

2010-12-27

振东制药 300158.SZ

产品切准大需求，销售助推高成长

◇ 报告起因：新股上市

◆ 山西中药龙头企业

公司地处山西省长治县，主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售，产品涵盖中药抗肿瘤、抗心血管药物、抗感染系列用药。公司拥有三大生产基地，41条生产线，11种剂型、359个品规，药品生产批准文号数量在全国排名第18位，是山西药品批文最多、资产最大的医药企业之一。公司2007-2009年营业收入快速上升，分别为3.15亿、4.61亿、5.29亿，分别增长46%、15%。2007年到2009年净利润分别为3,917万、5,939万、6,805万，分别增长69%、15%。

◆ 核心产品岩舒注射液优势显著

岩舒注射液是癌症的辅助治疗药物，具有抑制癌性疼痛、癌性出血等功效，其产品配方及制备技术为公司独有。产品在疗效、不良反应、费用等方面，较同类产品优势明显，报告期内三年复合增长率约为27%，市场占有率位居同类产品前三位。目前该产品在全国二甲医院的覆盖率约为60%，市场空间巨大，随着产品增加用量的临床试验的通过，使用剂量有望翻倍增长，未来将持续发力。

◆ 强大的销售推动潜力产品迅速做大

公司收购泰盛制药和开元制药后，着力打造完善的销售平台，采取事业部、大区、省区的“三级营销管理”模式，构建起现辖全国6个大区，31个学术省区，400余个学术地区的销售网络。二线产品舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠等产品经过学术营销、精细分销等营销整合后将进入快速增长轨道。具有知识产权的独家产品芪蛭通络胶囊、扶正固本颗粒等刚投放市场的产品也有望成为新的增长点。

◆ 盈利预测与估值

预计2010-2012年公司实现营业收入9.33亿元、12.97亿元、17.03亿元，实现净利润为0.96亿元、1.45亿元、1.92亿元，同比增长41.3%、51.1%、32.4%，EPS分别为0.67元、1.01元、1.33元。我们按照公司2011年业绩40-42倍的市盈率估价，振东药业的上市合理定价在每股40-42元之间。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	461	529	933	1,297	1,703
净利润(百万元)	59	68	96	145	192
每股收益	0.41	0.47	0.67	1.01	1.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.05	-0.02	-0.84	-0.44	-0.02
经营性 ROIC	18.21%	15.07%	13.13%	14.82%	16.61%
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.27%	18.95%	5.60%	7.80%	9.36%

预计上市合理价 40-42 元

分析师：姚杰（执业证书编号：S0930109032580）

021-22169153

yaoj@ebsecn.com

联系人：姜恩铸

021-22169319

jiangez@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	38.80
发行规模(百万股)	36
发行后总股本(百万股)	108
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2010-12-27
主承销商	中信证券股份有限公司
主要股东	山西振东实业集团有限公司
第一大股东持有比例(%)	78.78%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
总金额	-

相关报告:

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

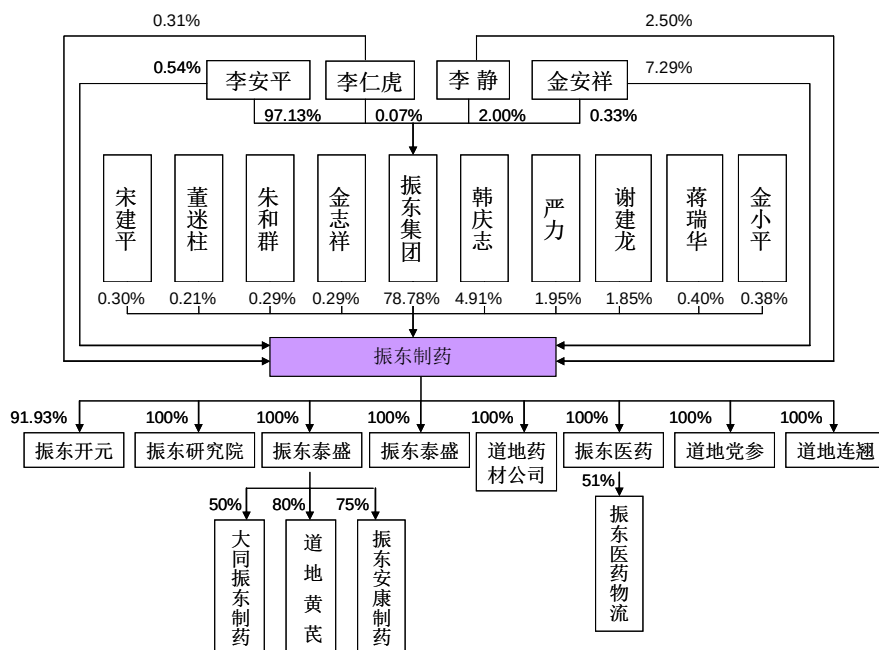
敬请参阅最后一页之重要声明。

1.0 公司概况

1.1 公司简介

公司前身为山西金晶制药厂成立于 1995 年，2008 年 12 月改制设立股份公司，目前注册资本为 3,000 万元，拟在创业板上市。公司主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售，以岩舒注射液为核心产品，包括中药抗肿瘤、抗心血管疾病、抗感染系列用药及中药护理产品。本次拟上市发行 3,600 万股，占发行后总股本的 25%，公司控股股东为振东集团，持有公司上市后 59.08% 的股权，李安平先生直接持有公司 0.54% 的股份，并间接持有振东集团 97.13% 的股权，为公司实际控制人。

