

独家品种优势明显，中药配方颗粒是亮点

--红日药业 2010 年报点评


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

主要事件:

公司发布2010年报，报告期内公司实现营业总收入、利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为3.83亿元、1.35亿、1.02亿元，较上年增长70.55%、37.52%、22.76%。每10股派2.5元，转增5股。

投资要点:

1. 业绩增长的主要原因是公司产品销售增长和并购项目北京同仁堂药业的中药配方颗粒快速增长。毛利率有所下降，原因是公司生产用的原材料特别是肝素钠上涨过快所致，导致低分子量肝素钙注射液毛利率为-12.25%，拖累了公司的毛利率水平。公司控制成本能力较强，未来毛利率应该可以保持在较高的水平。

2. 公司主导产品包括血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液及中药配方颗粒，前两者均是国内独家品种，疗效显著，在细分市场具有垄断地位，近几年销量增速快，毛利率高，发展前景广阔，中药配方颗粒属于中药新剂型，处于高速发展阶段。

3. 优势品种产能扩大，投资1.88亿元扩大中药配方颗粒的产能，从目前的100吨提升到300吨。公司将血必净注射液的产能扩大，预计将产能从目前的1000万支/年扩大到2600万支/年，产能扩大后将为公司业绩带来快速增长。预计公司2011年、2012年营业收入分别为4.91亿元、7.12亿元，归属母公司股东净利润分别为1.34亿元、1.94亿元，EPS分别为1.34元、1.94元。给予推荐评级。

风险提示:

原材料价格继续上涨，产品价格受到调控，公司利润受到压缩。

主要财务数据:

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	225.08	383.88	491.36	712.48
增长率(%)	20.36	70.55	28.00	45.00
归属母公司股东净利润	83.11	102.03	135.08	195.09
增长率(%)	29.07	26.01	32.40	44.42
每股收益(EPS)	2.03	1.01	1.34	1.94
市盈率(P/E)	19.30	38.64	29.19	20.21

红日药业 300026

2011-4-15

评级 推荐(维持)

