

红日药业(300026.SZ)

三季报符合预期，营销改革初见成效

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

30.25-35.21

分析师

联系人

谢刚

陈景乐,CPA

S0740510120005

生物医药小组

021-20315178

021-20315157

xiegang@r.qlzq.com.cn

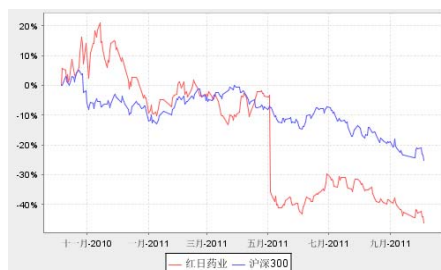
chenjl@r.qlzq.com.cn

2011年10月21日

基本状况

总股本(百万股)	151.03
流通股本(百万股)	54.40
市价(元)	23.58
市值(百万元)	3561.19
流通市值(百万元)	1282.85

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	225.08	383.88	520.18	704.83	957.71
营业收入增速	20.36%	70.55%	35.51%	35.50%	35.88%
净利润增长率	29.08%	22.76%	22.27%	34.04%	33.22%
摊薄每股收益(元)	1.65	1.01	0.83	1.11	1.48
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	55.24	44.34	34.04	25.40	19.06
PEG	1.90	1.95	1.53	0.75	0.57
每股净资产(元)	18.51	10.02	7.51	8.61	10.09
每股现金流量	2.65	0.46	0.85	1.87	1.73
净资产收益率	8.92%	10.11%	11.01%	12.85%	14.62%
市净率	4.93	4.48	3.75	3.26	2.79
总股本(百万股)	50.34	100.68	151.03	151.03	151.03

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011年10月21日,红日药业发布三季度业绩公告:实现营业收入3.78亿元,同比增长61.65%,归属于上市公司股东的净利润为0.81亿元,同比增长24.90%,EPS为0.53元;第三季度实现营业收入1.54亿元,同比和环比分别增长34.56%和29.76%,归属于上市公司股东的净利润为0.37亿元,同比和环比分别增长16.19%和57.96%,对应EPS为0.25元。
- 公司整体业绩基本符合我们的预期。前三季度母公司的营业收入整体与去年持平,销售的增长主要来自于子公司康仁堂配方颗粒的贡献,我们估计前三季度配方颗粒贡献销售收入1.95亿元。公司第三季度表现抢眼,净利润的环比增速大幅超过营业收入的增速。这主要有以下几点原因:
 - 受到中药材价格回落以及采取源头采购等成本控制的影响,公司毛利率水平环比上升了1.47%,我们预计第四季度毛利率水平依然具有上升的空间;
 - **营销改革成果初现**,通过销售事业部合并和营销队伍整合,第三季度销售费用占收入的比重环比大幅下降了5.66%,我们认为随着商业变革的继续推进,经销商的管理模式更为精细有效,销售费用占比将进一步下滑;
- 我们继续看好公司对血必净进行的营销改革,随着流通渠道的逐步理顺,依托渠道优势带来的营销模式升级将为血必净的持续稳定增长提供有力保证。同时作为我国中药现代化产物的配方颗粒,短期内将继续受益于政策带来的高准入壁垒,2012年年底前300吨的产能释放也将保障公司尽快抢占市场份额,继续维持稳定高速增长。

- 我们维持前期的盈利预测，公司 2011-2013 年的营业收入分别为 5.20 亿元、7.05 亿元和 9.58 亿元，同比分别增长 35.51%、35.50%和 35.88%；归属母公司净利润分别为 1.25 亿元、1.67 亿元和 2.23 亿元，同比分别增长 22.3%、34.0%和 33.2%；对应 EPS 分别为 0.83 元、1.11 元和 1.48 元。根据绝对估值法和相对估值法，我们认为公司合理的估值区间为 30.25-35.21 元，维持“增持”评级。
- 风险提示：中药配方颗粒政策风险、中药注射剂安全性风险、原材料涨价风险以及应收账款回收性风险

