14.3%）、中药配方颗粒（7.6%），预计2011年中药配方颗粒业务进入全年合并报表后将成为公司的第二大业务。

图表 3.红日药业销售收入结构



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司在产品开发和选择方面眼光独到，其主要产品的适应症分散，但在渠道、终端、销售方式、竞争形势等方面却高度类似，有助于公司在整个销售渠道形成合力。

图表 4.红日药业主要业务的竞争形势和销售方式

产品	竞争形势	销售方式
血必净	独家,唯一国内获批的治疗脓毒症和多脏器功能障碍综合征药物	代理销售为主,公司负责学术营销工作
法舒地尔	市场占有率超 90%,另有 2 家生产商	代理销售为主,公司负责学术营销工作
肝素钙	市场占有率约 13%,排名第 2,另有 5 家主要生产商	代理销售为主,公司负责学术营销工作
中药配方颗粒	全国仅 6 家企业具有生产资质,目前在北京市场占有率较高	直接面向医院销售
医疗器械	拥有一些专利,主要产品有一定的技术壁垒	区域代理销售

资料来源：公司资料及中银国际研究

血必净注射液是目前国内唯一经 SFDA 批准的治疗脓毒症和多脏器功能障碍综合征的国家二类新药。2009 年血必净销售额为 1.05 亿元，占公司全部营业收入的 46.4%，2010 年上半年同比增长 47%。血必净临床效果显著，未见明显毒副作用和不良反应，医生对其认可较高。公司还采取了专业化学术推广的策略进行营销，有效的拉动了终端销售。2008 年血必净进入二级以上医院 846 家，覆盖率为 10.86%，公司上市后二级以上医院覆盖率有较快增长，未来仍有较大的提升空间。血必净目前不在国家医保目录之列，仅出现在多个省份的增补目录之中，由于其属于重症用药，终端用户对价格的敏感度低，因此其销售额仍保持较快增长。2010 年上半年，由于红花等药材价格的大幅上涨，血必净的毛利率大幅下滑至 76.5%。我们认为，中药材价格大幅的上涨属于异常情况，未来不可持续，预计 2010 年将是血必净毛利率的低点，未来血必净的毛利率将回升至 80%左右。我们认为 2010-2011 年血必净的增长为 30%，2012 年产能问题完全解决后将达到 35%左右。

中药配方颗粒业务是由公司上半年增资收购北京康仁堂药业而来。中药配方颗粒作为中药饮片的替代和补充，2009年行业销售额为 10.9 亿元，占中药饮片市场的 2.1%，未来发展空间巨大。与中药饮片相比，中药配方颗粒更适合于工业化生产，在便携性、易用性、卫生程度等方面明显胜出；在价格方面高于中药饮片，但仍能够为消费者所接受；在质量标准、质量控制及行业监管等方面具有相当的优势；在医生患者最为关注的疗效方面，对于大多数经典药方，临床研究显示两者无显著差异。目前国内中药配方颗粒行业仅有广东一方、江阴天江、**华润三九**(000999.SZ/人民币 25.30, 买入)、四川绿色、南宁培力和北京康仁堂 6 家具备生产资质，竞争较小。康仁堂以北京市场为核心，向天津拓展并向周边地区辐射，在北方地区具有一定的地域优势。同时，中药配方颗粒已被北京地区纳入医保报销范畴，对销售有较大的积极影响。

公司的中药配方颗粒主要是单味中药配方颗粒。所谓单味中药配方颗粒是用符合炮制规范的传统中药饮片作为原料，经现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装精制而成的产品。中药配方颗粒的有效成份、性味、归经、主治、功效和传统中药饮片完全一致，保持了原中药饮片的全部特征。由于中药配方颗粒主要销往医院，并需要在渠道保持一定的存货，因此公司的应收账款和存货水平将有一定程度的上升，通常医院客户的信用状况良好，因此该情况将小幅降低公司的资金使用效率，但不会对公司的盈利造成负面影响。参考华润三九 2009 年 2.1 亿元的中药配方颗粒销售收入以及 40% 以上的增速，我们认为 2010-2012 年公司中药配方颗粒业务的收入增速为 60%、50%、40%，毛利率约为 50%。

