

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

血必净恢复增长，前景值得期待

事件描述

红日药业 2011 年 10 月 21 日发布三季报，主要内容如下：

2011 年 1-9 月份，公司实现营业收入 37809.39 万元，同比增长 61.65%，归属于上市公司股东的净利润 8062.20 万元，同比增长 24.90%；基本每股收益 0.53 元。

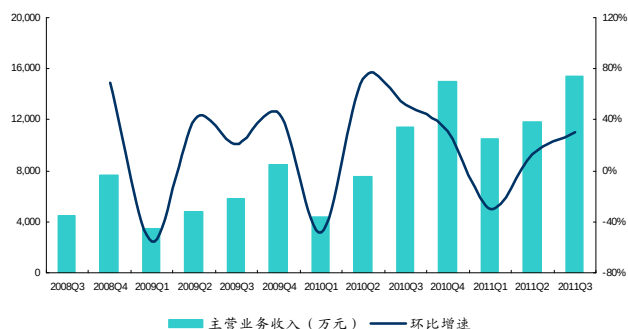
事件评论

第一， 营销调整起效，血必净恢复增长

2011 年 1-9 月份，公司实现营业收入 37809.39 万元，同比增长 61.65%，归属于上市公司股东的净利润 8062.20 万元，同比增长 24.90%；基本每股收益 0.53 元，业绩基本符合我们的预期。

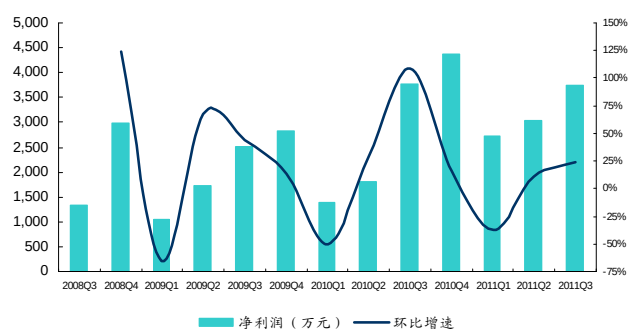
分季度来看，2011 年第三季度，公司实现营业收入 15422.35 万元，同比增长 34.56%，环比增长 29.8%；归属于上市公司普通股股东的净利润 3748.39 万元，同比增长 16.19%。

图 1：2007-2011 年分季度收入（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2007-2011 年分季度利润（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

经过上半年的营销调整，目前血必净终端销售良好，经销商前期库存基本消耗完毕。血必净注射液在第三季度恢复增长，我们估计单季度实现收入 5000 万元以上。总体来看，1-9 月血必净同比增长约 10% 以上。

自 2011 年 9 月 1 日起，国家发改委下调盐酸法舒地尔注射液最高零售价 10%。山西普德和成都苑东取得法舒地尔批文后，市场竞争趋于激烈。以上不利因素叠加，造成公司法舒地尔销售明显下滑。我们估计法舒地尔第三季度销售收

入 1200 万元左右，下滑接近 30%。我们认为公司不断加强与经销商合作，推进增加适应症合作，有助于遏制法舒地尔继续下滑的趋势。

第二， 中药配方颗粒仍保持较快增长

1-9 月，中药配方颗粒销售继续保持较快增长，我们估计毛利率仍保持在 65% 以上。2011 年 8 月，公司使用超募资金购买新疆力利记投资有限公司所持康仁堂 21.75% 的股权。8 月 8 日，办理完成了工商登记，收购完成后，公司持股比例增加到 63.75%，成为绝对控股股东。根据会计准则相关规定，自 9 月份开始，少数股东权益减少。因而，业绩增厚将较多地体现在第四季度。

康仁堂面临的主要问题还是产能，预计明年上半年扩产项目可以达产。达产后，估计销售收入将达到 5-6 亿。中药配方颗粒市场空间大，从目前情况来看，市场竞争还比较有限，我们对康仁堂的持续高增长相对乐观。

第三， 预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.84 元、1.12 元，维持“推荐”评级

我们认为经过营销调整，血必净销售在四季度增长加快的可能性较大，四季度股权收购业绩增厚将充分体现，因此小幅提高盈利预测，预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.84 元、1.12 元的盈利预测。公司血必净业务仍有提升的空间，中药配方颗粒将保持高增长，继续维持公司的“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	482	641	862	货币资金	770	824	989	1208
营业成本	120	143	197	278	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	264	339	445	585	应收账款	81	9	11	15
% 营业收入	68.7%	70.3%	69.3%	67.8%	存货	99	64	89	125
营业税金及附加	4	5	7	9	预付账款	2	8	11	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	101	135	181	流动资产合计	962	911	1108	1375
% 营业收入	22.7%	21.0%	21.0%	21.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	51	68	83	112	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.3%	14.1%	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%	-0.5%	固定资产合计	192	183	168	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	167	223	286	其他非流动资产	43	43	43	43
% 营业收入	35.0%	34.7%	34.8%	33.2%	资产总计	1280	1273	1453	1687
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	135	167	223	286	应付款项	91	19	26	37
% 营业收入	35.2%	34.7%	34.8%	33.2%	预收账款	46	5	6	9
所得税费用	22	27	36	46	应付职工薪酬	11	4	6	8
净利润	113	141	187	241	应交税费	13	4	6	7
归属于母公司所有者					其他流动负债	11	18	24	34
的净利润	102.0	126.5	168.7	219.1	流动负债合计	173	51	68	95
少数股东损益	11	14	19	21	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.68	0.84	1.12	1.45	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	6	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	46	150	208	256	负债合计	182	54	72	98
取得投资收益	6	0	0	0	归属于母公司	1009	1116	1260	1446
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-1	-59	0	0	少数股东权益	89	103	122	143
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1098	1219	1381	1589
固定资产投资	-113	-21	-20	-9	负债及股东权益	1280	1273	1453	1687
其他	-199	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-312	-80	-20	-9		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.676	0.838	1.117	1.451
股权融资	0	0	0	0	BVPS	10.02	11.09	12.51	14.36
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	43.50	35.09	26.30	20.26
筹资成本	25	-16	-22	-29	PEG	1.50	1.21	0.91	0.70
其他	-55	0	0	0	PB	2.93	2.65	2.35	2.05
筹资活动现金流净额	-29	-16	-22	-29	EV/EBITDA	28.49	18.35	13.35	9.97
现金净流量	-295	54	166	219	ROE	10.1%	11.3%	13.4%	15.1%

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。