

振东制药(300158)新股定价

定价区间
29.25—35.75 元

苦参产业化龙头

健康护理 / 医药

发布时间: 2011 年 1 月 6 日

投资要点:

- 公司致力于中药抗肿瘤用药的生产和销售, 主导产品是岩舒注射液。公司在 2007 年~2009 年陆续收购或自建了一系列子公司, 将产品线延伸到化学药、传统中药、护理用品和中药材种植等领域。通过并购, 公司拥有了振东制药、泰盛制药和开元制药三大生产基地, 以及 41 条生产线、11 大剂型和 359 个药物品种, 可生产药物品种数量位居全国前列。
- 岩舒产品在 2009 年的销售收入为 3.73 亿元, 今年前 11 个月的销售收入就达到了 4.1 亿元, 预计今年收入能达到 4.6 亿元, 明年能达到 5.9 亿元, 未来 3 年仍将有 30% 以上的增速。
- 未来公司将着力打造注射用阿莫西林钠氟氯西林钠和芪蛭通络胶囊 2 个年销售额过亿元的新品种, 培育 3~5 个年销售额过 5000 万元的品种。
- 公司本次发行 3600 万股, 募集资金主要用于苦参种植基地和产能扩建等 4 个项目, 拟投入的募集资金合计为 30,560 万元。
- 2010~2010 年预测每股收益分别为 0.65 元、0.86 元和 1.09 元, 根据医药行业 2010 年平均 47 倍的市盈率, 以及创业板医药股 2010 年 55~100 倍的市盈率区间, 我们认为公司在 2010 年市盈率区间在 45~55 倍较为合理, 对应的申购价格区间为 29.25 元~35.75 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	52,869	14.67	6,802	14.55	0.63	18.9		
2010E	92,087	74.18	9,360	37.61	0.65			
2011E	122,600	33.13	12,380	32.26	0.86			
2012E	148,950	21.49	15,695	26.78	1.09			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	10,800
发行数量 (万股)	3,600
发行价格 (元)	38.80
发行前 EPS (元)	0.63
发行后 EPS (元)	0.65
发行前每股净资产 (元)	3.65
发行日期	2010-12-27
上市日期	2011-1-7
主承销商	中信证券

分析师: 周思立 联系人: 刘林
 执业证书编号: S0550207100075
 TEL: (8621)6337 7000-254
 FAX: (8621)6337 3209
 Email: liulin@nesc.cn
 地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
 邮 编: 200002

