

中药配方颗粒与血必净支撑长期成长

——红日药业(300026)调研简报

核心观点

1. 中药配方颗粒前景好，潜力大。对比中药饮品，中药配方颗粒具有免煎煮，携带方便等优点，非常适合城市快节奏的工作人群。中药配方颗粒在香港、台湾等地区已广泛使用。2009年全国中药配方颗粒销售额在10亿元左右，约占中药饮品销售额的6%，未来的市场潜力非常巨大。

2. 康仁堂立足北京，拓展北方市场。康仁堂作为北方地区唯一一家中药配方颗粒试点企业，具有较强的竞争优势。目前康仁堂在北京80多家医院设立药房，2010年收入约1亿元，约占北京地区90%的市场份额。由于每家医院设立的中药配方颗粒药房只有1家，因此康仁堂在北京的市场地位十分稳固。2011年康仁堂将重点开拓天津市场，预计新增医院10-20家。继天津之后，河北、山西、山东等北方省份将是康仁堂下一步扩展的主要地区。

3. 血必净纳入地方医保，科室间推广顺利。统计已经公布地方医保目录的省份，目前血必净纳入地方医保的省份有18个，较2005年增加3个。北京、上海和天津等6省市尚未公布医保目录。由于之前血必净在北京和上海两地均没有纳入医保，报销受到限制。若血必净能顺利进入两地医保目录，未来增速有望进一步加快。市场开拓方面，公司目前销售重点主要集中在科室间推广。2010年，血必净在烧伤科和骨科的推广已取得一定的成效。

4. 备足红花原材料，血必净毛利率趋稳。2010年由于红花和乙醇价格攀升，血必净毛利率较2009年下降约5个百分点。公司目前红花的储备量已基本满足2011年的生产，成本价格已基本锁定，我们预计2011年毛利率与2010年持平。

5. 血必净技改扩大产能，市场需求基本满足。公司通过技改使血必净产能扩大到1500万支，能基本满足市场需求。目前生产线仍是一班制，若市场需求旺盛，产能还可以继续提升。募投产能预计在2012年完成，达产后产能将提升至2600万支。

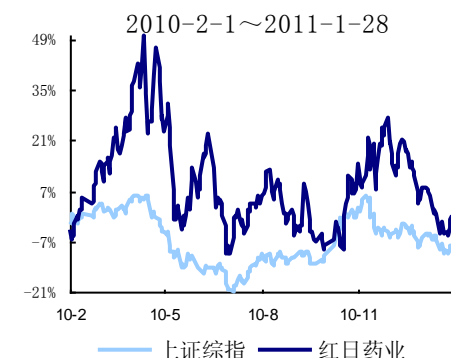
6. 新产品审批进度符合预期。脑心多泰胶囊临床总结已经完成，预计年底拿到生产批文，明年开始上市销售。氯吡格雷还需要做生物等效性试验，预计到2012年才能获得生产批件。

7. 盈利预测与评级。我们预计公司2010-2012年的EPS为0.99元、1.46元和1.90元，对应的市盈率为42倍、28倍和22倍。公司拥有血必净和中药配方颗粒两大优势品种，长期增长趋势确定。短期内新产品获批带来新的增长点，因此给予“短期_推荐，长期_A”评级。

财务数据与估值

| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万) | 225 | 385 | 490 | 631 |
| 同比增速(%) | 20.36 | 70.95 | 27.42 | 28.63 |
| 净利润(百万) | 81 | 112 | 184 | 239 |
| 同比增速(%) | 25.75 | 37.73 | 65.01 | 30.07 |
| EPS(元) | 0.80 | 0.99 | 1.46 | 1.90 |
| P/E | 52 | 42 | 28 | 22 |

股价走势图



基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(万股) | 10068.40 |
| 流通A股(万股) | 3623.34 |
| 52周内股价区间(元) | 35.5-126.8 |
| 总市值(亿元) | 41.88 |
| 总资产(亿元) | 10.62 |
| 每股净资产(元) | 18.41 |
| 目标价 | 6个月 |
| | 12个月 |