目标价格 48.00

当前价格 39.16

基础数据

总市值(百万) 3942.79

总股本/流通股本(百万) 100.68/36.23

流通市值(百万) 1418.90

每股净资产 10.02

净资产收益率 10.47

交易数据

52 周内股价区间 126.11/35.50

10 年市盈率 38.64

市净率 3.91

一年期走势图



行业研究员: 张欣

联系人: 林兴秋

证书编号 S0820208030013

电话 021-32229888-3510

E-mail linxingqiu@ajzq.com

相关报告

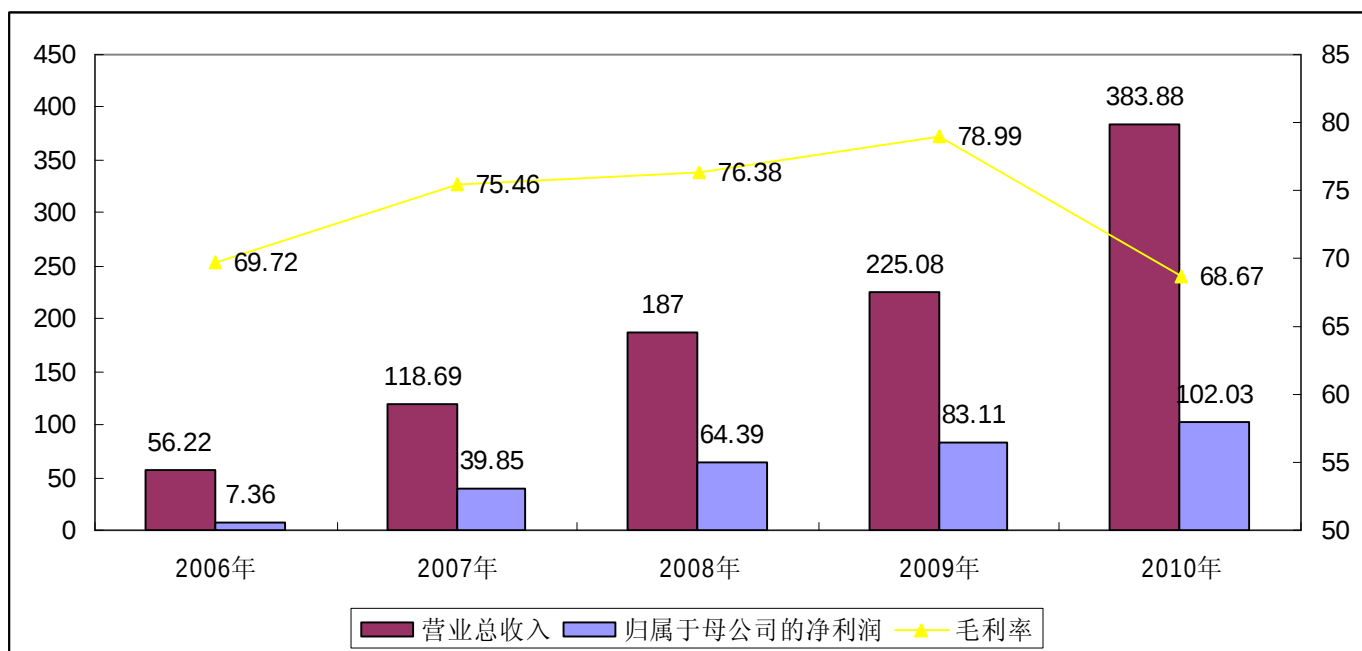
《独家品种前景广阔，产能扩大值得期待——红日药业快报点评》2011.1.20

公司研究

一、公司营业收入利润增长,毛利率保持在较高水平

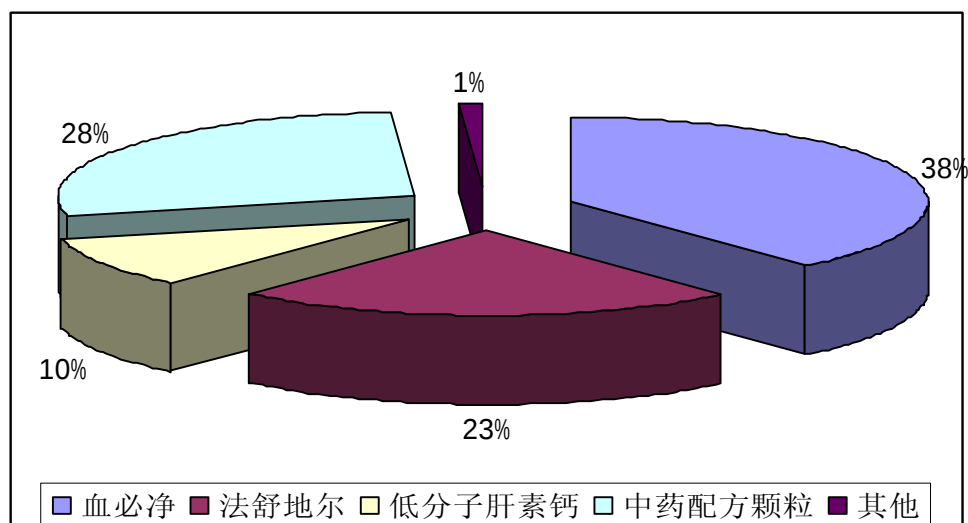
公司主要从事中成药以及西药的研发、生产和销售,公司产品品种主要有4种,治疗脓毒症药物的中药注射剂—血必净注射液,治疗脑血管病用药的西药注射剂—盐酸法舒地尔注射液、血液系统药物中的抗血栓药—低分子量肝素钙注射液以及中药配方颗粒。血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液,均是国内独家品种,疗效显著,在细分市场具有垄断地位,中药配方颗粒发展迅速。公司近几年营业收入、净利润均保持快速增长,营业收入从2006年的5622万元增长到2010年的38388万元,归属于母公司的净利润从2006年的736万元增长到2010年的10203万元。毛利率维持在较高水平,2006年为69.72%,2009年为78.99%,2010年为68.67%,较2009年有所下降,不过较2010年前3季度的65.68%有所回升,2010年下降的原因是公司生产用的原材料特别是肝素钠上涨过快所致,导致占公司营业收入近10%的低分子量肝素钙注射液毛利率为-12.25%,拖累了公司的毛利率水平,公司控制成本能力较强,未来毛利率应该可以保持在较高的水平。公司产品布局合理,战略重点突出,血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液、中药配方颗粒公司占营业收入分别为38%、23%、28%,合计比重近90%。

图1: 公司收入、净利润、毛利率情况(单位:百万元,%)