图表 1: 红日药业单季度利润表比较

项目	2010单季度数据				2011单季度数据			备注	备注
(百万元)	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	11-3Q同比增减	11-3Q环比增减
主营业务收入	43.88	75.41	114.61	149.98	105.02	118.85	154.22	39.61	35.37
增长率(同比)	28.30%	56.74%	96.48%	77.63%	139.31%	57.61%	34.56%		
增长率(环比)	-48.02%	71.83%	51.99%	30.86%	-29.98%	13.17%	29.76%		
营业成本	14.68	27.83	37.76	40.00	35.15	38.11	47.17	9.41	9.07
成本率	33.45%	36.91%	32.95%	26.67%	33.47%	32.06%	30.59%	-2.36%	-1.47%
主营业务税金及附加	0.428	0.747	1.360	1.430	1.189	1.261	2.258	0.90	1.00
占销售收入百分比	0.97%	0.99%	1.19%	0.95%	1.13%	1.06%	1.46%	0.00	0.00
主营业务利润	28.78	46.83	75.49	108.55	68.68	79.48	104.79	29.30	25.31
营业利润率	65.57%	62.10%	65.86%	72.38%	65.40%	66.88%	67.95%	2.08%	1.07%
主营业务毛利	29.20	47.57	76.85	109.98	69.87	80.74	107.05	30.20	26.31
毛利率	66.55%	63.09%	67.05%	73.33%	66.53%	67.94%	69.41%	2.36%	1.47%
增长率(同比)	9.23%	28.75%	63.54%	63.85%	139.26%	69.72%	39.30%		
增长率(环比)	-56.49%	62.91%	61.53%	43.12%	-36.47%	15.56%	32.58%		
销售费用	9.48	15.33	21.31	41.10	22.24	25.66	24.56	3.26	(1.09)
销售费用/收入	21.61%	20.34%	18.59%	27.41%	21.18%	21.59%	15.93%	-2.66%	-5.66%
管理费用	5.75	9.49	11.62	24.34	14.18	18.28	22.92	11.30	4.64
管理费用/收入	13.11%	12.58%	10.14%	16.23%	13.50%	15.38%	14.86%	4.72%	-0.52%
财务费用	-3.51	-3.28	-3.31	-6.65	-4.00	-0.82	-2.71	0.59	(1.89)
财务费用/收入	-8.00%	-4.35%	-2.89%	-4.44%	-3.81%	-0.69%	-1.76%	1.13%	-1.07%
三项费用/收入	26.71%	28.57%	25.85%	39.20%	30.86%	36.28%	29.03%	3.18%	-7.25%
资产减值损失	0.45	0.03	0.42	2.83	0.64	1.99	1.45		
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	0.00	0.00
投资收益	- 0.10	- 0.12	- 0.11	- 0.06	- 0.12	- 0.12	- 0.16	(0.05)	(0.04)
营业利润	16.50	25.14	45.33	46.86	35.51	34.26	58.41	13.07	24.14
增长率(同比)	38.44%	25.63%	53.56%	52.44%	115.20%	36.30%	28.84%		
增长率(环比)	-46.32%	52.33%	80.33%	3.37%	-24.22%	-3.52%	70.46%		
加: 营业外收入	0.24	0.67	0.14	1.10	0.11	3.57	3.29	3.14	(0.29)
减: 营业外支出	0.00	0.74	0.22	0.09	0.00	0.00	0.02	(0.20)	0.02
利润总额	16.74	25.07	45.25	47.87	35.61	37.84	61.67	16.42	23.84
增长率(同比)	36.31%	22.37%	53.60%	43.95%	112.75%	50.90%	36.29%		
增长率(环比)	-49.66%	49.79%	80.47%	5.79%	-25.61%	6.24%	63.00%		
所得税	2.74	7.04	7.61	4.19	8.34	7.58	13.28	5.66	5.70
实际税率(%)	16.38%	28.07%	16.83%	8.76%	23.41%	20.02%	21.53%		1.51%
净利润	14.00	18.04	37.64	43.68	27.28	30.26	48.40	10.76	18.14
净利润率(%)	31.90%	23.92%	32.84%	29.12%	25.97%	25.46%	31.38%	-1.46%	5.92%
增长率(同比)	35.15%	4.06%	50.31%	54.66%	94.86%	67.79%	28.58%		
增长率(环比)	-50.43%	28.85%	108.69%	16.05%	-37.55%	10.95%	59.93%		
少数股东损益	-	(0.25)	5.38	6.20	7.87	6.53	10.91		
归属母公司所有者的净利润	14.00	18.29	32.26	37.48	19.41	23.73	37.48	5.22	13.75
增长率(同比)	35.15%	5.53%	28.84%	32.72%	38.65%	29.75%	16.19%		
增长率(环比)	-50.43%	30.66%	76.40%	16.18%	-48.22%	22.27%	57.96%		
摊薄每股收益(元)	0.28	0.18	0.32	0.37	0.19	0.16	0.25	(0.07)	0.09