图表 1. 振东制药股东结构与组织结构



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

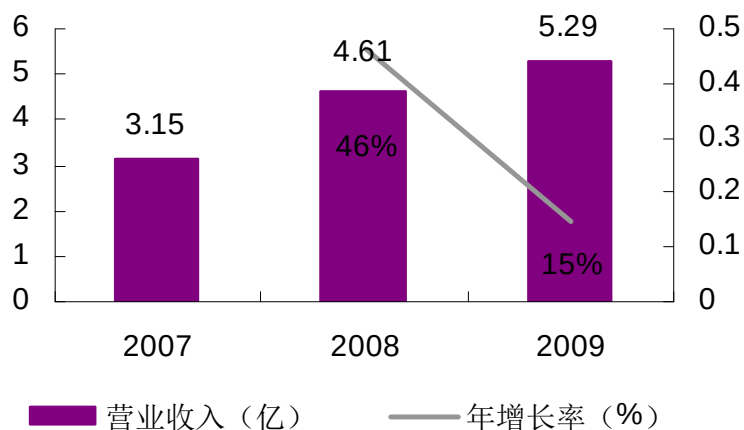
1.2 主导产品简介

公司主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售，以岩舒注射液为核心产品，包括中药抗肿瘤、抗心血管疾病、抗感染系列用药及中药护理产品。公司拥有三大生产基地，41 条生产线，11 种剂型、359 个品规，药品生产批准文号数量在全国排名第 18 位，是山西药品批文最多、资产最大的医药企业之一。

公司 2007-2009 年营业收入快速上升，为 3.15 亿、4.61 亿、5.29 亿，分别增长 46%、15%。2007 年到 2009 年净利润为 3,917 万、5,939 万、6,805 万，分别增长 69%、15%。

图表 2. 公司营业收入稳步提升

公司 2007-2009 年营业收入（亿）与年增长率（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 3. 公司主要产品介绍

类型	药品名称	用途
抗肿瘤药物	复方苦参注射剂（岩舒）	治疗癌症疼痛与出血
	比卡鲁胺	与促黄体生成素释放激素类似物或外科睾丸切除术联合应用于晚期前列腺癌的治疗
	盐酸托烷司琼	用于预防和治疗化疗引起的恶心和呕吐，外科全麻手术后的恶心和呕吐
抗心血管类疾病类药物	舒血宁	用于缺血性心脑血管疾病
	芪蛭通络	冠心病
	单硝酸异山梨酯氯化钠	适用于心绞痛和充血性心力衰竭治疗
抗感染药物	注射用甲磺酸左氧氟沙星	适用于敏感细菌所引起的下列中、重度感染
	夫西地酸钠	适用于由各种敏感细菌，尤其是葡萄球菌引起的各种感染
	注射用氟氯西林钠	适用于治疗敏感的革兰氏阳性菌引起的感染
	头孢克肟片	广谱抗菌素
	注射用阿莫西林钠氟氯西林钠	适用于敏感菌引起的呼吸道感染、消化系统感染、泌尿道感染、皮肤软组织感染、骨和关节感染、口腔及耳鼻喉感染等

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 4. 公司主要控股、参股子公司

公司	股权	业务
山西振东泰盛制药有限公司	100%	中药
山西振东开元制药有限公司	91.93%	传统中药

山西振东道地药材开发有限公司	100%	中药材种植、收购、经销
山西振东医药有限公司	100%	药品批发；医疗器械销售
山西振东家庭健康护理用品有限公司	100%	卫生用品、化妆品、保健品的研究、生产、销售
北京振东光明药物研究院有限公司	100%	新药研发
山西振东道地连翘开发有限公司	100%	中药材种植、购销
山西振东道地党参开发有限公司	100%	中药材种植、购销

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.0 主营业务分析

2.1 岩舒注射液：广谱抗肿瘤药物，优势显著

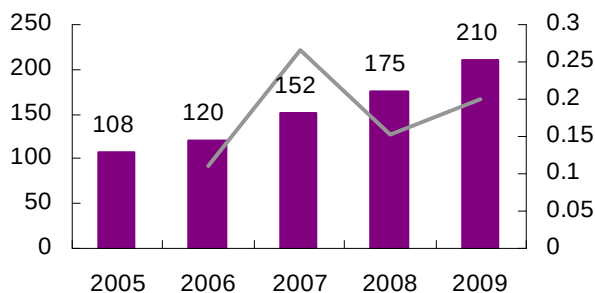
据我国卫生部统计，20 世纪 90 年代我国肿瘤发病率已上升为 127 例/10 万人。近年来我国每年新增肿瘤患者 160-170 万人，众多的肿瘤患者形成了对抗肿瘤医药市场的巨大需求。根据南方医药经济研究所调查，2009 年我国抗肿瘤药物市场销售规模超过 220 亿元。在众多抗肿瘤药物中，以抗肿瘤中药注射剂为主的抗肿瘤中成药由于疗效确切，毒副作用低，并在长期大量的临床实践中得到了充分验证，已为广大肿瘤患者和医生大量使用。根据 2008 年上半年全国重点城市中成药医院市场最畅销品牌排名，最畅销的前十位产品中有一半都属于抗肿瘤中成药。