数据来源: 公司公告, 爱建证券

图 2：公司 2010 年各产品占营业收入比重

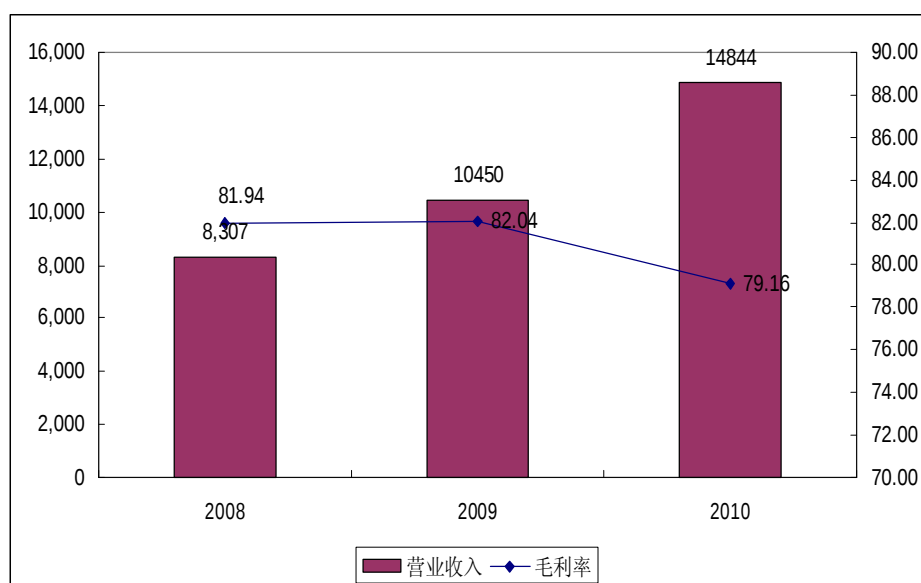


资料来源：公司公告，爱建证券

二、 血必净注射液产能扩大可期，营业收入增长迅速

血必净注射液 2010 年营业收入为 14844 万元，较上年增长 42.04%，毛利率为 79.16%，在原材料价格快速上涨的 2010 年，毛利率有点回落，不过公司控制成本能力较强，依然维持在高水平。血必净注射液是目前国内唯一经 SFDA 批准的治疗脓毒症和多脏器功能障碍综合征的国家二类新药，治疗机理清楚，治疗效果显著，在细分市场具有垄断地位；公司拥有该药物的自主知识产权。我国每年约有 30 万例患者发生脓毒症，因此造成的死亡人数高达 50 万人以上。血必净注射液上市销售后销量快速增长，2006 年到 2008 年销量分别为 184.22 万支、453.01 万支、727.71 万支，年均复合增长率达 98.75%。血必净注射液国内市场潜在需求约为 5000 万支，而公司 2009 年的产能约为 900 万支/年，2010 年的产能约为 1000 万支/年，产能瓶颈制约着血必净销量的迅猛增长，公司将募集的资金用于产能扩大，将产能扩大到 2600 万支/年，我们预计 2012 年初可以投入使用，产能扩大后将为 2012 年业绩带来快速增长。

图 3：血必净注射液 2008-2010 营业收入及毛利率（万元，%）



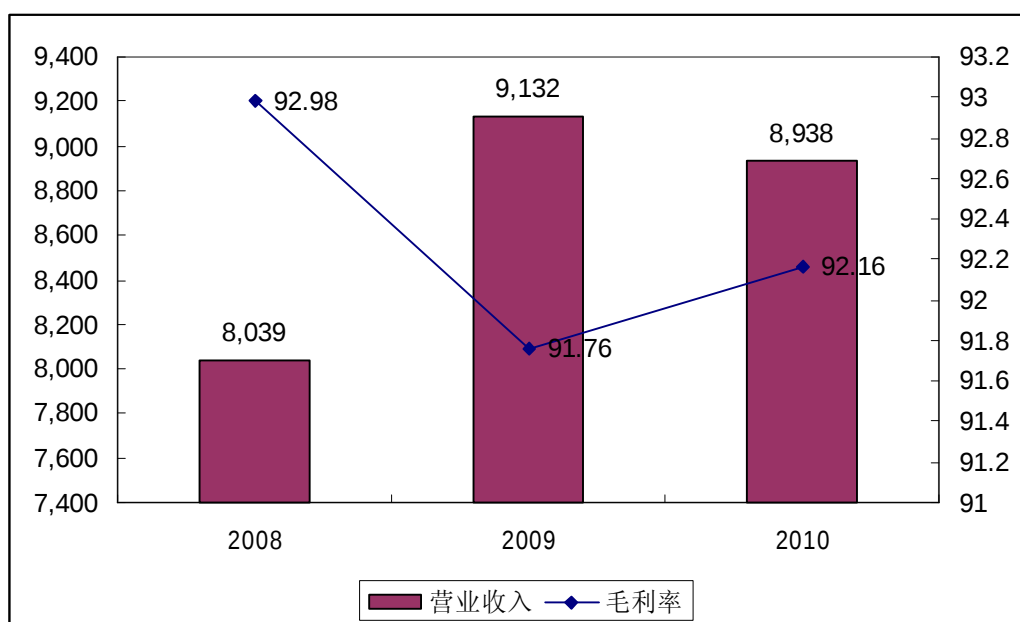
资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