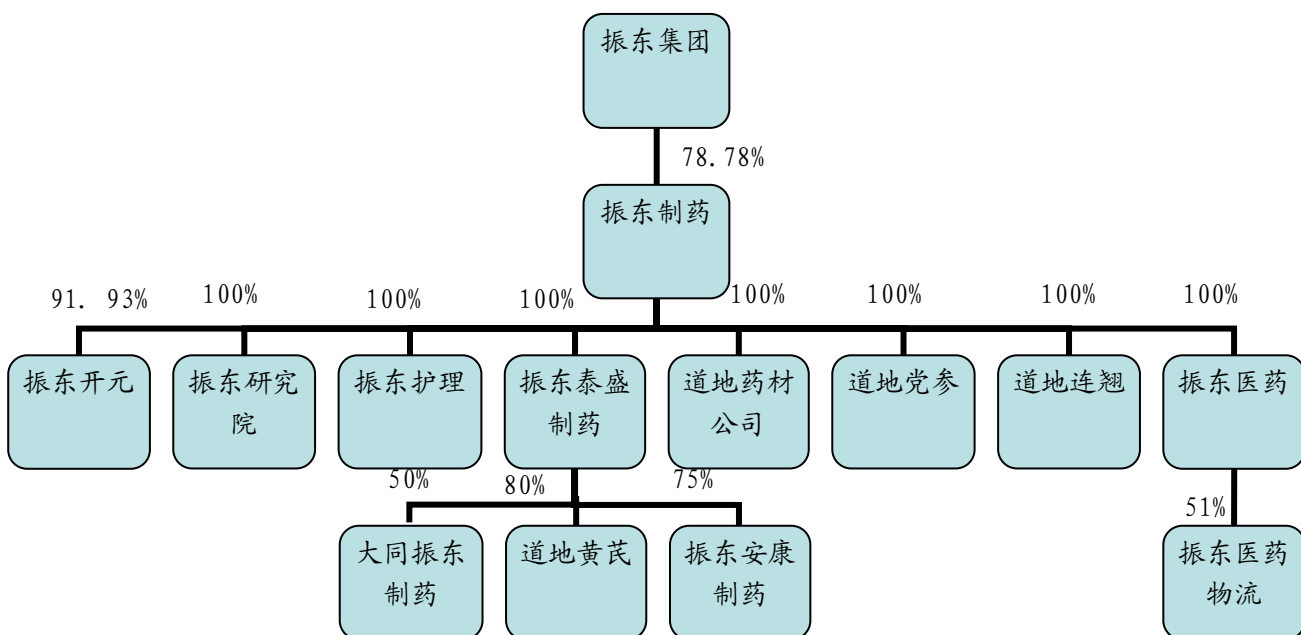
一. 公司药品种齐全

山西振东制药股份有限公司成立于1995年，于2008年12月改制为股份有限公司。公司实际控制人为李安平，其直接持有公司0.54%的股份，并持有控股股东振东集团97.13%的股份，而振东集团持有振东制药78.78%的股份。发行前，实际控制人李安平直接和间接持有振东制药的股份比例总计为77.05%；发行后，实际控制人持股比例将降为57.79%。

公司致力于中药抗肿瘤用药的生产和销售，主导产品是岩舒注射液。公司在2007年~2009年陆续收购或自建了一系列子公司，将产品线延伸到化学药、传统中药、护理用品和中药材种植等领域。通过并购，公司拥有了振东制药、泰盛制药和开元制药三大生产基地，以及41条生产线、11大剂型和359个药品种，可生产药品种数量位居全国前列。

目前，公司已基本确立了“以中药为主、西药为辅；以针剂为主、固体制剂为辅；以苦参系列为主、其他中药为辅”的产品格局。

图1：参控股的子公司



资料来源：东北证券

振东泰盛制药和振东开元制药是公司最主要的两个子公司。泰盛制药可生产10种剂型、236个品规的药品，其中，舒血宁注射液、冠心宁注射液和益心酮片为国家中药保护品种，盐酸丙帕他莫、注射用阿莫西林钠氟氯西林钠、头孢克肟片和头孢克肟干混悬剂为国家三类或四类新药。开元制药主营传统中药，可生产5种剂型、86个品规的药品，其中，扶正固本颗粒和芪蛭通络胶囊为全国独家产品。

公司共拥有4个国家二级中药保护品种和32个化学新药证书。

表 1: 公司拥有的国家中药保护品种

序号	名称	颁布时间	保护期限	证书号	保护等级
1	复方苦参注射液	2005.06.01	2005.07.09-2012.07.09	(2005)国药中保证字第 0520 号	国家二级
2	舒血宁注射液	2005.03.07	2005.03.27-2012.01.24	(2004)国药中保证字第 177-1 号	国家二级
3	冠心宁注射液	2005.03.09	2005.04.25-2012.04.25	(2005)国药中保证字第 014-2 号	国家二级
4	益心酮片	已获延期	2010.07.15-2015.05.11	(2001)国药中保证字第 098-1 号	国家二级

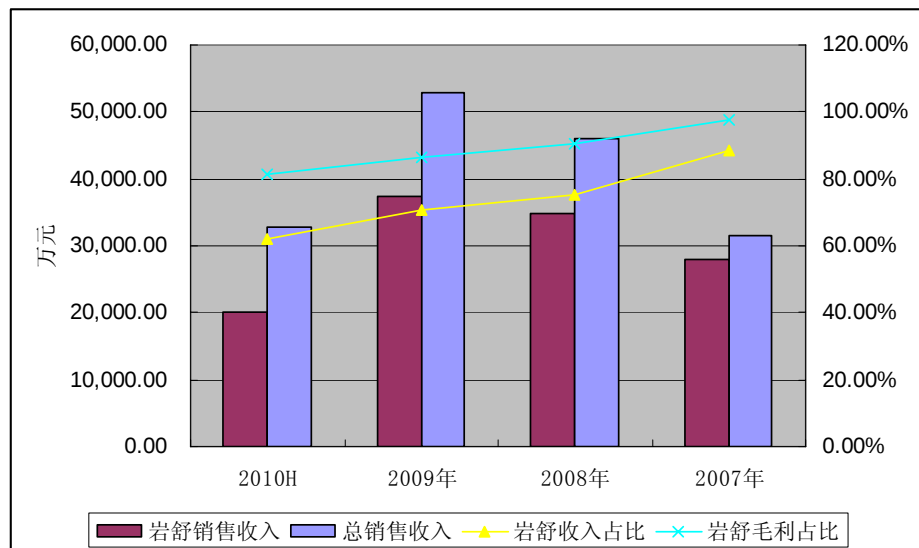
资料来源: 招股说明书, 东北证券

二. 主导产品岩舒注射液仍将较快增长

岩舒注射液是癌症的辅助治疗药物, 属于国家中药二类新药, 公司还拥有岩舒注射液发明专利, 专利保护期至 2017 年。该品具有抑制癌性疼痛、癌性出血、抑制肿瘤生长、联合化疗增效减毒等功效, 用于晚期肿瘤、癌肿疼痛、肿瘤化放疗、多脏器保护和肝损伤等。

