

振东制药 (300158.SZ)

收购安特制药，打造下一个泰盛

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

36.39-37.94

联系人

分析师

胡德军

谢刚

消费品小组

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

hudj@qlzq.com.cn

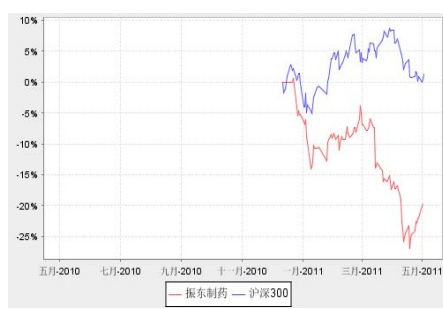
xiegang@qlzq.com.cn

2011年5月19日

基本状况

总股本(百万股)	144.00
流通股本(百万股)	36.00
市价(元)	31.15
市值(百万元)	4485.60
流通市值(百万元)	1121.40

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)	528.69	930.33	1,497.04	1,967.92	2,491.38
营业收入增速	14.67%	75.97%	60.92%	31.45%	26.60%
净利润增长率	14.55%	35.38%	70.86%	50.20%	33.04%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.64	1.09	1.64	2.18
前次预测每股收益(元)	0.63	0.64	1.06	1.56	2.07
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	60.67	27.62	23.64	17.77
PEG	0.00	1.72	0.39	0.47	0.54
每股净资产(元)	3.32	12.20	16.23	17.54	19.29
每股现金流量	0.39	0.22	0.81	1.01	1.23
净资产收益率	18.95%	5.24%	5.39%	7.48%	9.06%
市净率	0.00	3.18	1.86	2.21	2.01
总股本(百万股)	108.00	144.00	144.00	144.00	144.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011年5月18日公司发布收购公告,公司拟以超募资金1.12亿元收购山西安特生物制药股份有限公司(以下简称“安特制药”)100%股权;安特制药主要从事生产、销售中、西药品以及研制、开发新产品的医药公司,2010年实现销售收入为1.73亿元,净利润492万元;
- 安特制药是一家集生产和销售于一体的药品生产和销售企业,拥有两家子公司分别为从事销售批发的山西安远医药有限公司和主营生产的山西远景康业制药有限公司,公司从产品上看目前拥有企业国家注册品种68个、化学药58个、中成药6个、原料药4个;其中进入国家医保目录4个,省级医保目录1个,省级新农合目录1个,独家品种3个,中药独家保护1个,另外具有产品专利6项;我们认为公司收购的主要目的将着重于安特制药产品的多样化以及对营销网络的控制,从长远来看对公司将起到积极作用;
- 从产品结构来看安特制药产品有胶体果胶铋胶囊、马来酸曲美布汀胶囊、脑震宁、红花注射液等,其中:
 - 胶体果胶铋胶囊为胃黏膜保护类非处方药药品,市场占有率为23%,占公司销售收入40%左右;
 - 马来酸曲美布汀胶囊用于治疗胃肠运动功能紊乱引起的相关症状,目前产品市场占有率约为20.2%,占安特销售收入比重为24%,目前同类品种国内有5家企业生产,年销售额在2亿左右,公司目前销售为4,128万,从市场需求来看未来还有很大的发展空间;
 - 红花注射液主要用于治疗闭塞性脑血管疾病,冠心病,心肌梗塞、脉管炎;红花注射液国内目前有11家生产企业,年销售额约在1.3亿左右,2010年公司共完成销售额2,923万元,占到22.5%的市场份额。当前公司主要竞争对手有:山西亚宝药业、雅安三九药业等,我们认为随着该产品加入到振东的全国性网络有望实现突破式增长;

