

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国俊 分析师

执业编号： S0500511010012

联系人：

陈国栋

Tel： 021-68634510-8721

Mail： cgd2854@xcsc.com

基础数据：

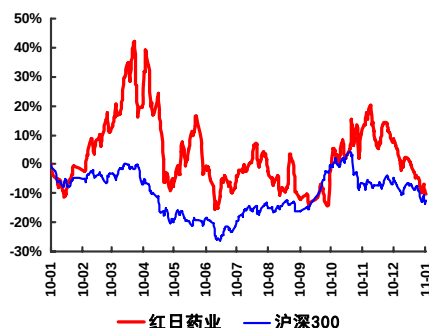
收盘价： 39.50 元

流通 A 股市值： 14.31 亿元

总市值： 39.77 亿元

沪深 300 指数： 2983.46

一年内股价与大盘走势：



近期调研红日药业持有 42% 股权的子公司康仁堂，与公司高管交流经营情况和未来发展思路。

投资要点：

- 康仁堂是国家批准试点生产中药配方颗粒 6 家企业之一。相对于中药饮片，中药颗粒有着特有便利性和质量标准易于统一。中医具有预防和个性化诊疗等特色，是国家重点扶持的产业。我们看好中药颗粒在未来的发展，作为中药饮片的补充和替代品种，中药颗粒行业还正处于刚起步阶段，行业增速将在未来几年保持较快水平。
- 公司中药颗粒在北京、天津等地具有较为雄厚市场基础，北京地区的市场占有率达 90% 以上。09 年北京市将中药颗粒正式调入医保目录范围，刺激中药颗粒快速持续导入该市场，作为区域龙头将会享受超越行业平均增速。南北地区中药材炮制的些许差异，也有助于维护康仁堂作为北方唯一中药颗粒生产厂家的市场地位。
- 采用红外光谱监控各味中药颗粒组分，使每一批产品质量标准统一，保障药材地道。细心研究 200 多个经典验方，通过临床疗效对比，实现单共煎的治疗效果基本一致，从而有利于使中医师相信使用中药颗粒。公司供应中药颗粒品种有 498 种，能满足中医院的日常需求。
- 提供相关配套服务，不仅生产中药颗粒，而且开发自动化中药房。医生无需改变处方习惯，用药量通过系统换算，自动提示中药材之间配伍禁忌，提高医院中药房配药效率和用药安全性。我们认为这是公司将该行业做精做细的最好诠释。
- **投资建议：**
康仁堂在中药颗粒行业积累十多年的经验，尽管不是营收最大、最先从事该行业的企业，但我们认为其具有自身独特优势。康仁堂有望成为公司今年重要利润增长点，我们预计 2011 年、2012 年每股收益分别为 1.55、1.89 元。我们继续给予红日药业“买入”评级，目标价 54.25 元。

风险因素：中药材价格上涨；中药注射液安全问题

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	187.00	225.08	358.16	539.47	677.73
增长率	57.55%	20.36%	59.13%	50.62%	25.63%
净利润（百万元）	60.39	80.97	99.72	156.28	190.44
增长率	51.54%	34.08%	23.16%	56.72%	21.86%
摊薄后每股收益（元）	0.64	0.80	0.99	1.55	1.89

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	903	1045	1115	1249	营业收入	225	358	539	678
现金	867	867	956	1091	营业成本	47	111	145	176
应收账款	0	25	22	24	营业税金及附加	3	5	8	10
其他应收款	4	32	13	34	营业费用	49	72	107	136
预付账款	3	13	13	19	管理费用	33	39	58	75
存货	21	89	87	53	财务费用	0	-4	-4	0
其他流动资产	8	19	24	28	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	159	152	300	410	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	101	99	241	335	营业利润	92	135	225	281
无形资产	21	26	31	36	营业外收入	3	1	1	1
其他非流动资产	33	23	24	35	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1062	1197	1415	1658	利润总额	95	135	226	281
流动负债	120	173	231	284	所得税	15	25	42	52
短期借款	0	0	0	0	净利润	81	110	184	229
应付账款	9	44	51	62	少数股东损益	0	10	28	39
其他流动负债	112	129	180	222	归属母公司净利润	81	100	156	190
非流动负债	15	12	13	13	EBITDA	98	136	231	298
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.61	0.99	1.55	1.89
其他非流动负债	15	12	13	13	主要财务比率				
负债合计	135	185	244	297	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	10	38	77	成长能力				
股本	50	101	101	101	营业收入	20.4%	59.1%	50.6%	25.6%
资本公积	708	658	658	658	营业利润	21.4%	46.3%	67.1%	24.7%
留存收益	168	243	374	526	归属于母公司净利				
归属母公司股东权					润	25.8%	23.2%	56.7%	21.9%
益	927	1001	1133	1284	获利能力				
负债和股东权益	1062	1197	1415	1658	毛利率(%)	79.0%	69.0%	73.1%	74.0%
现金流量表					净利率(%)	36.0%	27.8%	29.0%	28.1%
单位:百万元					ROE(%)	8.7%	10.0%	13.8%	14.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	121.0%	73.9%	84.2%	84.8%
经营活动现金流	135	28	267	301	偿债能力				
净利润	81	110	184	229	资产负债率(%)	12.7%	15.5%	17.3%	17.9%
折旧摊销	6	6	10	17	净负债比率(%)	2.05%	1.50%	1.13%	0.93%
财务费用	-0	-4	-4	0	流动比率	7.50	6.04	4.82	4.40
投资损失	0	-0	-0	0	速动比率	7.33	5.53	4.45	4.21
营运资金变动	49	-102	84	56	营运能力				
其他经营现金流	-1	19	-6	-3	总资产周转率	0.35	0.32	0.41	0.44
投资活动现金流	-348	-8	-158	-127					

资本支出	50	0	150	120	应收账款周转率	424	18	15	22
长期投资	-310	-1	1	-0	应付账款周转率	4.32	4.22	3.07	3.13
其他投资现金流	-608	-8	-7	-8	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	704	-21	-21	-39	每股收益(最新摊薄)	0.80	0.99	1.55	1.89
短期借款	-16	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	0.28	2.65	2.99
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.21	9.95	11.25	12.75
普通股增加	14	50	0	0	估值比率				
资本公积增加	708	-50	0	0	P/E	49.12	39.88	25.45	20.88
其他筹资现金流	-2	-21	-21	-39	P/B	4.29	3.97	3.51	3.10
现金净增加额	491	-0	89	134	EV/EBITDA	32	23	13	10

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	225	358	539	678	
收入同比(%)	20%	59%	51%	26%	
归属母公司净利润	81	100	156	190	
净利润同比(%)	26%	23%	57%	22%	
毛利率(%)	79.0%	69.0%	73.1%	74.0%	
ROE(%)	8.7%	10.0%	13.8%	14.8%	
每股收益(元)	0.80	0.99	1.55	1.89	
P/E	49.12	39.88	25.45	20.88	
P/B	4.29	3.97	3.51	3.10	
EV/EBITDA	32	23	13	10	

分析师说明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。