

立足朝阳产业，打造行业龙头

民生精品---调研简报/医药行业

2011 年 06 月 16 日

一、事件概述

我们于近日对红日药业生产中药配方颗粒的子公司康仁堂药业进行了实地调研，了解了公司经营动态和发展战略。

二、分析和判断

➤ 配方颗粒市场仍处于培育期，但潜力巨大

虽然公司的中药配方颗粒去年以来呈现出供不应求的局面，但公司判断这一市场整体仍处于培育期，在临床上不少医生倾向于将配方颗粒定位为传统饮片的补充，往往在病人无法煎药时建议使用。从消费者角度配方颗粒也有一个接受过程。公司产品已经覆盖了北京 90% 以上的目标医院，但是这些医院的销售量还远远未饱和，同时公司估计二级医院以下小型中医医疗机构的饮片消费量比综合性大医院还要大。

➤ 受药材价格影响，但产品定价有空间

作为中药配方颗粒企业，康仁堂不可避免的会受到中药材价格上涨的影响。但公司在产品定价上比较灵活，一来配方颗粒产品属于企业自主定价，二来配方颗粒主要是替代传统饮片，中药材涨价对二者成本有相同的传导机制，消费者易于接受。公司方面认为中药材价格不会长期暴涨暴跌，现在一些大品种价格已经在回落，今后中药材价格趋势是理性回归。

➤ 公司注重经营质量，追求稳步发展

康仁堂在中药配方颗粒领域耕耘了十多年，经验十分丰富，目前无论是新产能的建设还是市场的拓展，公司都在按部就班的运作。公司现阶段重点仍是放在京津市场，京津以外地区的开拓则视市场机遇而定。现有销售人员 100 多人，其中一线学术专员 40 多人，对医生开展产品宣讲。

➤ 一体化解决方案和全成分概念有较强的竞争力

相比同类配方颗粒企业，康仁堂的竞争优势一是在于对单位药材“全成分”的提取，而不仅仅是已知有效成分；二是提供包括配药机和自动化中药房在内的一体化解决方案。康仁堂的自动化中药房可与医院 HIS 系统链接，药剂师无需考虑剂量换算和手动称量，全程由计算机控制，很受药房工作人员欢迎。

三、盈利预测与投资建议

我们认为中药配方颗粒属于朝阳产业，也是红日药业重要的利润增长点。公司在去年 5 月收购康仁堂，因此合并了 6-12 月的收入，去年全年的收入预计在 1.4 亿元左右。配方颗粒业务的快速成长既有整个中药配方颗粒市场景气度的因素，也有公司入主康仁堂后对其销售能力提高的原因，我们预计今后公司的配方颗粒业务将保持 40% 以上的收入增长率。

红日药业的拳头产品血必净注射液和中药配方颗粒在医药股中独具特色，此外还储备了丰富的后续品种。我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别增长 47.7%、36.1% 和 32.8%，对应的 EPS 分别为 0.93 元、1.27 元和 1.71 元。公司市值和股本较小、主营清晰，具有业绩弹性充分和成长性好的特点，且估值合理。维持“强烈推荐”评级，目标价格为 34.5 元，对应 2011-2013 年的 PE 分别为 37 倍、27 倍、20 倍。

四、风险提示：

中药注射剂的行业风险；新产品审批进度的不确定性。

强烈推荐

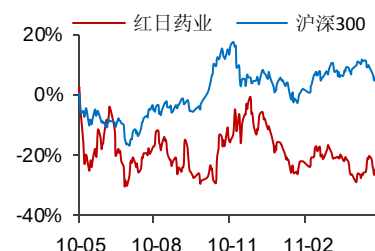
维持评级

合理估值： 34.5 元

交易数据 (2011-06-16)

收盘价(元)	25.67
近 12 个月最高/最低	53.66/25.33
总股本(百万股)	151.02
流通股本(百万股)	54.35
流通股比例%	36%
总市值(亿元)	38.77
流通市值(亿元)	13.95

