

## 扩大中药配方颗粒产能, 满足市场快速增长需求

——红日药业(300026)公司点评

### 核心观点

**1. 扩大配方颗粒产能, 解决发展瓶颈问题。**公司此次计划投资 1.88 亿元扩大中药配方颗粒产能。项目预计 2 年后达产, 届时将形成年产各种单味中药配方颗粒共 300 吨的规模, 相当于目前产能的 3 倍。新项目建设主要解决未来发展的产能瓶颈问题。按照每吨产值 130 万元计算, 2010 年康仁堂的产能利用率已经超过 80%, 预计 2011 年产能将基本平衡。按照 40% 的增速测算, 新增产能将满足未来 4 年的市场增长。

**2. 中药配方颗粒适合现代生活节奏, 市场潜力巨大。**对比中药饮片, 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, 只占中药饮品销售额的 6%。单从康仁堂所在的北京市场来看, 10 年公司开发的医院有 80 多家, 对应销售额 10950 万元, 平均每家医院的销售额只有 137 万元。在部分三甲中医院, 配方颗粒销售额仍不足中药饮片规模的 10%, 未来中药配方颗粒的市场潜力仍非常巨大。

**3. 配方颗粒纳入医保报销省份将继续增加。**报销限制是制约行业增长的关键因素之一。虽然《中药配方颗粒管理暂行规定》明确指出, 中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴, 但各省对中药配方颗粒报销解读各有不同, 如广东、北京和重庆都已明确将中药配方颗粒纳入医保, 而上海等部分省市仍未纳入医保。随着配方颗粒使用比例的扩大和社会认同提高, 山东等部分省市已开始考虑将中药配方颗粒纳入医保。

**4. 项目收益率有继续提升的空间。**公司预计 300 吨配方颗粒项目达产后, 年销售额为 39000 万元, 年利润总额 7593 万元, 年净利润 6454 万元。按此测算, 项目的销售利润率为 19.47%, 基本与 10 年的销售利润率持平。目前康仁堂正处于市场开拓阶段, 项目的收益率的测算考虑了较高的期间费用率。随着公司市场开拓的完成, 规模效应开始体现, 项目的收益率仍有继续提升的空间。

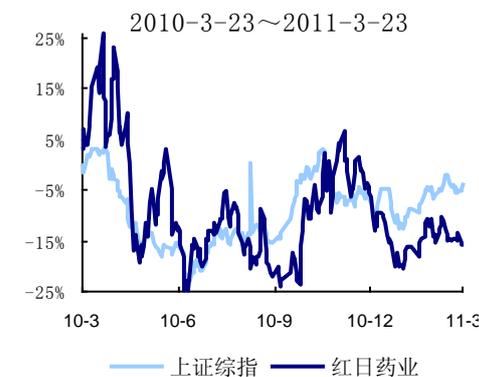
**5. 2011 年将重点拓展天津市场。**康仁堂是北方唯一一家配方颗粒试点生产企业, 区域优势明显, 目前公司在北京市场的占有率达到 90%, 未来市场扩展的空间将来自天津、河北等华北省份。2011 年公司将重点拓展天津市场, 预计增加医院 20 多家。

**6. 盈利预测与投资评级。**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, 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	29	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)	42.00
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

1. 《国都证券-公司研究-调研简报-红日药业(300026): 中药配方颗粒与血必净支撑长期成长》 2011-01-31

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
<b>血必净</b>	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%
<b>盐酸法舒地尔</b>	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%
<b>低分子肝素钙</b>	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%
<b>中药配方颗粒</b>				106.72	149.408	209.1712
收入增速 (%)					40.00%	40.00%
<b>医疗器械</b>				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
<b>营业收入</b>	<b>187</b>	<b>225</b>	<b>385</b>	<b>490</b>	<b>631</b>
增长率 (%)	57.55	20.36	70.95	27.42	28.63
<b>营业成本</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>131</b>	<b>114</b>	<b>144</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>76</b>	<b>92</b>	<b>131</b>	<b>216</b>	<b>281</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>79</b>	<b>95</b>	<b>131</b>	<b>216</b>	<b>282</b>
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
<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>81</b>	<b>112</b>	<b>184</b>	<b>239</b>
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
<b>属于母公司的净利润</b>	<b>64</b>	<b>81</b>	<b>99</b>	<b>147</b>	<b>191</b>
同比增长	61.56	25.76	22.58	48.33	30.07
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.64</b>	<b>0.80</b>	<b>0.99</b>	<b>1.46</b>	<b>1.90</b>
市盈率 (倍)	65	52	42	29	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			