

公司调研报告 红日药业 (300026.SZ)

► 2009年11月26日

短期内增长动力仍来自两大主导品种

暂不评级

分析师: 李鹰鹏 ✉: liyongpeng@chinastock.com.cn ☎: 010-66568483

一. 事件

近日我们参加了红日药业的投资者见面会, 与公司管理层进行了交流。

二. 我们的分析与判断

(一) 短期内增长动力仍来自公司的两大主导产品

两大主导产品(血必净和盐酸法舒地尔)的主要增长动力则来自覆盖医院范围扩大、潜在患者增加以及学术推广效果的显现。

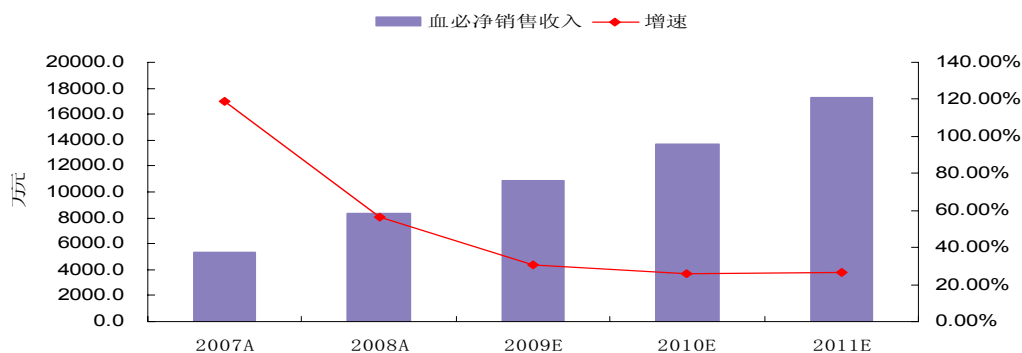
1、血必净注射液市场空间仍然很大

2008年该药品进入二级医院621家, 三级医院225家, 合计为846家, 市场覆盖率仅为10.86%, 覆盖医院提升空间很大。未来三年, 公司将逐步进入全国1,000~2,000家二级以上医院, 从而保证公司销售收入的持续增长。

另外, 公司一直在推动血必净作用机理的研究, 我们认为这对学术推广非常重要; 另外, 血必净作为独家品种, 在专利到期前能有效规避市场竞争带来的负面影响, 市场环境较好, 利于产品放量。

预计2009-2011年, 血必净销售收入分别为10842.3、13652.6、17255.3万元, 增速为30.52%、25.92%、26.39%。

图1: 血必净将保持较快增长



资料来源: 招股说明书 中国银河证券研究所

2、盐酸法舒地尔的优势地位可以保持

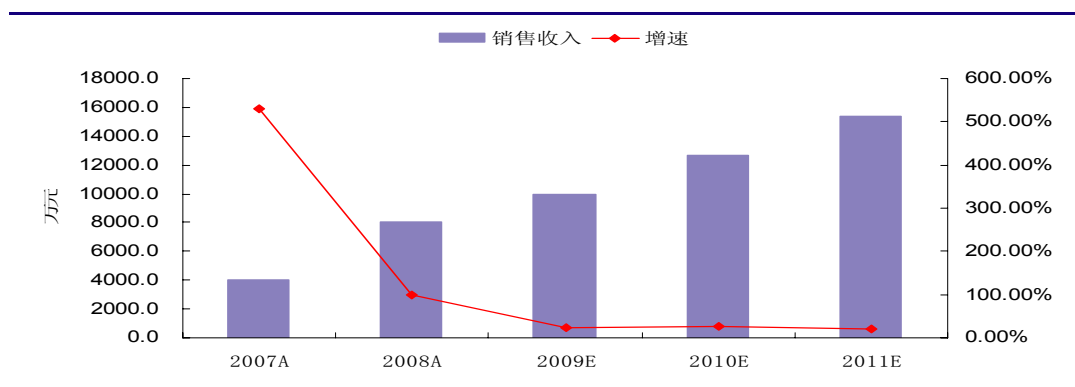
当前, 治疗SAH后脑血管痉挛的化学制剂种类较少, 主要有两种选择, 一是钙拮抗剂, 其中最主要的品种是尼莫地平; 二是Rho激酶抑制剂, 目前只有盐酸法舒地尔一个品种, 市场份额增长较快。