- 从安特的营销网络来看，公司目前开发医院数量达到 1,947 家，主要体现在：
 - 临床销售：以安特制药临床团队为基础，立足医院市场，通过学术拉动，销售和代理科技含量高、附加值高的新药品种，目前主要销售 100mg 果胶铋，瑞健（马来酸曲美布汀胶囊）、脑震宁颗粒、贝乐司（巴柳氮钠片）等品种，年销售额近亿元；
 - 商务销售：以安特制药商务团队为基础，立足零售市场，通过终端拉动，销售和代理市场广阔、患者认知度高的普药品种。目前主要销售 50mg 果胶铋、红花注射液等品种；
 - 托管药房：以安远医药团队为基础，在全山西省范围内开展药房托管业务，目前托管医院药房为山西省煤炭医院药房，年销售额约在 5,000 万元；
 - 我们认为安特的销售方式的多样化正符合目前振东制药快速发展的企业模式，通过不断增加产品储备和广阔的销售渠道来加速公司扩张步伐，安特有望成为公司下一个泰盛制药，未来业绩有望实现快速增长；
- 从公司对安特制药的定位来看，公司将充分利用现有产品继续做大做强，按照公司规划 2011 年安特制药将实现收入 1.8 亿元，净利润将达到 1600 万元，按照目前股本将贡献 EPS 约 0.1 元，考虑安特制药一季度销售贡献利润只有 40.89 万元，因此我们在产品预测上对今年贡献业绩采取相对保守的态度；
- 考虑收购对业绩影响，我们小幅调整盈利预测，保守预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 14.97 亿元、19.68 亿元和 24.91 亿元，同比分别增长 60.9%、31.5%和 26.6%，实现归属母公司净利润分别为 1.57 亿元、2.36 亿元和 3.14 亿元，同比分别增长 70.86%、50.20%和 33.04%，对应目前股本的 EPS 分别为 1.09 元、1.64 元和 2.18 元，考虑到目前市场情绪以及收购对公司业绩带来的长期影响，我们调整公司中长期目标为 36.39--37.94 元，对应 2011 年市盈率分别为 33.30 倍 PE 和 34.72 倍 PE，继续维持“买入”的投资评级。

图表 1：可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元)	总股本(亿股)	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	10Y
300026.SZ	红日药业	42.35	1.01	0.57	1.37	1.86	2.44	74.30	30.84	22.73	17.35	4.25
300039.SZ	上海凯宝	26.30	2.63	0.55	0.77	1.06	1.39	47.54	34.13	24.82	18.95	5.75
600252.SH	中恒集团	37.28	5.46	0.77	1.65	2.25	2.82	48.50	22.62	16.58	13.24	13.51
600594.SH	益佰制药	18.87	3.53	0.54	0.73	0.95	1.22	34.82	25.93	19.93	15.50	7.45
600750.SH	江中药业	27.88	3.11	0.84	1.04	1.35	1.66	33.21	26.68	20.64	16.83	4.83
002437.SZ	誉衡药业	26.10	2.80	0.64	0.85	1.15	1.47	40.74	30.70	22.68	17.79	3.54
002118.SZ	紫鑫药业	38.27	2.56	0.76	0.97	1.38	1.74	50.40	39.27	27.81	22.00	5.92
	均值							47.07	30.02	22.17	17.38	6.46

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：安特制药生产能力

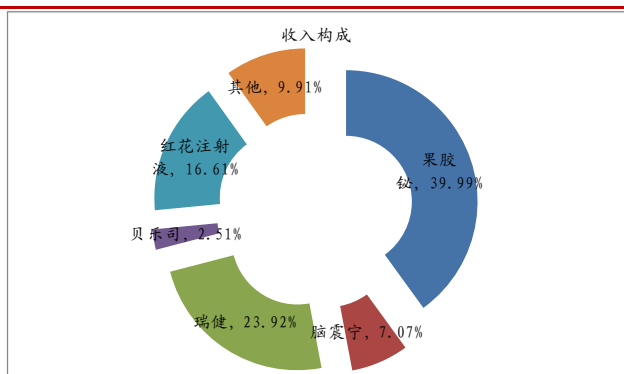
剂型	生产能力	实际产量（2010 年）	产能利用率
片剂	10000 万片/年	1817.52 万片	18.20%
胶囊剂	40000 万粒/年	37839.37 万粒	94.60%
颗粒剂	1000 万袋/年	566.628 万袋	56.70%
小容量注射剂	2000 万支/年	3305.3 万支	165.30%
凝胶剂	200 万支/年	30.8 万支	15.40%
擦剂	200 万瓶/年	10.828 万瓶	5.40%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：安特制药前五个主要品种所占总销售额比例