公司岩舒产品在销售收入、销售毛利中占有极大的比重。2010 年上半年, 岩舒产品销售收入为 20,412.86 万元, 占到总销售收入的 62.02%和总毛利的 81.58%。

图 2: 岩舒注射液销售收入及占比



资料来源: 东北证券

岩舒产品在 2009 年的销售收入为 3.73 亿元, 今年前 11 个月的销售收入就达到了 4.1 亿元, 预计今年全年收入能达到 4.6 亿元, 明年能达到 5.9 亿元。

公司目前已经形成了年产 2000 万支岩舒注射液的产能规模。目前岩舒产品临床用量为 8~12 ml/天, 对于重症患者, 临床用量有加大用量的需求。2009 年 5 月, 公司申请增

加用量的临床试验申请获得 SFDA 批准，如果岩舒注射液在临床单次用量能够增加，将有效促进产品销量的增长。

另外，公司目前销售重点主要在三级医院，二级以上医院还有 50%没有覆盖，渠道空间较大。随着肿瘤发病率的持续攀升，公司销售渠道的日渐完善，预计岩舒注射液未来 3 年仍将保持 30%以上的增长速度。

三. 二线产品潜力巨大

公司在并购了泰盛制药和开元制药后，产品线大大扩充，初步形成了抗肿瘤系列用药、心脑血管药物和抗感染用药三大产品系列。除了主导产品岩舒注射液之外，舒血宁注射液、冠心宁注射液、益心酮片、芪蛭通络胶囊、扶正固本颗粒、注射用阿莫西林钠氟氯西林钠、黄芪总皂苷氯化钠注射液（在研）、注射用培美曲赛二钠等产品是公司将来重点发展的二线品种。

根据公司 5 年的发展规划，未来公司将以产品战略为导向，着力打造注射用阿莫西林钠氟氯西林钠和芪蛭通络胶囊 2 个年销售额过亿元的品种，培育 3~5 个年销售额过 5000 万元的品种。

其中，芪蛭通络胶囊是公司的独家中药品种，预计 2011 年将达到 2000 万元，未来有望成为公司的新的年销售过亿元的品种。注射用阿莫西林钠氟氯西林钠目前的市场占有率在 80%左右，处于绝对领先地位，2011 年销售回款有望突破亿元。

表 2：公司主要产品的营业收入

项目	营业收入			
	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
岩舒注射液	204,128,567.04	372,874,097.67	348,030,132.37	278,980,118.02
诺氟沙星	3,225,378.16	7,674,583.45	7,903,031.81	6,413,428.81
舒血宁注射液	27,134,385.73	32,492,281.99	27,855,947.73	6,724,256.14
冠心宁注射液	5,554,128.74	10,627,612.07	9,239,359.84	2,599,772.68
注射用阿莫西林钠氟氯西林钠	13,455,159.06	13,178,477.86	12,979,348.00	1,645,176.11
注射用头孢硫脒	2,938,384.58	3,284,868.19	2,221,412.86	569,452.97
注射用核黄素磷酸钠	3,932,735.56	3,387,793.05	1,332,410.28	226,683.75
其他	68,739,826.96	85,173,174.17	51,491,999.80	18,101,170.24
合 计	329,108,565.83	528,692,888.45	461,053,642.69	315,260,058.72

资料来源：招股说明书，东北证券

此外，公司还积极进军家庭健康护理用品产业，延伸苦参产业链，初步具备了生产洗手液、洗衣液、沐浴液、防蚊液等 20 余种中药护理产品的生产能力，相关产品还没有在市场大规模销售。随着中药日化护理用品市场规模的逐渐增加，我们相信日化系列产品也将成为公司中药的利润来源之一。

四. 上游药材基地确保原料供应

公司主导产品岩舒注射液的主要成分为苦参。苦参作为传统中草药，除用于中药配方外，还是制药工业中常用的制剂原料。野生苦参生长周期在 3 年以上方可药用，近年来，野生苦参资源日渐枯竭，苦参市场价也一路攀升，从 2006 年的 5 元/公斤上升到 2008 年的 12 元/公斤。据公司调查，现有市场苦参库存量仅为 500 吨左右，刚刚能满足公司的年需求量，一旦公司扩大生产规模，必然将导致苦参价格大幅攀升。