相关报告

研究员：徐昊

电话：010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号：S0940510120004

联系人：胡博新

电话：010-84183363

Email: huboxin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1 分产品收入预测

| 单位: 百万 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|---------|----------|
| 血必净 | 53.16 | 83.07 | 104.51 | 134.81 | 175.26 | 227.83 |
| 收入增速 (%) | | 56.26% | 25.80% | 29.00% | 30.00% | 30.00% |
| 盐酸法舒地尔 | 40.30 | 80.39 | 91.32 | 105.02 | 117.62 | 134.68 |
| 收入增速 (%) | | 99.50% | 13.60% | 15.00% | 12.00% | 14.50% |
| 低分子肝素钙 | 22.11 | 21.44 | 27.54 | 34.70 | 43.38 | 52.92 |
| 收入增速 (%) | | -3.07% | 28.49% | 26.00% | 25.00% | 22.00% |
| 中药配方颗粒 | | | | 106.72 | 149.408 | 209.1712 |
| 收入增速 (%) | | | | | 40.00% | 40.00% |
| 医疗器械 | | | | 1.80 | 2.88 | 4.32 |
| 收入增速 (%) | | | | | 60.00% | 50.00% |

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

表 2 红日药业盈利预测表

| 单位: 百万 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 187 | 225 | 385 | 490 | 631 |
| 增长率(%) | 57.55 | 20.36 | 70.95 | 27.42 | 28.63 |
| 营业成本 | 44 | 47 | 131 | 114 | 144 |
| 毛利率 (%) | 34.57 | 35.25 | 36.63 | 38.20 | 40.61 |
| 营业税金及附加 | 3 | 3 | 6 | 7 | 9 |
| 资产减值准备 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 36 | 49 | 75 | 95 | 120 |
| 管理费用 | 25 | 33 | 53 | 66 | 83 |
| 财务费用 | 3 | (0) | (11) | (7) | (6) |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | (33) | (42) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 76 | 92 | 131 | 216 | 281 |
| 增长率(%) | 71.10 | 21.39 | 41.89 | 65.12 | 30.07 |
| 期间费用率(%) | 34.17 | 36.36 | 30.40 | 31.20 | 31.10 |
| 加: 营业外收入 | 3 | 3 | 1 | 1 | 2 |
| 减: 营业外支出 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 79 | 95 | 131 | 216 | 282 |
| 增长率(%) | 70.41 | 21.42 | 37.39 | 65.01 | 30.07 |
| 减: 所得税 | 14 | 15 | 20 | 32 | 42 |
| 实际税负比率(%) | 18.12 | 15.21 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 净利润 | 64 | 81 | 112 | 184 | 239 |
| 增长率(%) | 64.44 | 25.75 | 37.73 | 65.01 | 30.07 |
| 减: 少数股东损益 | 0 | 0 | 12 | 37 | 48 |
| 属于母公司的净利润 | 64 | 81 | 99 | 147 | 191 |
| 同比增长 | 61.56 | 25.76 | 22.58 | 48.33 | 30.07 |
| 每股收益 (元) | 0.64 | 0.80 | 0.99 | 1.46 | 1.90 |
| 市盈率 (倍) | 65 | 52 | 42 | 28 | 22 |

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平 |
| | C | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上 |
| | 推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间 |
| | 中性 | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平 |

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域 | E-mail | 研究员 | 研究领域 | E-mail |
|-----|--------------|----------------------|-----|-----------|------------------------|
| 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com | 许维鸿 | 首席宏观研究员 | xuweihong@guodu.com |
| 李元 | 机械设备 | liyuan@guodu.com | 巩俊杰 | 交通运输 | gongjunjie@guodu.com |
| 张翔 | 首席策略分析师 | zhangxiang@guodu.com | 邓婷 | 金融、传媒 | dengting@guodu.com |
| 邹文军 | 房地产 | zouwenjun@guodu.com | 徐昊 | 农业、食品饮料 | xuhao@guodu.com |
| 潘蕾 | 医药 | panlei@guodu.com | 曹源 | 策略研究、固定收益 | caoyuan@guodu.com |
| 刘芬 | 汽车及零部件、钢铁 | liufen@guodu.com | 王京乐 | 家用电器、餐饮旅游 | wangjingle@guodu.com |
| 鲁儒敏 | 公用事业、环保 | lurumin@guodu.com | 肖世俊 | 有色金属、新能源 | xiaoshijun@guodu.com |
| 魏静 | 工程机械、普通机械 | weijing@guodu.com | 赵宪栋 | 商业 | zhaoxiandong@guodu.com |
| 胡博新 | 医药 | huboxin@guodu.com | 姜瑛 | IT | jiangying@guodu.com |
| 刘斐 | 煤炭 | liufei@guodu.com | 张婧 | 建筑建材 | zhangjingyj@guodu.com |
| 王双 | 化工 | wangshuang@guodu.com | 汪立 | 造纸、交通运输 | wangli@guodu.com |
| 李韵 | 纺织服装、轻工制造 | liyun@guodu.com | 吴昊 | 宏观经济、固定收益 | wuhao@guodu.com |
| 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com | | | |