法舒地尔的专利已经到期, 仿制药获批的可能性越来越大, 但我们认为这些产品短期内对公司的影响不会很大; 而且, 临床研究表明, 盐酸法舒地尔的应用范围有望扩大, 对于其放量有益。

2008年该药仅进入925家医院, 只占全国二级以上医院覆盖率的11.87%, 拓展空间还很大; 且该药品在心脑血管疾病治疗上有广泛的运用, 可能随着其临床适应症范围不断扩大, 逐渐进入新的细分市场以获得新的增长机会。

我们预计盐酸法舒地尔2009-2011年销售收入分别为10004.8、12654.7、15379.0万元, 2008-2011年复合增长率分别为24.14%。

图 2: 盐酸法舒地尔 2009 年销售收入有望过亿



资料来源: 招股说明书 中国银河证券研究所

需要指出, 2009 年盐酸法舒地尔的出厂价格有所下降, 这是由于公司对经销商管理比较严格, 需要预收货款才发货, 因此在保持公司盈利水平的基础上, 考虑长远的发展, 给了经销商更多的优惠, 所以进行了价格的调整。

(二) 低分子肝素钙低谷已过

由于一些不法厂商非法添加硫酸软骨素, 加上 2007 年后猪肉价格低迷, 生猪数量减少, 造成主要原料肝素钠近年价格波动较大, 今年, 随着事件影响的逐步消除以及技术方面的改造, 产品回收率上升, 价格和成本都得到控制, 2009 年以来毛利率保持在 26-28% 之间, 处于比较成熟和合理的水平。

(三) 后续产品中不乏亮点

公司通过自主研发、购买品种等多种方式开发新品种, 目前仍有多个再研产品。其中, 硫酸氢氯吡格雷是后续产品中最值得关注的产品, 公司计划今年年底或明年年初时报生产, 力争明年底获批, 我们认为该品种构成 2011 年后维持增长的潜在动力。

表 1: 红日药业的在研产品众多

序号	药品名称	适应症	类别	所处阶段	拟达到目标
1	血必净口服泡腾片	脓毒症	中药 7 类	临床前研究	取得新药证书及注册批件
2	盐酸法舒地尔片	稳定性心绞痛	化药 1 类	临床前研究	
3	磷苯妥英钠注射液	癫痫	化药 3.1 类	临床研究	
4	注射用磷苯妥英钠	癫痫	化药 3.1 类	申报临床	
5	拮新康胶囊	抗白血病多药耐药性	中药 6.1.3 类	申报临床	
6	硫酸氢氯吡格雷	心脑血管病	化药 6 类	申报生产前	
7	ML4000	关节炎	化药 1 类	临床前研究	
8	雷普克	癌症 (肝癌)	生物药 1 类	筛选阶段	

资料来源: 招股说明书 中国银河证券研究所

除硫酸氢氯吡格雷外, ML4000 (是治疗关节炎的非甾体类药物, 处于临床前研究阶段, 与天津药物研究所合作开发)、雷普克 (癌症 (肝癌) 生物药 1 类, 是一个小分子蛋白, 主要是抑制癌细胞扩散和增生, 目前还没有上市的类似产品) 以及血必净口服泡腾片 (与血必净注射液定位有所不同, 且改为口服利于拓展业务)、拮新康胶囊 (减少化疗的耐药) 值得特别关注。但是, 需要指出的是, 即使临床试验获批, 还需要漫长的研究过程, 短期内难以贡献利润。

(四) 公司正在加强营销, 积极拓展市场

目前产品的覆盖医院只有 11% 左右, 以华东、华北为主, 公司将加强代理商管理, 建立淘汰机制, 同时也在考虑是否自建队伍并以此激发代理商的积极性。另外, 公司或将考虑加强与主渠道的合作 (如国药控股等大型商业企业),

希望明年终端客户医院会有增长。

目前的覆盖医院仍有潜力可挖，例如，有的医院年用量已经上万支，有的只能用 1000 支，显然仍有增长空间。

公司采用代理模式迅速扩展业务，并用学术推广进行支持，这几年主营业务增长较为明显，同时还带动了相关专业的的发展。例如，公司独创两个论坛：脓毒症和 RHO 激酶论坛，以两个产品为导向，但远远超出产品推广本身，实际上还可以把中国相关领域最高端的专家整合起来，带动专业的发展。

