



证券研究报告·上市公司简评

化学医药

短期产能瓶颈 长期坚定看好

事件

主业产能遭遇瓶颈

公司近期公告中药配方颗粒产能已不能满足市场需求，拟用4700万购买北京顺义工业用地用于扩产。

简评

产能瓶颈制约短期业绩 不改长期看好趋势

公司的主导品种血必净是治疗脓毒症的独家品种，国家秘密配方，20年保护期。目前销量稳步增长，产能1500万支，目前的销售数量基本顶着产能上限，募投项目年产2600万支的产能将于明年1月达产。中药配方颗粒也是公司的主要收入和利润来源，目前也遭遇了产能瓶颈，公司现有产能100吨，买地扩产预计产能会翻2-3倍，由于中药配方颗粒按照饮片管理，不受终端价格控制，而且行业有一定行政壁垒，全国仅6家试点企业，因此利润水平较高。中药配方颗粒的标准化也将推进行业的发展，目前中药饮片的市场容量大约有400亿，即使1/3由中药配方颗粒替代也有百亿的市场，而09年中药配方颗粒的市场容量为10.9亿，未来增长空间巨大。虽然公司短期内受产能瓶颈制约业绩释放有限，但我们看好公司所处的细分领域，不改长期看好趋势。公司2010-2012年EPS分别为0.93、1.27和1.83元，净利润复合增长率为40%。目标价54.9元，对应12年30倍PE。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	225.08	382.50	615.37	983.41
主营收入增长率	20.36%	69.94%	60.88%	59.81%
EBITDA（百万）	98.31	123.41	167.38	247.25
EBITDA 增长率	18.46%	25.52%	35.63%	47.71%
净利润（百万）	80.97	93.76	127.86	184.61
净利润增长率	25.76%	15.79%	36.37%	44.39%
ROE	8.74%	9.37%	11.59%	14.76%
EPS（元）	2.030	0.931	1.270	1.834
P/E	21.08	45.96	33.70	23.34
P/B	2.32	4.31	3.91	3.44

红日药业(300026)

维持

买入

罗 樾

luoxi@csc.com.cn

010-85130957

执业证书编号：S1440108051823

发布日期：2011年1月11日

当前股价：42.80元

目标价格6个月：54.9元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
-14.25/-13.56	4.67/2.73	-3.15/9.49	
12月最高/最低价(元)			126.8/35.5
总股本(万股)			10068.40
流通A股(万股)			3623.34
总市值(亿元)			43.09
流通市值(亿元)			15.51
近3月日均成交量(万)			136.47
主要股东			
天津大通投资集团有限公司			27.82%

股价表现



相关研究报告

2010.12.08 红日初升



血必净

血必净是治疗脓毒症的独家品种，国家秘密配方，20 年保护期。销量稳步增长，目前产能 1500 万支，现有销量顶着产能上限做。募投项目扩产至 2600 万支，预计明年 1 月达产，未来还有扩产至 5000 万支的可能。未来可能新进 6 个省医保目录，但由于医保目录实施的周期与产能瓶颈原因，预计 11 年销量增长 10% 左右，收入增长 20% 左右。2010 年血必净的主要原材料红花和乙醇都成倍上涨，血必净毛利率低于 75%，成本推动出厂价上调 10%。红花价格目前从 150 回落到 100 元/KG，公司已经锁定了红花的价格，11 年毛利率将回升至 75% 左右。

中药配方颗粒

公司控股 42% 的康仁堂是全国中药配方颗粒 6 家试点企业之一，质量最好。目前产能 100 吨，计划明年初扩产至 200-300 吨。该行业增速快，2007 至 2009 年全国中药配方颗粒的市场规模复合增长率为 55.6%，行业行政壁垒高，终端价格按饮片管理，不受发改委最高零售价限制，毛利率水平高。一般毛利水平为 60%，净利水平在 20-30% 之间。中药配方颗粒的标准化将推进行业的发展，目前中药饮片的市场容量大约有 400 亿，即使 1/3 由中药配方颗粒替代也有百亿的市场，而 09 年中药配方颗粒的市场容量为 10.9 亿，未来增长空间巨大。

盐酸法舒地尔

由于在 09 年医保目录中适应症和使用医院受限制，且竞品（山西普德）进入市场对招标价格有一定影响，导致出厂价也将适当调整，影响毛利水平。由于医院拓展有限且遭遇竞品，预计该产品销售收入增长为个位数。目前公司还在进行法舒地尔新适应症临床前研究工作，未来法舒地尔如果能写进肺动脉高压治疗指南将提升该产品的销售。

低分子肝素钙

低分子量肝素钙是一种新型的抗凝血酶 III (ATIII) 依赖性抗血栓形成药，适应症主要用于预防和治疗深部静脉血栓形成，也可用于血液透析时预防血凝块形成，法国赛诺菲安万特的市场份额占 50% 以上，公司品牌博璞青占据市场份额第二的位置。由于原料肝素和乙醇的成倍上涨，公司 10 年上半年毛利率为负，下半年在肝素价格下行的前提下，毛利率有所回升，但预计全年毛利仍然为负，11 年毛利率为正。

新产品

预计脑心多泰胶囊和奥沙格雷酯 11 年底能拿到生产批件，并开始贡献收入。氯吡格雷现在还在按照 GMP 标准生产样品，之后产能报材料做生物等效性试验，预计要 1 年半之后才能有生产批件，短期内对业绩无贡献。

业绩预测与投资评级

公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.93, 1.27 和 1.83 元，净利润复合增长率为 40%。我们看好公司的长期发展，公司属于中药板块中质地优良、业绩增长确定的投资标的，目标价 54.9 元，对应 2012 年 30 倍 PE。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来6个月内相对超出市场表现15%以上；

增持：未来6个月内相对超出市场表现5—15%；

中性：未来6个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来6个月内相对弱于市场表现5—15%；

卖出：未来6个月内相对弱于市场表现15%以上。



分析师介绍

基金研究服务

罗 樨：协和医科大学微生物与生化药学博士，医药行业分析师。从业 3 年，学术功底深厚，研究范围覆盖生物制品、中成药、化学原料药和化学制剂等多个子行业。曾获“今日投资” 2008 年医疗保健行业最佳分析师入围奖。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。