公司主导产品岩舒注射液为公司独家品种，是中药保护品种，在抗肿瘤中药注射液中占有重要地位，具有抑制肿瘤、止痛止血等功效，对各种肿瘤症状皆可适用。2006 年到 2009 年，销售收入年复合增长率达到 26.70%，在中药抗肿瘤药市场份额中位居三甲，2004 年荣获“中国医药市场十大知名品牌”。2007-2009 年连续三年在全国重点城市中成药医院市场最畅销品牌排名前十。借助产品优势，公司市场占有率不断扩大。

岩舒注射液在镇痛功能方面的主要竞争对手有安徽金蟾生化股份有限公司、浙江康莱特药业有限公司，两公司竞争产品分别为华蟾素注射液、康莱特注射液；癌症辅助治疗方面的主要竞争对手有丽珠集团利民制药厂、长白山制药股份有限公司、贵州益佰制药股份有限公司，三公司竞争产品为参芪扶正注射液、康艾注射液、艾迪注射液。由于其在疗效、适用范围、治疗费用等方面的突出优势，公司在 2008 年进入抗肿瘤药物采购前十名，行业地位稳固。

图表 5. 我国抗肿瘤药物市场规模不断增长

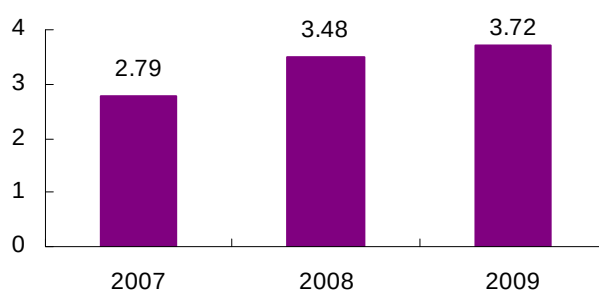
2005-2009 年抗肿瘤药物市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 6. 岩舒注射液销售稳定增长

公司 2007-2009 年岩舒注射液销售收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 7. 岩舒注射液与国内临床应用中疗效相似的主要药物（包括西药）情况对比

产品	原料	生产企业	基本药理作用	日均费用	临床市场占有率	2008 年销售额
岩舒	苦参 白土苓	振东制药	用于癌肿疼痛、出血	78 元	15%	3.6 亿元
参芪扶正	党参 黄芪	丽珠集团	冠心病心衰及肿瘤辅助	182 元	25.46%	4.3 亿元
康艾	黄芪、人参 苦参素	长白山制药	原发性肝癌、直肠癌、淋巴瘤、妇科肿瘤；白细胞减少；慢性乙肝。	376 元	23.32%	4.2 亿元
艾迪	人参、刺五加 黄芪、斑蝥	益佰制药	抗肿瘤、放化疗增效	276 元	22.27%	4.0 亿元
华蟾素	干蟾皮 提取物	安徽金蟾	解毒，消肿，止痛；中晚期肿瘤，慢性乙肝	156 元	2.57%	1.3 亿元
康莱特	注射用薏苡仁油	康莱特药业	非小细胞肺癌、肝癌、放化疗增效、止痛。	770 元	11.38%	2.1 亿元

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

根据国家药监局南方经济研究所的统计，2008年全国重点城市中成药医院市场最畅销品牌排名前10位的药物在八大城市的采购总额均在5,000万元以上，十大品牌占据了整个中成药医院市场13.13%的市场份额，比去年同期的11.80%高出1.33个百分点；大品牌药品主要集中在心脑血管用药和肿瘤用药领域。目前，岩舒注射液在全国二甲医院的覆盖率为60%，未来随着该产品增加用量的临床试验的通过，使用剂量有望翻番，市场空间巨大，预计未来将有更大的增长空间。

图表 8. 2008 年上半年我国重点城市中成药医院市场最畅销品牌排名

排名	名称	生产企业	市场份额	疾病大类
1	康艾注射液	长白山制药	1.65%	肿瘤疾病用药
2	丹红注射液	步长制药	1.61%	心脑血管疾病用药
3	参芪扶正注射液	丽珠集团	1.52%	肿瘤疾病用药

4	醒脑静注射液	山禾药业	1.26%	心脑血管疾病用药
5	血栓通注射液	梧州制药	1.24%	心脑血管疾病用药
6	金水宝胶囊	金水宝制药	1.23%	肿瘤疾病用药
7	复方苦参注射液	振东制药	1.22%	肿瘤疾病用药
8	艾迪注射液	益佰制药	1.20%	肿瘤疾病用药
9	通心络胶囊	以岭药业	1.17%	心脑血管疾病用药
10	复方丹参滴丸	天士力	1.03%	心脑血管疾病用药

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.2 二线产品潜能巨大

公司目前主要二线产品有舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠、芪蛭通络胶囊等。其中，芪蛭通络胶囊和扶正固本颗粒具有自主知识产权，其余品种市场竞争较少，二线产品整体呈现快速增长势头，多个品种未来有望成为新的主要利润贡献来源。