三、盐酸法舒地尔注射液市场可以期待，毛利率维持高水平

公司另一主导产品盐酸法舒地尔注射液2010年营业收入8938万元，毛利率有所上升为92.16%。盐酸法舒地尔注射液为国家二类新药，是国内唯一上市的Rho激酶抑制剂，本公司是国内唯一生产该品种原料药和注射剂的企业，主要用于脑血管疾病，为脑血管解痉剂。我国医院脑血管化学药的市场快速增长，由2006年的48.62亿元上升至2008年的78.76亿元，年均复合增长率达到27.28%。在脑血管解痉类化学药市场中，公司该产品市场占有率不断攀升，从2006年的11.90%、增长到2008年的44.93%，位列首位。公司另一产品低分子量肝素钙注射液，该产品主要原料肝素钠受大量出口影响，采购价格大涨，尽管公司采取各种措施，仍难以消化涨价因素，致使2010年该产品毛利率为负数，低分子量肝素钙注射液竞争激烈，原材料价格高，未来估计该产品对公司利润增长的贡献相对不大。

图 4：盐酸法舒地尔注射液营业收入及毛利率（万元，%）



资料来源：公司公告，爱建证券

四、中药配方颗粒产能扩大，营业收入将快速增长

公司2010年4月收购康仁堂，康仁堂拥有中药配方颗粒的全部核心资产，主要业务集中在中药配方颗粒生产，中药现代化的蓬勃发展符合国家的政策要求，使得中药配方颗粒处于高速发展阶段。2010年康仁堂药业公司总资产为20189.49万元，净资产11687.11万元，2010年度净利润为3,270.28万元，同比分别上升231.77%、370.17%和221.81%。康仁堂决定投资1.88亿元扩大中药配方颗粒的产能，从目前的100吨提升到300吨，以满足市场需求，加速公司营业收入的发展。康仁堂提出中药配方颗粒“全成分”概念，创新使用中药指纹图谱标准技术，并对常用中药配方颗粒400余种“全成分”工艺进行研究，满足了工业化生产的要求，并且符合中医处方辨证论治的特点，方便广大医患者临床应用的需要，发展前景看好。

请务必阅读正文之后的重要声明

五、公司盈利预测

公司积极扩大 优势品种产能，投资1.88亿元扩大中药配方颗粒的产能，从目前的100吨提升到300吨。公司将血必净注射液的产能扩大，预计将产能从目前的1000万支/年扩大到2600万支/年，产能扩大后将为公司业绩带来快速增长。公司研发实力强大，研发投入较大，公司单独或合作研发的新药项目共有7个，研发的新药将于近期陆续上市或进入临床试验。预计公司2011年、2012年营业收入分别为4.91亿元、7.12亿元，归属母公司股东净利润分别为1.34亿元、1.94亿元，EPS分别为1.34元、1.94元。给予推荐评级。

表1：公司收入盈利预测（单位：百万元）

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	225.08	383.88	491.36	712.48
减：营业成本	47.28	120.27	152.32	217.31
营业税金及附加	3.47	3.96	5.07	7.36
营业费用	49.42	87.23	111.65	161.90
管理费用	32.67	51.20	65.54	95.03
财务费用	-0.24	-16.75	-19.78	-24.10
资产减值损失	-0.14	3.73	0.00	0.00
加：投资收益	-0.42	-0.39	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	92.20	133.84	176.56	254.99
加：其他非经营损益	3.29	1.10	0.00	0.00
利润总额	95.49	134.94	176.56	254.99
减：所得税	14.52	21.59	26.48	38.25
净利润	80.97	113.35	150.07	216.74
减：少数股东损益	0.00	11.32	14.99	21.65
归属母公司股东净利润	80.97	102.03	135.08	195.09
每股收益(EPS)	0.804	1.013	1.342	1.938
销售毛利率	78.99%	68.67%	69.00%	69.50%
市盈率(P/E)	48.69	38.64	29.19	20.21

资料来源：公司公告，爱建证券

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。