品种	2008 年	2009 年	2010 年
果胶铋	42.66%	41.60%	40.11%
脑震宁	9.15%	9.59%	7.09%
瑞健	20.48%	21.27%	23.99%
贝乐司	3.64%	2.24%	2.53%
红花注射液	11.12%	17.38%	16.66%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：公司产品收入构成


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：安特制药 2010 年产品销售情况

序号	品名规格	销售额
1	果胶铋 50mg*24 粒	3,756.38
2	果胶铋 100mg	2,209.85
3	果胶铋 30 粒	935.81
4	脑震宁 10g*10 袋	198.51
5	脑震宁 10g*12 袋	924.36
6	无糖脑震宁 6g*12 袋	97.9

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：振东只要对安特制药未来三年的效益分析

项目	2011 年（万元）	2012 年（万元）	2013 年（万元）
销售总额	18,000.00	23,000.00	28,000.00
净利润	1,600.00	2,000.00	2,500.00

来源：齐鲁证券研究所

图表 7：公司销售收入盈利预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
岩舒注射液						
销售收入	348.03	372.87	455.51	555.96	680.60	819.82
增长率 (YOY)	—	7.14%	22.16%	22.05%	22.42%	20.46%
毛利率	95.58%	95.53%	95.41%	95.24%	95.07%	95.08%
销售成本	15.38	16.67	20.91	26.48	33.59	40.30
增长率 (YOY)	—	8.35%	25.44%	26.65%	26.83%	20.00%
毛利	332.65	356.20	434.60	529.48	647.01	779.52
增长率 (YOY)	—	7.08%	22.01%	21.83%	22.20%	20.48%
占总销售额比重	75.49%	70.53%	48.16%	37.14%	34.58%	32.91%
占主营业务利润比重	89.35%	85.04%	79.20%	69.14%	63.55%	59.11%
苦参饮片						
销售收入	0.00	0.00	2.85	15.75	15.75	36.00
增长率 (YOY)	—	—	—	452.92%	0.00%	128.57%
毛利率	0.00%	0.00%	22.25%	22.25%	22.25%	22.25%
销售成本	0.00	0.00	2.21	12.25	12.25	27.99
增长率 (YOY)	—	—	—	452.92%	0.00%	128.57%
毛利	0.00	0.00	0.63	3.50	3.50	8.01
增长率 (YOY)	—	—	—	452.92%	0.00%	128.57%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.30%	1.05%	0.80%	1.44%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.12%	0.46%	0.34%	0.61%
医药工业						
销售收入	67.07	81.74	125.62	222.55	361.95	540.02
增长率 (YOY)	189.97%	21.87%	53.68%	77.16%	62.64%	49.20%
毛利率	53.61%	61.28%	67.78%	70.04%	72.66%	75.07%
销售成本	31.12	31.65	40.47	66.69	98.97	134.63