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2：红日药业销售收入预测表

单位：人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
血必净注射液						
销售收入	83.07	104.51	148.44	155.86	218.21	311.72
增长率 (YOY)	—	25.80%	42.04%	5.00%	40.00%	42.86%
毛利率	81.93%	82.03%	79.16%	81.14%	81.10%	81.06%
销售成本	15.01	18.78	30.93	29.39	41.23	59.04
增长率 (YOY)	—	25.11%	64.72%	-5.00%	40.31%	43.17%
毛利	68.06	85.73	117.50	126.47	176.97	252.69
增长率 (YOY)	—	25.96%	37.07%	7.63%	39.93%	42.78%
占总销售额比重	44.42%	46.43%	38.67%	29.96%	30.96%	32.55%
占主营业务利润比重	47.65%	48.22%	44.62%	35.17%	36.38%	38.18%
盐酸法舒地尔注射液						
销售收入	80.39	91.32	89.38	80.67	79.21	77.75
增长率 (YOY)	—	13.60%	-2.12%	-9.75%	-1.81%	-1.84%
毛利率	92.97%	91.75%	92.15%	89.26%	89.23%	89.20%
销售成本	5.65	7.53	7.02	8.67	8.53	8.39
增长率 (YOY)	—	33.31%	-6.87%	23.50%	-1.56%	-1.59%
毛利	74.74	83.79	82.37	72.00	70.68	69.35
增长率 (YOY)	—	12.11%	-1.69%	-12.58%	-1.84%	-1.87%
占总销售额比重	42.99%	40.57%	23.28%	15.51%	11.24%	8.12%
占主营业务利润比重	52.33%	47.13%	31.28%	20.02%	14.53%	10.48%
分子量肝素钙注射液						
销售收入	21.44	27.54	36.94	47.54	61.80	80.34
增长率 (YOY)	—	28.49%	34.13%	28.69%	30.00%	30.00%
毛利率	-1.32%	44.99%	-12.25%	27.06%	26.92%	26.79%
销售成本	21.72	15.15	41.47	34.68	45.16	58.82
增长率 (YOY)	—	-30.24%	173.70%	-16.38%	30.25%	30.25%
毛利	-0.28	12.39	-4.53	12.87	16.64	21.52
增长率 (YOY)	—	-4479.28%	-136.52%	-384.29%	29.34%	29.33%
占总销售额比重	11.46%	12.24%	9.62%	9.14%	8.77%	8.39%
占主营业务利润比重	-0.20%	6.97%	-1.72%	3.58%	3.42%	3.25%
中药配方颗粒						
销售收入	0.00	0.00	105.68	210.11	318.32	459.24
增长率 (YOY)	—	—	—	98.81%	51.50%	44.27%
毛利率	0.00%	0.00%	63.32%	68.10%	68.09%	68.08%
销售成本	0.00	0.00	38.76	67.02	101.57	146.61
增长率 (YOY)	—	—	—	72.88%	51.57%	44.33%
毛利	0.00	0.00	66.92	143.09	216.74	312.63
增长率 (YOY)	—	—	—	113.83%	51.47%	44.24%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	27.53%	40.39%	45.16%	47.95%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	25.41%	39.79%	44.56%	47.23%
其他						
销售收入	2.11	1.71	3.43	26.00	27.30	28.67
增长率 (YOY)	—	-18.82%	100.36%	658.53%	5.00%	5.00%
毛利率	14.67%	-240.82%	31.36%	19.85%	19.85%	19.85%
销售成本	1.80	5.83	2.35	20.84	21.88	22.97
增长率 (YOY)	—	224.26%	-59.65%	785.70%	5.00%	5.00%
毛利	0.31	-4.12	1.07	5.16	5.42	5.69
增长率 (YOY)	—	-1432.71%	-126.09%	380.19%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	1.13%	0.76%	0.89%	5.00%	3.87%	2.99%
占主营业务利润比重	0.22%	-2.32%	0.41%	1.44%	1.11%	0.86%
销售收入小计	187.00	225.08	383.88	520.18	704.83	957.71
销售成本小计	44.18	47.30	120.54	160.58	218.38	295.83
毛利	142.83	177.78	263.34	359.60	486.45	661.88
平均毛利率	76.38%	78.99%	68.60%	69.13%	69.02%	69.11%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