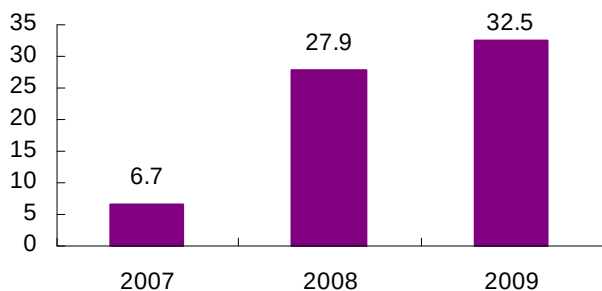
公司心血管类注射液主要是指泰盛制药生产的舒血宁和冠心宁注射液。泰盛制药历史悠久，生产控制严格，员工经验丰富，成本管理水平较高，其产品的毛利率较为稳定。随着该产品销售模式由全国独家代理改为区域代理招标，毛利率水平上升空间较大。2010年上半年，公司销售模式转变对心血管类注射液的业绩影响已经显现，公司此类产品的盈利能力大幅提高，营业收入较去年同期增长96.55%，是泰盛制药业绩增长的主要推动因素。

芪蛭通络胶囊由公司旗下开元制药生产，主要成分为黄芪、水蛭、人参、麦冬等26味药材。振东制药收购开元制药后，为配合学术推广，由王永炎院士主持重新进行临床研究，预期将在明年完成。该产品竞争对手主要为步长药业的脑心通和以岭药业的通心络。该品种在全国20个以上省份中标，其中海南、湖南、陕西、新疆4省进入省级医保目录。由于产品具有市场规模大、独家生产、疗效明显等特点，有望成为公司的又一枚重磅炸弹。

阿莫西林钠氟氯西林钠用于敏感菌所致感染，国内共有两家生产企业，振东泰盛占据市场份额75%，绝对领先地位。该产品已进入超过17个省的省级医保目录，预计今年年底全面实行。2011年该产品有望成为振东销售收入和利润增长最大的驱动力。

图表 9. 2008 年收购泰盛后，舒血宁销售井喷

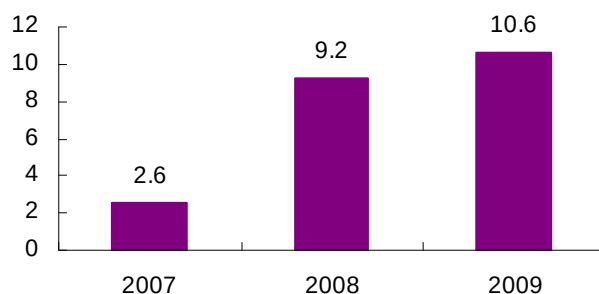
2007-2009 年舒血宁销售收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 10. 2008 年收购泰盛后，冠心宁销售迅速增长

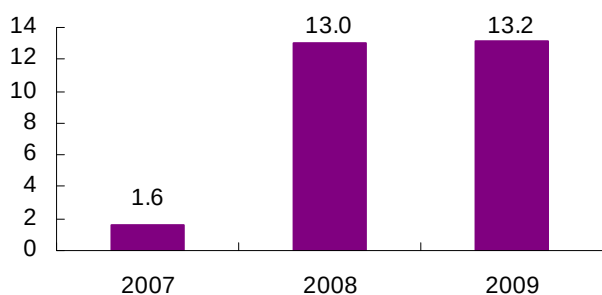
2007-2009 年冠心宁销售收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表11. 收购开元后，阿莫西林钠氟氯西林钠销售迅猛

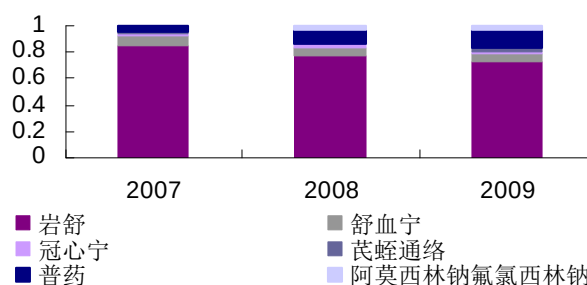
2007-2009 年阿莫西林钠氟氯西林钠销售收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 12. 二线产品销售强劲，岩舒收入占比下降

2007-2009 年公司产品销售收入占比



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.3 在研产品前景看好

公司目前采取抢仿为主的研究开发策略,选择市场空间较大竞争压力较小的品种申报,力争在最快时间丰富公司产品线。现在,公司在研品种进入注册程序 13 个,临床前研究品种 15 个,其中黄芪总皂苷是公司具有自主知识产权的独家产品,未来发展值得期待。

黄芪总皂苷氯化钠注射液为泰盛制药独家产品,现已进入Ⅲ期临床试验阶段。功能主要为:益气养元、扶正祛邪、养心通脉、健脾利湿,用于中风、冠心病、心绞痛等心血管疾病。该产品采用现代天然药物的提取、纯化工艺,与同类药物相比,有效成分高、产品质量稳定。黄芪注射液已经在市场销售多年,销售收入过亿。黄芪总皂苷是目前黄芪注射液的升级换代品种,如果获批上市,将有望达到 5-10 亿元规模。