（五）募集资金项目和产能

实际上，募投项目已经提前着手进行，力争明年春天开工。公司会加紧建设，明年产能问题不大。

表 2：募集资金项目表

序 号	项目名称	年产能			投资总额	
		品种	原有产能	新增产能	预计总产能 (万元)	
1	血必净技改扩产项目	血必净	900 万支	1700 万支	2600 万支	20190.0
2	研发中心建设项目	-----	-----	-----	-----	6601.0
	合 计	-----	-----	-----	-----	26791.0

资料来源：招股说明书 中国银河证券研究所

三. 投资建议

（一）盈利预测

红日药业具备创业板特征，存在较快的成长预期，也存在相对较大的不确定性，公司保持持续较快增长的概率较大。我们维持新股定价报告中的盈利预测，预计 2009-2011 年的主营业务收入分别为 23255.79、28782.22、35677.50 万元，净利润分别为 8090.16、10543.06、13412.10 万元，每股收益分别为 1.61、2.09、2.66 元，2008-2011 年收入和利润的 CAGR 为 24.03%和 27.71%。

（二）估值和投资建议

采用 DCF 法 (WACC=10.23%, g=1%) 得到的合理估值结果为 61.53 元，对应 2009、2010、2011 年 38.3、29.4、23.1 倍市盈率。但公司目前处于成长期，未来的现金流状况难以精确预测，故 DCF 估值结果也仅能作为一种参考。

如果按照当前医药行业的平均市盈率水平，并给予小盘成长股适度溢价，按 2009 年 40 倍市盈率，对应股价为 64.40 元。由于市场即将过渡到按照 2010 年业绩进行估值，若届时公司仍享受 40 倍 PE，对应股价 83.6 元。

但是，创业板市场整体存在较高的溢价，公司本身的业绩弹性也相对较大，并且具备新产品上市、高送转等市场预期，所以我们认为，如果 12 个月内创业板仍能享受 20% 的整体溢价水平，红日药业的估值水平再度提升也可以理解和接受。

由于当前整个创业板的估值情况仍不稳定，我们暂不予评级，但将持续保持对公司的密切关注。

财务预测

表 3: 红日药业财务预测表

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	69.7	66.1	673.8	691.0	797.2	营业收入	118.7	187.0	232.6	287.8	356.8
应收票据	2.3	1.6	1.9	2.4	3.0	营业成本	29.1	44.2	48.0	57.6	70.5
应收账款	3.0	0.5	7.6	9.3	11.6	营业税金及附加	1.8	2.6	3.3	4.1	5.0
预付款项	3.8	7.8	12.2	17.4	23.8	销售费用	25.3	36.0	55.8	67.6	82.1
其他应收款	15.4	4.9	2.3	2.9	3.6	管理费用	15.1	25.3	31.4	37.4	44.6
存货	9.0	21.0	22.8	27.3	33.4	财务费用	3.4	2.5	-0.6	-2.5	-2.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	41.3	75.5	166.8	249.9	297.6	投资收益	0.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5
在建工程	4.1	8.5	104.3	102.1	71.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	44.4	76.0	94.2	123.0	156.8
无形资产	16.0	22.4	20.1	17.9	15.7	营业外收支净额	1.8	2.7	1.0	1.0	1.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	46.1	78.6	95.2	124.0	157.8
资产总计	175.0	217.1	1020.1	1128.6	1265.2	减: 所得税	7.0	14.3	14.3	18.6	23.7
短期借款	46.8	16.0	0.0	0.0	0.0	净利润	39.2	64.4	80.9	105.4	134.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	39.9	64.4	80.9	105.4	134.1
应付账款	7.9	13.1	14.1	16.9	20.7	少数股东损益	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	29.9	44.3	62.2	84.3	111.7	基本每股收益	1.10	1.77	1.61	2.09	2.66
应付职工薪酬	1.4	2.4	2.4	2.4	2.4	稀释每股收益	1.10	1.77	1.61	2.09	2.66
应交税费	9.9	6.1	6.1	6.1	6.1	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	14.2	3.1	3.1	3.1	3.1	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	111.1%	57.6%	24.4%	23.8%	24.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	238.6%	66.5%	19.3%	28.7%	27.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	441.3%	61.6%	25.7%	30.3%	27.2%
负债合计	113.8	91.6	96.4	123.7	157.9	盈利性					
股东权益合计	61.2	125.5	923.7	1004.8	1107.3	销售毛利率	75.5%	76.4%	79.4%	80.0%	80.2%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	33.6%	34.4%	34.8%	36.6%	37.6%
净利润	39.2	64.4	80.9	105.4	134.1	ROE	65.1%	51.3%	8.8%	10.5%	12.1%
折旧与摊销	4.1	4.5	15.2	21.3	25.6	ROIC	35.96%	44.46%	8.62%	10.20%	11.83%
经营活动现金流	72.0	77.7	106.3	139.5	175.7	估值倍数					
投资活动现金流	-8.5	-47.2	-200.5	-100.5	-40.5	PE	54.7	33.8	37.3	28.6	22.5
融资活动现金流	1.1	-34.1	701.9	-21.8	-29.0	P/S	18.3	11.6	13.0	10.5	8.5
现金净变动	64.6	-3.6	607.7	17.2	106.2	P/B	35.6	17.4	3.3	3.0	2.7
期初现金余额	5.0	69.7	66.1	673.8	691.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%
期末现金余额	69.7	66.1	673.8	691.0	797.2	EV/EBITDA	41.9	25.6	21.5	16.4	12.4