图表 3：红日药业财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	187	225	384	520	705	958
增长率	57.55%	20.4%	70.6%	35.5%	35.5%	35.9%
营业成本	-44	-47	-120	-161	-218	-296
% 销售成本	23.6%	20.9%	31.3%	30.9%	31.0%	30.9%
毛利	143	178	264	360	486	662
% 销售收入	76.4%	79.1%	68.7%	69.1%	69.0%	69.1%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-6	-7	-10
% 销售收入	1.4%	1.5%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-36	-49	-87	-111	-153	-206
% 销售收入	19.3%	22.0%	22.7%	21.4%	21.7%	21.5%
管理费用	-25	-35	-51	-75	-98	-136
% 销售收入	13.5%	15.5%	13.3%	14.4%	13.9%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	79	90	121	168	228	310
% 销售收入	42.2%	40.1%	31.6%	32.2%	32.4%	32.3%
财务费用	-3	0	17	13	12	14
% 销售收入	1.4%	-0.2%	-4.4%	-2.6%	-1.7%	-1.4%
资产减值损失	0	0	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	—	—	—	—	—
营业利润	76	90	134	181	240	323
营业利润率	40.6%	40.1%	34.9%	34.7%	34.0%	33.8%
营业外收支	3	8	1	4	3	4
税前利润	79	98	135	185	242	327
利润率	42.1%	43.6%	35.2%	35.6%	34.4%	34.1%
所得税	-14	-15	-22	-29	-38	-51
所得税率	18.1%	15.3%	16.0%	15.6%	15.8%	15.7%
净利润	64	83	113	156	204	275
少数股东损益	0	0	11	31	37	53
归属于母公司的净利润	64	83	102	125	167	223
净利润率	34.4%	36.9%	26.6%	24.0%	23.7%	23.3%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	64	83	113	156	204	275
少数股东损益	0	0	0	31	37	53
非现金支出	4	6	15	15	23	33
非经营收益	4	-1	-13	-3	1	0
营运资金变动	5	44	-68	-40	56	-46
经营活动现金净流	78	133	46	159	320	314
资本开支	47	50	113	219	256	64
投资	0	-310	-208	0	0	0
其他	0	12	8	0	0	0
投资活动现金净流	-47	-348	-312	-219	-256	-64
股权募资	0	726	0	0	0	0
债权募资	-31	-16	0	43	0	0
其他	-3	-5	-29	-1	-3	-3
筹资活动现金净流	-34	705	-29	41	-3	-3
现金净流量	-4	491	-295	-19	61	247
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	66	867	770	720	744	938
应收账款	7	12	83	104	111	171
存货	21	21	99	92	110	155
其他流动资产	8	3	11	46	36	61
流动资产	102	903	962	962	1,001	1,326
% 总资产	46.9%	85.9%	75.2%	64.6%	56.8%	62.5%
长期投资	4	3	12	12	12	12
固定资产	84	109	192	388	603	622
% 总资产	38.7%	10.4%	15.0%	26.1%	34.2%	29.3%
无形资产	27	34	82	95	116	132
非流动资产	115	148	318	526	762	797
% 总资产	53.1%	14.1%	24.8%	35.4%	43.2%	37.5%
资产总计	217	1,052	1,280	1,488	1,763	2,123
短期借款	18	0	0	0	0	0
应付账款	60	92	148	141	194	261
其他流动负债	9	26	25	42	60	77
流动负债	87	118	173	183	254	338
长期贷款	0	0	0	20	20	20
其他长期负债	5	2	9	32	32	32
负债	92	120	182	234	305	390
普通股股东权益	126	932	1,009	1,134	1,301	1,524
少数股东权益	0	0	89	120	157	210
负债股东权益合计	217	1,052	1,280	1,488	1,763	2,123
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	1.774	1.651	1.013	0.826	1.107	1.475
每股净资产 (元)	3.458	18.511	10.020	7.506	8.613	10.088
每股经营现金净流 (元)	2.141	2.649	0.459	0.848	1.875	1.732
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	51.30%	8.92%	10.11%	11.01%	12.85%	14.62%
总资产收益率	29.65%	7.90%	7.97%	8.38%	9.48%	10.49%
投入资本收益率	87.46%	124.20%	31.64%	24.78%	25.61%	31.39%
增长率						
营业总收入增长率	57.55%	20.36%	70.55%	35.51%	35.50%	35.88%
EBIT增长率	66.49%	14.42%	34.36%	38.27%	36.24%	35.66%
净利润增长率	61.56%	29.08%	22.76%	22.27%	34.04%	33.22%
总资产增长率	24.06%	384.35%	21.69%	16.27%	18.49%	20.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.5	0.8	35.6	59.9	47.8	53.8
存货周转天数	124.0	162.5	181.6	209.3	184.5	191.8
应付账款周转天数	87.0	84.9	151.2	151.6	151.4	151.5
固定资产周转天数	113.9	143.2	115.8	102.7	121.5	125.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.33%	-93.06%	-70.14%	-54.03%	-48.10%	-51.68%
EBIT利息保障倍数	30.9	-264.3	-7.2	-12.5	-19.6	-22.4
资产负债率	42.20%	11.40%	14.23%	15.74%	17.32%	18.36%

来源：齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308