图表 13. 预期 2012 年内上市的主要在研产品

序号	品种名称	申报类别	用药类别	状态	预期上市时间
1	替莫唑胺胶囊	申报生产	化药 3.1 类	肿瘤用药	2011 年 6 月
2	小儿咳喘灵泡腾片	申请生产批件	儿科用药	已召开专家审评会议	2011 年 6 月
3	灯盏花素分散片	申报生产	中药 8 类	心脑血管用药	2011 年 9 月
4	灯盏生脉片	申请生产批件	心脑血管	专业审评	2011 年 12 月
5	灯盏生脉颗粒	申请生产批件	心脑血管	专业审评	2011 年 12 月
6	盐酸特拉唑嗪片	申请生产批件	内分泌	已进入技术审评阶段	2012 年 6 月
7	硫酸氢氯吡格雷片	小试工艺优化	化药 6 类	抗血栓用药	2012 年 12 月
8	盐酸二甲双胍片	申请生产批件	糖尿病	已受理	2012 年 12 月
9	黄芪总皂苷氯化钠注射液	临床试验	中药 7 类	心脑血管用药	2012 年 12 月

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

3.0 公司竞争优势

产品优势

公司主导产品岩舒注射液为公司独家品种，是中药保护品种，在抗肿瘤中药注射液中占有重要地位，具有抑制肿瘤、联合放化疗增效减毒、止痛止血等功效。从 2006 年到 2009 年，销售收入年复合增长率达到 26.70%，在中药抗肿瘤药市场份额中位居三甲，2004 年荣获“中国医药市场十大知名品牌”。2007-2009 年连续三年在全国重点城市中成药医院市场最畅销品牌排名前十。借助产品优势，公司市场占有率不断扩大。

营销网络优势

目前，公司已基本构建了覆盖全国主要市场的自有销售渠道，渠道控制力较强，产品在医院等主要销售渠道占有率较高，现已覆盖 1,400 余家二级以上医院。公司采取下设事业部、大区、省区的“三级营销管理”模式，构建了现辖全国 6 个大区，31 个学术省区，400 余个学术地区的销售网络。公司现有市场专员 400 余人，学术专员 20 余人，并构建了“基本底薪+梯阶奖励”和 VIP 员工专项管理相结合的销售激励体系。公司根据处方药销售特点制订了学术推广营销战略，以市场专员和学术专员为桥梁直接同医院终端进行沟通，有效的建立起医院、医师对公司和公司产品的信任，减少了对医药商业公司的依赖，从而确保对销售终端的控制力度，保证了公司产品在医院终端的竞争优势。

研发优势

2008 年 9 月，岩舒注射液大品种技术升级项目通过卫生部、科技部“重大新药创制”科技重大专项“十一五”计划第一批课题立项审查，是唯一入选的中药抗肿瘤类药物。在主导产品再研究的同时，公司致力于研发具

有自主知识产权的新产品，现已成功研制出“依西美坦胶囊”、“帕米磷酸二钠注射液”、“灯盏花素分散片”等品种。近三年，公司研发投入超过4,000万元，在中药提取、精制、分离、药理研究领域处于国内领先水平。

产业链整合优势

近年来，公司在着力培育现代中药研发生产环节核心竞争力的同时，逐步开始向产业链上下游延伸以完善产业链结构。在建的中药材种植基地已初具规模，“3.2万亩苦参GAP种植及中药饮片加工”被列为国家农业综合开发重点项目。公司拥有的全国苦参种植资源圃是国内唯一的苦参野生资源宝库，“苦参种植及加工技术”被列入山西省科技攻关计划获得省级“科技成果奖”，已申请国家发明专利，该技术发明具有技术完善、高产稳产、药材品质好、可实现标准化操作等特点；下属医药商业公司通过国家药品经营质量管理规范认证，获得了药品配送经销权，形成了集“种、研、产、供、销”为一体的产业链布局，增强了市场竞争力，为公司未来的业务发展打下了坚实基础。

4.0 公司财务情况分析

4.1 公司偿债能力低于行业平均值

近三年来，公司的流动比率逐年增加，分别为0.76、1.03和1.18，但仍低于行业平均值2.19（Wind 中药）。资产负债率连续三年保持下降趋势，但仍高于行业平均值，主要是由于上市公司融资手段多样，而公司多依靠短期借贷融资，并且2007年公司收购了泰盛制药，导致现金流大量流出。同时，由于报告期内业务发展需要带来的资本性支出增加较快，使得公司短期偿债指标较为稳定。

图表 14. 公司短期偿债能力主要指标

项目	2009 年行业平均值	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	2.19	1.18	1.03	0.76
速动比率	1.70	0.98	0.85	0.65
资产负债率（母公司）	31.87%	42.19%	44.93%	59.45%

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4.2 公司资产周转较慢，应收账款质量高

报告期内，公司的应收账款周转率较同类上市公司平均指标偏低。这主要是因为岩舒注射液属于抗肿瘤处方类药物，其应用多在国内三级重点医院。上述重点医院在供应链中处于高端地位，其采购模式多为分批采购、一次回款，造成医院终端对于下游生产企业较长时间的资金占用。同时，医院多通过地区性医药商业公司完成采购，客观上延长了药品流通渠道，医药商业公司在药品销售过程中也往往采用赊销的模式。上述原因造成了应收账款周转率较低。但由于三级重点医院属于优质客户，销售和回款能力均较强，而医药商业公司受国家严格监督，商业信誉也较好，因此，公

