

血必净扩产项目延期对公司影响不大

民生精品---简评报告/医药行业

2011年12月07日

一、事件概述

12月6日,公司召开第四届董事会第二十次会议,主要内容包括拟将公司血必净技改扩产项目延后至2013年6月底竣工验收并投入使用,拟提名子公司北京康仁堂药业总经理吴玢为公司第四届董事会董事候选人等。

二、分析与判断

➤ 血必净技改扩产项目虽延后,2012~2013年销量预期仍可实现

按照原计划,血必净技改扩产项目应于2011年12月完成施工建设,但考虑到目前的项目进度,预计到2012年4月底施工建设完成,此后再经过4个月的水工艺验证、环境验证、设备验证等以及4个月的试车时间,以此推断需到2012年12月底达到申请国家GMP新版认证的条件。公司计划于2013年1月申请国家GMP验证,按照《药品生产质量管理规范认证管理办法》规定,公司预计2013年6月底取得GMP证书,取得证书后,工程正式竣工并投入使用。

虽然血必净技改扩产项目延期,但我们之前对其2012年、2013年销量分别为1607万支、1976万支的预测还是可以实现的。原因有:1)公司单班产能是900万支,2012年预期销量较单班产能高出78.6%,产能是有较大不足,但是公司采取了相应的积极措施,一方面,公司将通过增加必要生产设施来提高单班产能;另一方面公司还将通过动员生产人员加班和部分环节由单班改双班来实现产量的增加,因此2012年1607万支销量对应的产量需求是可以满足的;2)2013年,公司除了采取与2012年相同的措施外,2013年6月底,血必净技改扩产项目将会正式投产。相比2012年,2013年新增369万支的销量,2013年扩产项目2600万支的设计产能中只要有14.2%达产就可以满足新增的369万支销量对应的产量需求,我们认为14.2%的达产要求是可以实现的,所以,2013年1976万支的销量预期也是可以实现的。

➤ 康仁堂总经理将入选董事会,有利于康仁堂的发展

会议拟提名康仁堂药业总经理吴玢为公司第四届董事会董事候选人,子公司康仁堂将共同参与公司重要事项的决策,这显示了中药配方颗粒业务对公司整体业务的重要性,也显示了公司欲将中药配方颗粒业务做大做强的信心和意愿。

三、盈利预测与投资建议

我们看好血必净注射液营销改革完成所带来的业绩回升和改善,康仁堂中药配方颗粒特色终端服务模式及市场覆盖领域的不断扩大,同时还有多项产品在研,我们预计2011~2013年,公司EPS为0.82元、1.14元、1.42元,以2011年12月07日26.09元的收盘价计算,对应的PE为32x、23x、18x,维持公司“强烈推荐”的投资评级。

四、风险提示:

氯吡格雷等新药审批进度低于预期的风险,血必净营销改革的效果低于预期。

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	518	669	867
增长率(%)	70.6%	35.0%	29.0%	29.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	102	123	171	214
增长率(%)	26.0%	20.8%	39.1%	24.7%
每股收益(元)	0.68	0.82	1.14	1.42
PE	39	32	23	18
PB	3.91	3.51	3.08	2.67

强烈推荐

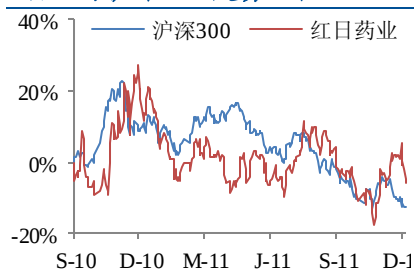
维持评级

合理估值: 36 - 41 元

交易数据(2011-12-07)

收盘价(元)	26.09
近12个月最高/最低	35.10/22.72
总股本(百万股)	151.03
流通股本(百万股)	54.35
流通股比例%	35.99
总市值(亿元)	39.40
流通市值(亿元)	14.18