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

电话：(8610)8512 7656

Email: lianyueyao@mszq.com

分析师：李平祝

执业证书编号：S0260511020019

电话：(8610)8512 7808

Email: lipingzhu@mszq.com

相关研究

1. 《红日药业调研简报—增长后劲十足，明年或有爆发》2010.09.17
2. 《红日药业深度报告—特色的产品，广阔的前景》2010.09.29
3. 《红日药业三季报点评—业绩符合预期，成本压力犹存》2010.10.27
4. 《红日药业调研报告-配方颗粒快速增长，血必净更进一步》2011.05.03

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	384	567	771	1,025
增长率 (%)	70.6%	47.7%	36.1%	32.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	102	140	192	258
增长率 (%)	36.4%	37.2%	37.1%	34.5%
每股收益 (元)	1.01	0.93	1.27	1.71
PE	38.1	27.7	20.2	15.0
PB	3.84	3.13	2.71	2.29

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	384	567	771	1,025
减：营业成本	120	168	229	301
营业税金及附加	4	6	8	11
销售费用	87	125	166	215
管理费用	51	75	100	131
财务费用	(17)	(10)	(3)	(4)
资产减值损失	4	0	0	0
加：投资收益	(0)	0	0	0
二、营业利润	134	203	272	370
加：营业外收支净额	1	0	0	0
三、利润总额	135	203	272	370
减：所得税费用	22	33	44	59
四、净利润	113	171	228	311
归属于母公司的利润	102	140	192	258
五、基本每股收益 (元)	1.01	0.93	1.27	1.71
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	24.1	17.5	12.6
成长能力:				
营业收入同比	70.6%	47.7%	36.1%	32.8%
营业利润同比	48.3%	51.8%	33.8%	36.1%
净利润同比	36.4%	37.2%	37.1%	34.5%
营运能力:				
应收账款周转率	10.26	7.96	6.94	5.71
存货周转率	2.01	2.03	2.69	2.53
总资产周转率	0.33	0.42	0.51	0.59
盈利能力与收益质量:				
毛利率	68.7%	70.3%	70.4%	70.6%
净利率	26.6%	24.7%	24.9%	25.2%
总资产净利率 ROA	8.0%	10.0%	11.9%	13.6%
净资产收益率 ROE	9.3%	11.3%	13.4%	15.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	5.56	7.09	7.68	8.33
资产负债率	14.2%	11.5%	11.2%	10.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	0.93	1.27	1.71
每股经营现金流量	0.46	1.30	0.71	1.65
每股净资产	10.02	8.21	9.47	11.19

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	770	928	1,000	1,191
应收票据	2	3	4	5
应收账款	74	68	154	205
预付账款	2	9	39	51
其他应收款	7	10	13	18
存货	99	67	103	136
其他流动资产	9	0	0	0
流动资产合计	962	1,084	1,313	1,606
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	142	165	167	158
在建工程	50	30	10	10
无形资产	55	52	49	46
其他非流动资产	59	59	59	59
非流动资产合计	318	318	297	285
资产总计	1,280	1,402	1,610	1,892
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	91	51	69	90
预收账款	46	67	67	67
其他应付款	11	11	11	11
应交税费	13	12	12	12
其他流动负债	11	12	12	12
流动负债合计	173	153	171	193
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	182	162	180	202
股本	101	151	151	151
资本公积	659	659	659	659
留存收益	249	311	464	671
少数股东权益	89	120	156	209
所有者权益合计	1,098	1,240	1,430	1,690
负债和股东权益合计	1,280	1,402	1,610	1,892
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	46	196	108	249
投资活动现金流量	(312)	(20)	0	(10)
筹资活动现金流量	(29)	(18)	(35)	(48)
现金及等价物净增加	(295)	158	73	191

分析师与联系人简介

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李平祝，北京大学药理学硕士，三年证券从业经验。2011年三月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,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。本公司版权所有并保留一切权利。

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,均为本公司的商标、服务标识及标记。