增长率 (YOY)	34.52%	1.71%	27.69%	64.77%	48.41%	36.03%
毛利	35.95	50.09	85.15	155.87	262.98	405.39
增长率 (YOY)	—	39.32%	69.98%	83.05%	68.72%	54.15%
占总销售额比重	14.55%	15.46%	13.28%	14.87%	18.39%	21.68%
占主营业务利润比重	9.66%	11.96%	15.52%	20.35%	25.83%	30.74%
其它						
销售收入	45.95	74.08	91.86	137.78	179.12	214.94
增长率 (YOY)	—	61.22%	24.00%	49.99%	30.00%	20.00%
毛利率	8.00%	17.00%	25.00%	26.00%	26.00%	26.00%
销售成本	42.27	61.49	68.90	101.96	132.55	159.06
增长率 (YOY)	—	45.45%	12.05%	47.99%	30.00%	20.00%
毛利	3.68	12.59	22.97	35.82	46.57	55.89
增长率 (YOY)	—	242.59%	82.35%	55.99%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	9.97%	14.01%	9.71%	9.20%	9.10%	8.63%
占主营业务利润比重	0.99%	3.01%	4.18%	4.68%	4.57%	4.24%
医药流通						
销售收入	0.00	0.00	270.00	385.00	500.50	600.60
增长率 (YOY)	—	—	—	42.59%	30.00%	20.00%
毛利率	0.00%	0.00%	2.00%	6.00%	7.00%	7.00%
销售成本	0.00	0.00	264.60	361.90	465.47	558.56
增长率 (YOY)	—	—	—	36.77%	28.62%	20.00%
毛利	0.00	0.00	5.40	23.10	35.04	42.04
增长率 (YOY)	—	—	—	327.78%	51.67%	20.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	28.55%	25.72%	25.43%	24.11%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.98%	3.02%	3.44%	3.19%
安特制药						
销售收入	0.00	0.00	172.60	180.00	230.00	280.00
增长率 (YOY)	—	—	—	4.29%	27.78%	21.74%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本	#REF!	0.00	172.60	162.00	207.00	252.00
增长率 (YOY)	—	—	—	-6.14%	27.78%	21.74%
毛利	#REF!	0.00	0.00	18.00	23.00	28.00
增长率 (YOY)	—	—	—	—	27.78%	21.74%
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	0.00%	18.25%	12.02%	11.69%	11.24%
销售收入小计	461.05	528.69	945.84	1497.04	1967.92	2491.38
销售成本小计	88.77	109.80	397.09	731.27	949.82	1172.54
毛利	372.28	418.89	548.75	765.77	1018.10	1318.84
平均毛利率	80.75%	79.23%	58.02%	51.15%	51.73%	52.94%