盐酸法舒地尔注射液是国内唯一上市销售的 Rho 激酶抑制剂，2009 年销售额为 0.91 亿元。公司在该产品市场处于垄断地位，市场占有率超过 95%。由于 2009 年新医保目录对适应症和目标医院进行限制等原因，法舒地尔销售增长缓慢，2009 及 2010 年上半年不到 15%。同时，今年 5 月国内已有生产商新获该产品的批文，且目前有 10 余个同产品的申报已被 SFDA 受理，预计未来法舒地尔的市场竞争将有所加剧。公司通过开发新适应症、提高医院覆盖率等方式促进法舒地尔销售的增长，我们认为未来 3 年销售收入增长为 10% 左右，毛利率可能小幅下滑。

低分子量肝素钙注射液属于公司的传统业务，2009 年公司肝素钙产品销售额为 0.28 亿元，仅占公司营业收入的 12.2%。由于原料依靠外购，因此该产品的毛利率波动很大，2010 年上半年为负值，预计全年可保持盈亏平衡。我们认为短期内公司暂无法解决原料价格波动大的问题，该产品将呈缓慢增长态势。

公司后续发展的储备品种较为丰富。2010 年 9 月公司增资入股的汶河医疗 60% 的股份，未来将销售吸氧湿化给药器、呼吸感应节氧器、一次性使用鼻氧管等产品。我们认为上述医疗器械产品均属于医院常用医疗耗材，市场需求较为确定，但均面临一定的竞争，公司有望借助已有的渠道和销售经验缩短产品的市场导入期，加速实现盈利。对于公司来讲，开展医疗器械业务属于稳健发展方针下的战略性布局。公司近期还在积极推进氯吡格雷、沙格雷酯、脑心多泰等产品的研发工作，预计 2011 年一季度申报生产批件。同时，与天津药物院合作的 ML4000、与上海药物研究所合作的抗丙肝新药、与三军大合作的治疗脓毒症 I 类新药也在研发过程中，将为公司的远期发展奠定良好基础。此外，公司投资天以股权基金设立天以红日医药科技发展公司，希望通过引进以色列的新药项目来丰富自身产品线。我们认为这些储备品种有一定的市场价值，将陆续在 2011 年之后为公司贡献业绩。

超募资金的使用

公司上市共超募资金约 4.53 亿元，超募资金的使用情况如下：

图表 5. 超募资金使用情况

项目	金额（万元）
血必净技改扩产项目增加投资	3,749
研发中心项目增加投资	6,287
技术改造项目	1,584
ERP 信息化管理	297
增资康仁堂持股 42%	5,899
与上海药物研究所合作开发抗丙肝一类化学新药	4,560
与三军大合作开发脓毒症 I 类新药	4,285
使用共计	26,660
超募共计	45,285
超募剩余	18,625

资料来源：公司资料及中银国际研究

公司还使用自有资金创立收购了如下项目：

图表 6.公司自有资金使用情况

项目	金额（万元）
增资持有汶河医疗 60%的股权	900
投资设立天以基金持股 29.97%	3,000
投资设立天以红日持股 80%	1,600
共计	5,500

资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的收购进程较快，体现了公司勇于做大做强的信心和决心。公司对于超募资金的使用效率较高，增资收购康仁堂的市盈率仅 13.8 倍，显著增厚了公司业绩。我们认为后续公司仍将继续寻找好的项目，为公司的长远发展增添活力。

风险

原材料价格居高不下；盐酸法舒地尔注射液生产商增加导致市场竞争加剧。

初步结论

公司属于销售能力很强的特色处方药企业，对自身优势和特点认识明确，善于捕捉机会，已经建立的适合中国当前市场情况的长期发展模式。在已有优势产品稳定增长的情况下，新收购的业务以及丰富的储备品种将为公司的发展提供持久的动力。我们认为，公司未来 3 年的高速发展较为确定，建议给予关注。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 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