司应收账款的质量较高，坏账风险较小。

报告期内，公司存货周转率略低于同类上市公司平均值，这主要是由于两方面原因：一方面，根据国家药品生产管理的相关规定，公司在年度生产周期中均需完成生产设备停工检修，其间需保留存货确保供货稳定；另一方面，由于公司原材料以本地药材为主，采购和运输成本均较低，当地人力资源成本也具有一定优势，使公司生产成本较低，客观上影响了存货周转率。报告期内，公司的存货虽有较大幅度的增长，但基本与收入和利润增幅匹配，未出现闲置、减值迹象，说明公司在销售规模扩张较快的情况下，仍维持了较高的存货管理水平。

图表 15. 公司营运能力主要指标

项目	行业平均	2009 年	2008 年	2007 年
应收账款周转率	10.12	3.35	3.19	2.57
存货周转率	3.12	2.38	2.63	2.07

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

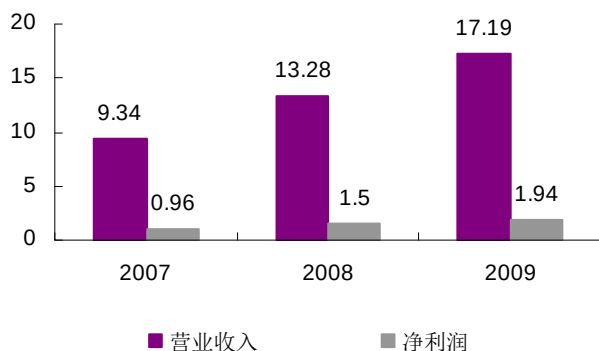
4.3 公司盈利能力较强

公司主营业务突出，营业收入、营业利润均有较大增长，2006-2009 年复合增长率分别达到 41.60%和 65.61%，均显著高于行业平均水平。同时，公司同期净利润增长率显著高于营业收入增长率，说明公司在业绩数量增长的同时保证了增长质量，经营效率较高，费用成本控制较好。

受益于公司销售能力的提高和产品品牌影响力的扩大，报告期内，公司主导产品岩舒注射液的销售收入出现大幅增长，2007 年、2008 年、2009 年、2010 年 1-6 月分别同比增长 52.17%、24.75%、7.14%、24.54%。主导产品销售收入的增长带动了整个公司的收入增长。2007 年 8 月，公司完成对泰盛制药的收购，合并泰盛制药 9-12 月的销售收入近 2,300 万元。

图表 16. 公司收入、利润稳定增长

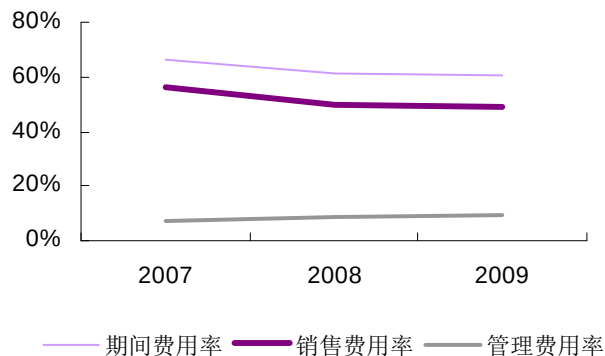
公司近三年营业收入、净利润（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 17. 公司期间费用率逐年下降

2007 年至 2009 年公司销售、管理、期间费用



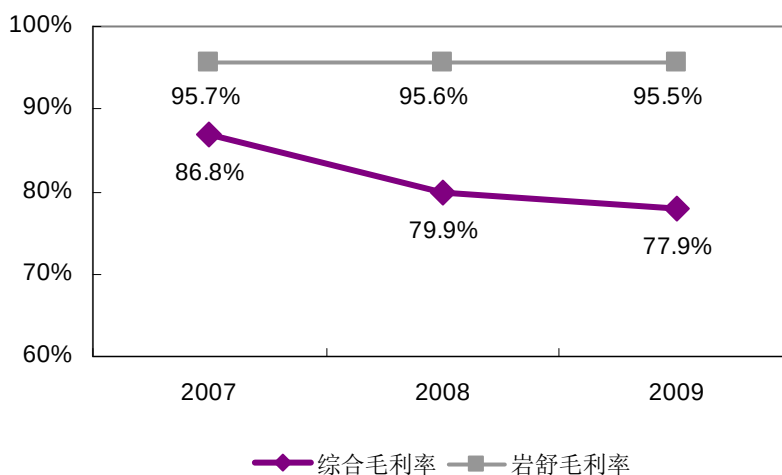
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4.4 公司综合毛利率远高于行业平均

由于岩舒注射液属于国家医药目录用药,其市场零售价格由国家发展改革委按照实际生产成本和期间费用情况核定。公司生产及工艺流程通过 GMP 认证,岩舒注射液又属国家二级中药保护品种,拥有发明专利,所以,发改委核定的零售价格较同类产品略高,使得公司毛利率和营业利润率在报告期内一直维持较高水平,也高于万得中药上市公司的平均水平(42.69%)。

