

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

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

增持康仁堂股权，提振公司发展

事件描述

红日药业 7 月 15 日发布公告，主要内容如下：

公司拟使用超募资金购买新疆力利记所持康仁堂 21.75%的股权，预计投入资金总额为 17,782.15 万元。购买后，红日药业持有康仁堂股权比例由 42%增加到 63.75%，成为其绝对控股股东。

事件评论

第一， 股权收购后公司将成为康仁堂绝对控股股东

2010 年公司使用超募资金 5,898.61 万元对康仁堂增资，获得康仁堂 42%的股权。本次收购过后，公司持有康仁堂股权比例由 42%增加到 63.75%。2010 年康仁堂净利润为 3,270.28 万元，对应 21.75%股权的权益为 711.29 万元，那么公司此次用 17,782.25 万元收购对应的 2010 年康仁堂 PE 为 25 倍。随着中药配方颗粒的普及，康仁堂近几年增长迅速，2010 年净利润同比增长 221.80%，今年 1-5 月的净利润已经达到 2010 年全年的 79.65%。康仁堂的高增速体现了公司此次股权投资的价值。

表 1：此次股权转让后，康仁堂股权结构：

股东名称	股权比例
天津红日药业股份有限公司	63.75%
张晓菲	12.14%
吴玠	10.27%
其他个人股东 11 人	13.84%
合计	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二， 康仁堂增长势头良好，将为公司发展添力

目前中药配方颗粒在全国共有 6 家企业试点，康仁堂业务主要集中在华北地区，目前在北京入驻了 80 多家医院，覆盖率达到 90%。目前康仁堂开始开拓天津市场，已经在 5 家医院实现了销售。相比较于其他竞争对手，康仁堂提供

的是全套解决方案，而其他公司提供的仅是药材。公司能够为医院提供自动发药机器，目前公司大概有 300 多台机器分布在各个医院里，能够按照处方将中药颗粒混合在一起封装，使用更加方便。

康仁堂近几年的良好发展势头也证明了中药配方颗粒业务的巨大潜力。2009 年康仁堂实现销售收入 5,856.50 万元，净利润 1,016.22 万元；2010 年销售收入 14,284.00 万元，净利润 3,270.28 万元。2010 年收入增长 143.90%，净利润增长 221.81%。康仁堂的高速发展无疑也将使得公司业务发展提速。

第三， 预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.93 元、1.23 元，继续维持“推荐”评级

我们认为康仁堂中药配方颗粒业务有望实现高增长，增持股权有利于公司；公司后续产品储备丰富，有 3 个一类新药在研项目；并有进一步外延式扩张的可能。我们预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.93 元、1.23 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	384	510	677	895	货币资金	770	826	994	1220
营业成本	120	149	207	281	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	264	361	471	614	应收账款	81	9	12	16
% 营业收入	68.7%	70.7%	69.5%	68.6%	存货	99	67	93	127
营业税金及附加	4	5	7	9	预付账款	2	9	12	16
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	9	0	0	0
销售费用	87	116	149	197	流动资产合计	962	917	1119	1389
% 营业收入	22.7%	22.7%	22.0%	22.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	51	68	88	116	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.3%	13.3%	13.0%	13.0%	长期股权投资	12	71	71	71
财务费用	-17	-3	-3	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-4.4%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	固定资产合计	192	184	169	138
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	55	52	49	47
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	14	14	14	14
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	134	175	230	295	其他非流动资产	43	43	43	43
% 营业收入	35.0%	34.3%	34.0%	33.0%	资产总计	1280	1280	1464	1702
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	135	175	230	295	应付款项	91	20	27	37
% 营业收入	35.2%	34.3%	34.0%	33.0%	预收账款	46	5	7	9
所得税费用	22	28	37	47	应付职工薪酬	11	4	6	8
净利润	113	147	193	248	应交税费	13	4	6	8
归属于母公司所有者的净利润	102.0	140.7	185.2	237.9	其他流动负债	11	20	26	35
少数股东损益	11	6	8	10	流动负债合计	173	53	72	97
EPS (元/股)	0.68	0.93	1.23	1.58	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	6	0	0	0
经营活动现金流净额	46	155	213	266	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	6	0	0	0	负债合计	182	57	75	100
收回现金					归属于母公司	1009	1128	1286	1488
长期股权投资	-1	-59	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	89	95	103	113
固定资产投资	-113	-21	-21	-9	股东权益	1098	1223	1389	1601
其他	-199	0	0	0	负债及股东权益	1280	1280	1464	1702
投资活动现金流净额	-312	-80	-21	-9	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.676	0.931	1.226	1.575
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	10.02	11.21	12.77	14.78
筹资成本	25	-18	-25	-32	PE	43.50	31.55	23.96	18.66
其他	-55	0	0	0	PEG	1.33	0.97	0.74	0.57
筹资活动现金流净额	-29	-18	-25	-32	PB	2.93	2.62	2.30	1.99
现金净流量	-295	56	168	226	EV/EBITDA	28.49	17.67	12.99	9.66
					ROE	10.1%	12.5%	14.4%	16.0%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。