

分析师： 严鹏 (8621) 68751070 yanpeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120009

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

血必净增长无忧，康仁堂有望带来惊喜

事件描述

近日，我们调研了天津红日药业，与公司高管就经营状况、发展前景进行了交流，主要内容如下。

事件评论

第一，血必净成本下降，增长无忧

目前，血必净已经覆盖了约 1400 家医院，预计医院的覆盖数量能够保持 15%以上增长。由于具有专利保护，短期出现仿制药的可能性小。国家开展了对中药注射剂的再评价工作，2010 年上半年，公司已经开始启动血必净的再评价，今年有望将顺利完成。

新剂型研发：公司正在对血必净进行新剂型开发，如口服泡腾片，今年有可能报临床，适应症与注射剂相同，但服用方便。

成本控制：由于成本上涨，血必净产品毛利率在 2010 年上半年下降，下半年略微回升。公司原来是直接外购饮片，现在是买中药材，然后委托加工成饮片，预计可节约成本 10%左右。预计，今年的成本压力不大，毛利率将有所回升。

渠道管理：公司一般采取现款现货的销售模式，对窜货控制比较严格。如果发现有窜货现象，一般会取消代理资格。

产能：去年产能 1500 万支。IPO 募投项目计划扩大到 2600 万支，2012 年投产，能够满足未来两年的发展需要。

价格：出厂价没有大的变化，有一定抗降价风险的能力。

表 1: 公司储备的一类新品种

领域	阶段	备注
抗丙肝	已申请专利， 临床前研究	与中科院上海药物所合作
脓毒症	临床前研究	与第三军医大学第一附属医院合作
一氧化氮释放剂	今年有望申报临床	与天津药物研究院合作

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，法舒地尔增速较缓，肝素钙有望恢复盈利

公司的盐酸法舒地尔注射液基础较大，预计增速较为平缓。

自“百特事件”后，肝素精品价格暴涨，给公司低分子肝素钙注射液构成了很大的成本压力。2010年1-9月，产品毛利为负，四季度，毛利转正，一定程度减亏。目前，公司主要外购精品肝素钠，准备向上游延伸一步（做粗品），但尚处于研发阶段。2011年，预计精品肝素钠价格上涨动力不足，震荡下行的可能性比较大。因而，肝素钙业务基本可以保持盈利。考虑到国家药品降价的预期，肝素钙的终端提价非常困难，但由于成本高企，该品种大幅降价的可能性比较小。

第三，康仁堂继续保持高增长，有望带来惊喜

公司2010年4月使用超募资金5898.61万元对北京康仁堂增资，增资后，持有康仁堂42%的股权，成为第一大股东。

康仁堂是中药配方颗粒首批试点企业，目前形成了中药配方颗粒行业内第一个质量控制体系。中药配方颗粒比中药饮片应用方便，质量容易控制，价格比饮片高约20-30%。进入国家医保目录的中成药有1086种，600多种可以做颗粒，康仁堂能做其中的498种。目前，中药配方颗粒的销售还只能走医院渠道。康仁堂现有销售人员100多人，覆盖北京80多家医院，绝大部分是中医院。

目前，康仁堂重点在北京市场，并且中药配方颗粒进入北京地方医保。2011年，天津将作为重点市场开拓，乐观预计可覆盖20-30家中医院。

康仁堂现有100吨配方颗粒加工能力，存在一定的产能瓶颈，生产能力受限制。2010年12月底，康仁堂收购了北京港荣食品有限公司位于顺义的一个工厂车间及工业用地，预计今年3月份进行技改，年底投入运行，届时产能可扩大至200-300吨。

表 2：中药配方颗粒试点企业

生产企业	备注
江阴天江药业	
广州一方制药	现是天江的全资子公司
培力（南宁）药业	
深圳三九现代中药有限公司	
四川绿色药业	
北京康仁堂药业	现是红日药业的控股子公司

资料来源：长江证券研究部

我们认为，中药配方颗粒临床使用方便，质量易控。历时18年的试点研究进入尾声，国家有望正式推出相关政策，中药配方颗粒将迎来历史性发展机遇。而康仁堂基础扎实，形成了一定规模，借助政策推力，有望超预期高增长，给公司业绩带来惊喜。

第四，预计2010-2011年EPS分别为0.99元、1.45元，首次给予“谨慎推荐”评级

公司的血必净能够保持较高的增速，法舒地尔增速稍缓；后续产品储备丰富；康仁堂中药配方颗粒业务有望带来惊喜；公司尚有2亿左右超募资金，不排除进一步外延式扩张的可能。我们预计2010-2011年EPS分别为0.99元、1.45元。首次覆盖给予“谨慎推荐”评级，考虑到目前股价不高，建议积极关注。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	225	350	451	577	货币资金	867	789	925	1095
营业成本	47	119	136	185	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	178	231	315	392	应收账款	4	6	8	10
% 营业收入	79.0%	66.0%	69.8%	68.0%	存货	21	53	60	82
营业税金及附加	3	5	7	9	预付账款	3	7	8	11
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	49	70	86	110	流动资产合计	903	859	1006	1204
% 营业收入	22.0%	20.0%	19.0%	19.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	33	39	50	63	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.5%	11.0%	11.0%	11.0%	长期股权投资	3	62	62	62
财务费用	0	-3	-3	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	固定资产合计	131	127	118	95
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	21	20	19	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	92	120	176	214	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	41.0%	34.2%	39.0%	37.1%	资产总计	1062	1069	1206	1380
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	3	0	0	0
利润总额	95	120	176	214	应付款项	9	16	18	24
% 营业收入	42.4%	34.2%	39.0%	37.1%	预收账款	79	4	5	6
所得税费用	15	16	24	29	应付职工薪酬	11	3	4	5
净利润	81	104	152	185	应交税费	15	3	4	5
归属于母公司所有者					其他流动负债	4	13	16	21
的净利润	81.0	99.5	145.9	177.6	流动负债合计	120	39	46	61
少数股东损益	0	4	6	7	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.80	0.99	1.45	1.76	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	14	14	14	14
经营活动现金流净额	135	15	173	198	负债合计	135	53	61	76
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	927	1011	1136	1286
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-59	0	0	少数股东权益	0	4	10	18
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	927	1016	1146	1304
固定资产投资	-50	-20	-19	-6	负债及股东权益	1062	1069	1206	1380
其他	-298	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-348	-79	-19	-6		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.804	0.989	1.449	1.764
股权融资	726	0	0	0	BVPS	18.41	20.09	22.56	25.55
银行贷款增加（减少）	-16	-3	0	0	PE	83.54	67.96	46.35	38.08
筹资成本	1	-12	-19	-23	PEG	2.79	2.27	1.55	1.27
其他	-7	0	0	0	PB	3.65	3.34	2.98	2.63
筹资活动现金流净额	704	-15	-19	-23	EV/EBITDA	60.01	42.04	29.10	23.59
现金净流量	491	-78	136	169	ROE	8.7%	9.8%	12.9%	13.8%

分析师介绍

刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事化学制剂、原料药行业研究；
严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为医药行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfww@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。