图表 18. 公司综合整体毛利率整体高于行业平均值

公司近三年综合毛利率与主打产品岩舒注射液毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

5.0 募集资金项目分析

公司本次拟向公众公开发行人民币普通股不超过 3600 万股, 占发行后总股本的 25%, 募集资金总额将根据询价结果最终确定。本次募集资金将投资于 3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工、小容量注射剂扩能改造、泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程、开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目。

图表 19. 募集资金项目

项目名称	投资回收期	实施主体	拟投资额
3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目	5.33 年	振东中药材	4,844 万
小容量注射剂扩能改造项目	3.22 年	振东制药	9,666 万
泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程	3.51 年	泰盛制药	8,026 万
开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	4.29 年	开元制药	8,024 万

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

6.0 盈利预测与估值

预计 2010-2012 年公司实现营业收入 9.33 亿元、12.97 亿元、17.03 亿元，实现净利润为 0.96 亿元、1.45 亿元、1.92 亿元，同比增长 41.3%、51.1%、32.4%，EPS 分别为 0.67 元、1.01 元、1.33 元。我们按照公司 2011 年业绩 40-42 倍的市盈率估价，振东药业的上市合理定价在每股 40-42 元之间。

图表 20.公司主营业务收入分业务预测表（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	337	461	529	934	1,297	1,703
增长率	-	37%	15%	77%	39%	31%
毛利率	87.7%	79.9%	77.9%	69.5%	68.0%	67.5%
岩舒	279	348	373	458	576	709
增长率	-	25%	7%	23%	26%	23%
毛利率	95.7%	95.6%	95.5%	95.0%	95.0%	95.0%
舒血宁	23	28	33	58	74	99
增长率	-	19%	17%	79%	28%	33%
毛利率	75.4%	76.5%	81.2%	83.0%	83.0%	83.0%
冠心宁	8	9	11	10	13	16
增长率	-	22%	15%	-3%	27%	20%
毛利率	48.2%	50.6%	47.8%	45.0%	45.0%	45.0%
芪蛭通络	5	6	11	5	11	59
增长率	-	13%	97%	-54%	106%	456%
销售量	0.3	0.3	0.7	0.3	0.6	3.6
阿莫西林钠氟氯西林钠	2	13	13	21	70	100
增长率	-	687%	2%	58%	236%	43%
毛利率	41.5%	49.5%	56.2%	56.2%	56.2%	56.2%
诺氟沙星	6	8	8	10	14	16
增长率	-	23%	-3%	30%	36%	20%
毛利率	-36.7%	-30.2%	-19.7%	-14.0%	5.0%	10.0%
注射用头孢硫脒	1	2	3	4	10	17
增长率	-	289%	48%	32%	135%	70%
毛利率	21.1%	26.5%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%

注射用核黄素磷酸钠	0	1	3	5	7	8
增长率	-	478%	155%	50%	30%	20%
毛利率	35.6%	35.5%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
其他工业	13	46	74	92	138	179
增长率	-	249%	61%	24%	50%	30%
毛利率	10.0%	8.0%	17.0%	25.0%	26.0%	26.0%
工业收入合计	337	461	529	664	912	1,203
增长率	-	37%	15%	25%	37%	32%
毛利率	87.7%	79.9%	77.9%	79.5%	77.1%	76.6%
批发	0	0	0	270	385	500
增长率	-	0%	0%	0%	43%	30%
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	6.0%	7.0%

资料来源：公司招股说明书 光大证券研究所

7.0 风险提示

中药注射液产品风险

由于检测技术和检测方法限制，中药注射剂的成分和作用机理还不够明确，存在所含成分复杂、注射液的澄明度、稳定性不理想等问题，此外，药材的产地、采收时节、加工方法、炮制工艺、储藏保管等对中药质量也有较大影响。近年来，先后发生多起中药注射剂药品不良反应的医疗事故，对该类产品及相关产业造成比较大的影响。国家药监局把药品不良反应列为监管重点，其中包括中药注射剂。为促进行业长期健康发展，药监部门在监管和新药审批上较以往更加严格，中药注射剂产业发展速度受到一定影响。

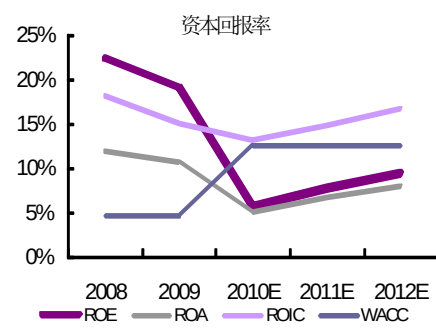
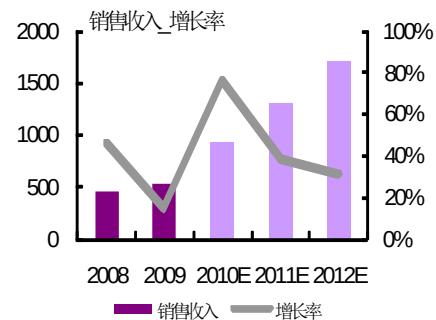
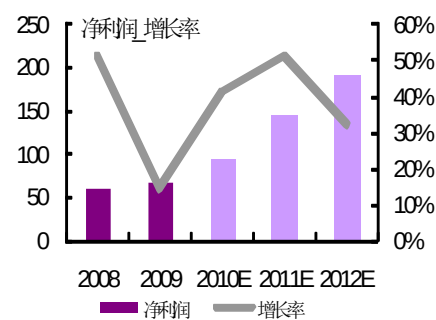
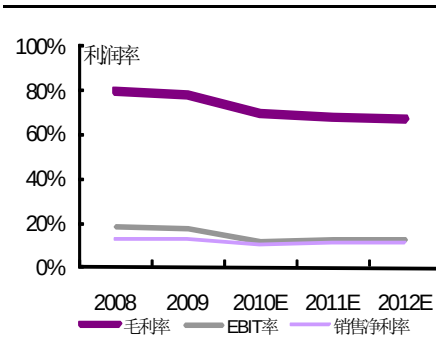
过度依赖岩舒注射液的风险