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-05-19	买入	30.98	36.39 ~ 37.94
2	2011-05-15	买入	30.27	34.76 ~ 36.07
3	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	461	529	930	1,497	1,968	2,491	货币资金	29	82	1,422	2,374	2,467	2,653
增长率	46.25%	14.7%	76.0%	60.9%	31.5%	26.6%	应收账款	149	176	216	357	451	579
营业成本	-93	-117	-388	-731	-950	-1,173	存货	38	56	127	174	225	277
% 销售收入	20.1%	22.1%	41.7%	48.8%	48.3%	47.1%	其他流动资产	10	15	48	93	115	146
毛利	368	412	543	766	1,018	1,319	流动资产	227	329	1,812	2,999	3,257	3,655
% 销售收入	79.9%	77.9%	58.3%	51.2%	51.7%	52.9%	% 总资产	45.6%	51.1%	83.5%	88.9%	89.3%	90.1%
营业税金及附加	-6	-7	-9	-16	-21	-26	长期投资	1	1	1	1	1	1
% 销售收入	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	固定资产	184	215	256	273	288	301
营业费用	-229	-259	-323	-479	-610	-772	% 总资产	37.0%	33.4%	11.8%	8.1%	7.9%	7.4%
% 销售收入	49.8%	49.0%	34.7%	32.0%	31.0%	31.0%	无形资产	82	95	96	95	95	94
管理费用	-41	-50	-90	-120	-157	-199	非流动资产	270	315	358	374	389	401
% 销售收入	8.9%	9.4%	9.6%	8.0%	8.0%	8.0%	% 总资产	54.4%	48.9%	16.5%	11.1%	10.7%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	91	96	121	151	230	321	资产总计	497	643	2,170	3,373	3,646	4,055
% 销售收入	19.8%	18.2%	13.0%	10.1%	11.7%	12.9%	短期借款	88	160	215	0	0	0
财务费用	-12	-9	-11	35	49	52	应付款项	93	88	138	310	389	469
% 销售收入	2.7%	1.8%	1.2%	-2.3%	-2.5%	-2.1%	其他流动负债	40	30	19	99	55	70
资产减值损失	-6	-4	-5	0	0	0	流动负债	221	278	371	409	444	539
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	6	18	18	18	18
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	230	284	389	426	462	557
营业利润	74	82	105	185	279	373	普通股股东权益	267	359	1,756	2,921	3,158	3,472
营业利润率	16.0%	15.6%	11.3%	12.4%	14.2%	15.0%	少数股东权益	0	0	25	26	26	27
营业外收支	-1	0	5	3	4	4	负债股东权益合计	497	643	2,170	3,373	3,646	4,055
税前利润	73	83	110	189	283	377							
利润率	15.8%	15.7%	11.8%	12.6%	14.4%	15.1%							
所得税	-13	-15	-17	-31	-46	-62							
所得税率	18.5%	17.8%	15.9%	16.5%	16.3%	16.4%							
净利润	59	68	92	158	237	315							
少数股东损益	0	0	0	0	1	1							
归属于母公司的净利润	59	68	92	157	236	314							
净利率	12.9%	12.9%	9.9%	10.5%	12.0%	12.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	59	68	92	158	237	315	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	1	1	每股收益 (元)	0.594	0.630	0.640	0.874	1.313	1.747
非现金支出	20	23	25	23	25	27	每股净资产 (元)	2.667	3.324	12.195	16.230	17.543	19.290
非经营收益	11	8	10	1	-4	-4	每股经营现金净流 (元)	0.332	0.391	0.225	0.806	1.013	1.235
营运资金变动	-57	-56	-95	-36	-76	-116	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
经营活动现金净流	33	42	32	145	183	223	回报率						
资本开支	29	28	80	35	36	36	净资产收益率	22.27%	18.95%	5.24%	5.39%	7.48%	9.06%
投资	-5	-25	0	0	0	0	总资产收益率	11.96%	10.58%	4.24%	4.66%	6.48%	7.75%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	22.65%	18.08%	17.71%	22.01%	26.88%	31.77%
投资活动现金净流	-34	-53	-80	-35	-36	-36	增长率						
股权募资	36	30	1,338	1,062	0	0	营业总收入增长率	46.25%	14.67%	75.97%	60.92%	31.45%	26.60%
债权募资	-27	43	55	-215	0	0	EBIT增长率	35.43%	4.95%	25.87%	24.84%	52.56%	39.48%
其他	-16	-14	-3	-4	-54	0	净利润增长率	51.39%	14.55%	35.38%	70.86%	50.20%	33.04%
筹资活动现金净流	-7	59	1,390	843	-54	0	总资产增长率	6.43%	29.49%	237.46%	55.41%	8.08%	11.23%
现金净流量	-8	48	1,343	953	93	187	资产管理能力						
							应收账款周转天数	102.6	96.3	64.8	75.3	71.8	72.9
							存货周转天数	135.7	147.0	86.3	86.3	86.3	86.3
							应付账款周转天数	97.1	88.0	38.7	77.8	75.4	70.0
							固定资产周转天数	130.1	121.3	78.0	52.0	39.8	31.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	23.58%	21.63%	-67.75%	-80.57%	-77.48%	-75.83%
							EBIT利息保障倍数	7.4	10.3	10.7	-4.4	-4.7	-6.2
							资产负债率	46.30%	44.14%	17.93%	12.64%	12.67%	13.72%

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

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