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师: 李平祝

执业证书编号: S0100511030004

电话: (8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

联系人: 吴晓雯

电话: (8610)85127656

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

- 1.《红日药业(300026)深度报告:血必净销售改革显著,中药配方颗粒前景看好》2011-11-21
- 2.《血必净表现欠佳,配方颗粒热销依旧》2011.07.28
- 3.《红日药业调研简报—立足朝阳产业,业绩迅速增长》2011.06.15
- 4.《红日药业调研简报—配方颗粒快速增长,血必净更进一步》2011.05.03
- 5.《红日药业深度报告—特色的产品,广阔的前景》2010.09.29

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	518	669	867
减：营业成本	120	150	198	263
营业税金及附加	3.96	5.35	6.91	8.95
销售费用	87.23	114.02	147	191
管理费用	51.20	77.74	100.29	121.34
财务费用	-16.75	-15.20	-16.26	-12.61
资产减值损失	3.73	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	133.84	186.03	232.67	294.98
加：营业外收支净额	1.10	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	134.94	186.03	232.67	294.98
减：所得税费用	21.59	29.76	37.23	47.20
四、净利润	113.35	156.26	195.45	247.78
归属于母公司的利润	102.03	123.26	171.45	213.78
五、基本每股收益 (元)	0.676	0.816	1.135	1.416

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	15.31	9.19	7.20	4.85
成长能力:				0
营业收入同比	70.6%	35.0%	29.0%	29.6%
营业利润同比	45.17%	38.99%	25.07%	26.78%
净利润同比	40.0%	37.9%	25.1%	26.8%
营运能力:				
应收账款周转率	5.05	13.74	6.13	10.67
存货周转率	1.22	2.97	1.36	2.28
总资产周转率	0.31	0.37	0.40	0.45
盈利能力与收益质量:				
毛利率	68.7%	71.0%	70.4%	69.6%
净利率	29.5%	30.2%	29.2%	28.6%
总资产净利率 ROA	9.5%	11.8%	12.6%	13.8%
净资产收益率 ROE	10.1%	11.0%	13.4%	14.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	6.29	6.37	5.47	5.50
资产负债率	12.1%	12.1%	14.4%	14.9%
长期借款/总负债	10.0%	4.7%	3.0%	5.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.676	0.816	1.135	1.416
每股经营现金流量	0.307	1.695	0.795	2.317
每股净资产	6.680	7.428	8.468	9.765

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	844.54	750.76	955.55	1023.53
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	8.21	76.06	37.71	109.06
预付账款	2.97	2.00	11.92	6.41
其他应收款	3.80	6.71	15.02	13.02
存货	20.77	98.73	50.62	146.03
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	880.28	934.30	1070.86	1298.09
长期股权投资	3.18	0.00	11.79	0.00
固定资产	101.14	142.37	169.89	192.49
在建工程	7.95	49.93	50.00	50.00
无形资产	21.38	54.64	58.80	59.74
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	155.92	315.15	344.09	367.03
资产总计	1036.20	1249.45	1414.95	1665.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	8.78	90.85	33.66	130.28
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
预收账款	79.19	46.42	123.16	95.62
其他应付款	4.10	11.22	11.22	11.22
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	2.77	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	94.84	148.49	168.04	237.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	7.70	3.28	3.28	3.28
非流动负债合计	14.49	3.28	3.28	3.28
负债合计	109.32	151.77	171.32	240.40
股本	50.34	100.68	100.68	100.68
资本公积	708.27	658.99	658.99	658.99
留存收益	89.11	168.27	249.19	362.13
少数股东权益	0.00	88.82	121.82	145.82
所有者权益合计	926.88	1097.68	1243.63	1424.72
负债和股东权益合计	1036.20	1249.45	1414.95	1665.12

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	46.32	255.91	120.07	349.93
投资活动现金流量	(312.22)	(60.00)	(60.00)	(40.00)
筹资活动现金流量	(29.44)	8.88	7.91	8.71
现金及等价物净增加	(295.34)	204.79	67.98	318.65

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3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	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@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
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@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17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。