公司岩舒产品在销售收入、销售毛利中占有极大的比重，是公司利润的主要来源之一，存在过大的依赖性。一旦此类药物销售受到竞争对手的冲击或客观经营环境的变化，都会对企业的生存发展产生直接影响，这种产品结构也制约了企业的成长。为应对风险，公司采取了一系列丰富产品结构的战略举措，成功并购泰盛制药、开元制药，借此拥有了 359 个生产许可批文，公司迅速扩展了产品线 and 丰富了产品结构；但新增加品种销售占比、利润占比仍较小。

收购兼并带来的管理风险

2007 年至 2009 年，公司先后收购了泰盛制药和开元制药，拥有了化药普药、中药普药的经营平台，拓展了公司产品线，丰富了公司产品结构；但是公司现有产品结构与新产品品种之间有一定的区别，营销渠道需要重新优化整合，公司管理难度加大。如果公司不能很好地对子公司进行管理，产品整合不顺利，新销售渠道不通畅，将影响公司正常生产经营。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	461	529	933	1,297	1,703
营业成本	93	117	285	415	553
折旧和摊销	14	18	27	30	33
营业税费	6	7	12	16	22
销售费用	229	259	429	586	758
管理费用	41	50	89	110	145
财务费用	12	9	-3	-12	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	74	82	113	171	226
利润总额	73	83	113	171	226
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	59.39	68.02	96.03	145.11	192.05

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	497	643	1,950	2,147	2,413
流动资产	227	329	1,641	1,838	2,109
货币资金	29	82	1,115	1,106	1,161
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	133	146	280	373	475
应收票据	9	17	30	44	60
其他应收款	7	13	22	29	36
存货	38	56	157	232	304
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	166	186	185	185	181
无形资产	26	29	28	26	25
总负债	230	284	235	286	360
无息负债	138	124	235	286	360
有息负债	92	160	0	0	0
股东权益	267	359	1,715	1,860	2,053
股本	100	108	144	144	144
公积金	140	163	1,396	1,411	1,430
未分配利润	27	88	175	305	478
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	33	42	-59	-2	60
净利润	59	68	96	145	192
折旧摊销	14	18	27	30	33
净营运资金增加	68	73	229	209	201
其他	-109	-117	-411	-386	-366
投资活动产生现金流	-34	-53	-23	-30	-28
净资本支出	29	28	23	30	28
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	-64	-82	-46	-60	-55
融资活动现金流	-7	59	1,114	22	23
股本变化	61	8	36	0	0
债务净变化	-27	68	-160	0	0
无息负债变化	-33	-14	111	52	74
净现金流	-8	48	1,033	-10	56

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	46.25%	14.67%	76.54%	38.94%	31.29%
净利润增长率	51.39%	14.55%	41.17%	51.11%	32.35%
EBITDA 增长率	40.60%	9.61%	24.96%	37.28%	30.69%
EBIT 增长率	34.94%	6.70%	19.93%	44.33%	34.88%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	1	1	-7	-5	-4
EV/EBIT	1	2	-9	-6	-4
EV/NOPLAT	2	2	-11	-7	-5
EV/Sales	0	0	-1	-1	-1
EV/IC	0	0	-1	-1	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	79.92%	77.87%	69.50%	68.00%	67.50%
EBITDA 率	21.76%	20.80%	14.72%	14.54%	14.48%
EBIT 率	18.63%	17.33%	11.78%	12.23%	12.57%
税前净利润率	15.80%	15.66%	12.10%	13.16%	13.27%
税后净利润率 (归属母公司)	12.88%	12.87%	10.29%	11.19%	11.28%
ROA	11.96%	10.58%	4.92%	6.76%	7.96%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.27%	18.95%	5.60%	7.80%	9.36%
经营性 ROIC	18.21%	15.07%	13.13%	14.82%	16.61%
偿债能力					
流动比率	1.03	1.18	7.55	7.10	6.56
速动比率	85.34%	98.09%	683.15%	620.45%	561.51%
归属母公司权益/有息债务	2.89	2.25	-	-	-
有形资产/有息债务	4.46	3.40	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.41	0.47	0.67	1.01	1.33
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.23	0.29	-0.41	-0.01	0.42
每股自由现金流(FCFF)	-0.05	-0.02	-0.84	-0.44	-0.02
每股净资产	1.85	2.49	11.91	12.92	14.25
每股销售收入	3.20	3.67	6.48	9.01	11.82

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。