资料来源: Wind 中国银河证券研究所

DCF 估值与目标价位

DCF 估值与合理估值

表 4: 红日药业 DCF 折现模型

单位 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	7884.1	9408.0	12107.9	15461.1	18695.5	22203.7	24399.3	26802.2	28948.2	31443.0	34376.4
所得税	1428.9	1411.2	1816.2	2319.2	2804.3	3330.6	3659.9	4020.3	4342.2	4716.5	5156.5
NOPLAT	4018.0	6455.1	7996.8	10291.8	13141.9	15891.2	18873.2	20739.4	22781.8	24606.0	26726.6
营运资金净变动	3271.9	342.9	786.8	1233.8	1519.5	1939.5	2471.7	2906.3	3213.9	3563.5	3840.2
资本支出	-3865.1	-20000.0	-10000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0
自由现金流	3382.0	-9699.1	3655.7	13218.0	16720.5	20521.2	23085.3	25687.1	28106.6	30746.9	33802.2

WACC	10.23%	Ke	12.5%	61.53 元		永续增长率 g				
永续增长率	1%	Kd	7.1%			0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
终值	13761.4	t	15.0%	加权资本成本 WACC	8.73%	68.84	71.00	73.44	76.21	79.40
企业价值	310499.2	Rf	4.5%		9.23%	65.04	66.89	68.96	71.29	73.95
非核心资产价值	74351.2	E(Rm)	14.5%		9.73%	61.66	63.24	65.01	67.00	69.24
债务价值	856.82	Rm - Rf	10.0%		10.23%	58.63	60.00	61.53	63.22	65.12
股权价值	309642.4	D/A	0.3%		10.73%	55.90	57.09	58.41	59.87	61.50
股本 (万股)	5034.2	E/A	99.7%		11.23%	53.44	54.48	55.62	56.89	58.29
每股价值 (元)	61.51	Beta	0.80		11.73%	51.20	52.11	53.12	54.21	55.43

资料来源: 中国银河证券研究所 (因公司处于成长期, 未来现金流难以精确预测, 故 DCF 估值仅供参考)

分析师简介

李鹰鹏

银河证券医药行业分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2007 年加入银河证券研究所，负责医药行业，本科毕业于中国医科大学，曾就职于中国医学科学院阜外心血管病医院等医疗机构，有 7 年临床工作经验和 3 年医院管理经验。

在上海证券报、朝阳永续等联合举办的 2008 年度中国证券行业“最佳伯乐奖”评选活动获得“优秀组合个人奖”；在由今日投资主办的“2009 年（暨 2008 年度）中国最佳证券分析师”评选中获得“明星分析师入围奖”。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

医药行业分析师覆盖股票范围：

哈药股份（600664.SH）、三九医药（000999.SZ）、双鹤药业（600062.SH）、一致药业（000028.SZ）、恒瑞医药（600196.SH）、国药股份（600511.SH）、复星医药（600196.SH）、康缘药业（600557.SH）、上海莱士（002252.SZ）、上海医药（600849.SH）、信立泰（002294.SZ）、天坛生物（600161.SH）、科华生物（002022.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908