因此，公司审时度势，从 2004 年起就开始种植苦参，截至 2009 年 9 月底，根据与农户签订的种植合同以及公司荒山承包合同，种植面积已达 1 万亩。子公司山西振东道地药材开发有限公司的苦参种植基地是目前国内唯一的苦参野生资源种植研究基地，并于 2009 年通过了国家 GAP 基地认证检查。

公司还将利用募集资金建设 3.2 万亩苦参种植基地，项目建设期为 4 年。项目建成后，实际每年可采挖苦参 8000 亩，年产苦参饮片 2400 吨，其中公司自用 50%，另外 50% 将外销。随着苦参价格的逐步上扬，公司掌控上游药材基地的资源优势将会越来越突出。

表 3：公司苦参基地种植计划

序号	项目名称	规模	地点	备注
1	种子培育基地	200 亩	西安庄	已建成
2	第一轮种植基地	8000 亩	沁县牛寺乡（西安庄、里庄、韩家庄、南涅水、走马岭、辉坡、狮子沟、北西沟、申则）	2009 年新增种植面积 8000 亩
3	第二轮种植基地	8000 亩	武乡县潘龙镇（上型塘、石门村、移民村、李家坪）	2010 年新增种植面积 7367 亩
4	第三轮种植基地	8000 亩	武乡县分水岭乡（西庄则、岩庄、南关、窑儿头、西郊、分水岭）。	2011 年新增种植面积 4500 亩
5	第四轮种植基地	8000 亩	武乡县潘龙镇（龙湍村、苗杜村、胡恋岭）、长治县	2012 年新增种植面积 4500 亩
6	药材中转库	1620 平方米	武乡县城	

资料来源：招股说明舒，东北证券

五. 募投项目

公司本次发行 3600 万股，募集资金主要用于苦参种植基地和产能扩建等 4 个项目，拟投入的募集资金合计为 30,560 万元，建成后将有助于公司完善苦参产业链，扩大销售规模，培育公司的新的增长点。

表 4：公司募投项目

单位：万元

序号	项目	总投资	拟投入募集资金	实施主体	投入方式	备案情况
1	3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目	4,844	4,844	振东中药材	增资	长 经 投 资 【2009】212 号
2	小容量注射剂扩能改造项目	9,666	9,666	振东制药		长发改工交发 【2009】295 号
3	泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程项目	8,026	8,026	泰盛制药	增资	同发改高新备案【2009】10 号
4	开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	8,024	8,024	开元制药	增资	长发改工交发 【2009】278 号
5	其他与主营业务相关的营运资金	【 】	【 】			
	合计	【 】	【 】			

资料来源：招股说明书，东北证券

六．投资建议

公司在 2010 年的营业收入预计为 92,087 万元，同比增长 74.18%，收入增长主要来源于医药商业批发业务的增长。2010~2010 年预测每股收益分别为 0.65 元、0.86 元和 1.09 元，根据医药行业 2010 年平均 47 倍的市盈率，以及创业板医药股 2010 年 55~100 倍的市盈率区间，本着合理谨慎的态度，我们认为公司在 2010 年市盈率区间在 45~55 倍较为合理，对应的申购价格区间为 29.25 元~35.75 元。

表 5：部分医药上市公司市盈率比较（数据日期：2010 年 12 月 20 日）

代码	简称	市盈率 PE	
		10E	11E
600252	中恒集团	48.27	27.69
600535	天士力	46.94	37.42
600572	康恩贝	42.27	32.54
600557	康缘药业	36.16	27.80
600351	亚宝药业	36.62	28.22
002219	独一味	0.00	57.23
000919	金陵药业	27.26	23.37
002317	众生药业	40.93	31.50
002390	信邦制药	63.24	49.15
600976	武汉健民	51.44	39.50
300039	上海凯宝	66.35	46.86
300142	沃森生物	93.76	58.45
300119	瑞普生物	56.43	40.99

300147	香雪制药	68.01	50.87
300086	康芝药业	55.46	39.08
300006	莱美药业	79.02	44.32
300009	安科生物	66.20	53.90
行业中值		47.15	35.91

资料来源：WIND，东北证券

七. 风险提示

1. 岩舒注射液若不能进入医保目录延展版，可能导致明年的销售收入达不到预期。
2. 岩舒注射液申请增加临床用量的申请不能被 SFDA 批准，或者批准日期大大延后，都将导致产品销售达不到预期。
3. 药品降价的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。