

振东制药(300158.SZ)

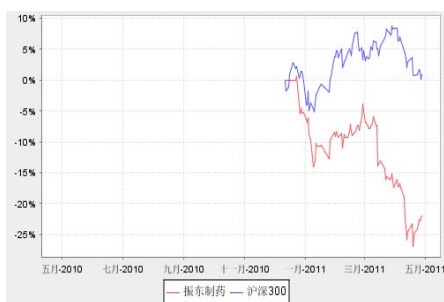
产品储备丰富的中药特色企业

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): 34.94-37.33
 联系人: 分析师
 胡德军: 谢刚
 消费品小组: S0740210090003
 021-20315083: 021-20315178
 hudj@qlzq.com.cn: xiegang@qlzq.com.cn
 2011年5月16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)	31.01
市值(百万元)	4358.88
流通市值(百万元)	1089.72

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	1,317.04	1,737.92	2,211.38
营业收入增速	14.67%	75.97%	41.57%	31.96%	27.24%
净利润增长率	14.55%	35.38%	65.16%	48.07%	32.47%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.64	1.06	1.56	2.07
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)	0.00	60.67	28.57	24.81	18.73
PEG	0.00	1.72	0.44	0.52	0.58
每股净资产(元)	3.32	12.20	16.20	17.45	19.11
每股现金流量	0.39	0.22	0.99	1.20	1.04
净资产收益率	18.95%	5.24%	5.22%	7.17%	8.67%
市净率	0.00	3.18	1.86	2.22	2.03
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

- 公司主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售,其中以岩舒注射液为核心产品,公司产品多达359个,其中有181个药品进入国家医保目录,这当中甲类84个,乙类96个,民族药1个;
- 我们预测主打产品岩舒未来三年销售增长速度在20%--25%,增长动力来源于终端市场扩张和产能释放;主导产品岩舒注射液产品配方及制备技术为公司独有,是癌症的辅助治疗药物,目前医院终端之覆盖了50%,随着未来公司募集产能顺利达产以及未来临床用量的增加,公司岩舒注射剂有望保持稳定增长;
- 公司二线产品丰富,未来有望成为公司业绩新的增长推动力。根据规划,未来将再造1-2个年销售收入5,000万元以上的骨干品种,3-5个年销售收入3,000万元以上的品种,进一步拓宽公司产品线,增强公司的盈利能力;我们认为公司的舒血宁、芪蛭通络以及注射用阿莫西林钠氟氯西林钠均具有未来突破上亿规模的潜力,公司目前正在对现有产品进行重新梳理和研究,对有潜力的产品将进行重点开发;同时公司目前正在进行的三期临床研究的黄芪总皂苷注射液有望成为下一个岩舒,值得持续关注;
- 我们预测公司2011-13年的营业收入分别为13.17亿元、17.38亿元和22.11亿元,同比分别增长41.6%、32.0%和27.2%;归属母公司净利润分别为1.52亿元、2.25亿元和2.98亿元,同比分别增长65.16%、48.07%和32.35%,实现每股收益分别为1.06元、1.56元和2.07元;
- 根据绝对估值和相对估值法,我们认为公司合理的估值区间为34.94--37.33元,对应于2011年PE分别为33.08倍和35.34倍,2012年PE分别为22.34倍和23.87倍,2013年分别为16.88倍和18.03倍,同时我们认为目前整个医药板块估值处于低谷,未来随着整个板块估值修复未来还存在一定的溢价空间,我们首次给予“买入”的投资评级。

内容目录

公司产品集中于抗肿瘤、心脑血管、抗感染三大系列	4 -
公司以中药为主，品种多达 359 个，全国排名第 18 位	4 -
公司在抗肿瘤、抗心脑血管以及抗感染三大块上均有重量级产品	5 -
公司利润 75% 来源岩舒，临床用量增加保证其增速在 20—25%	7 -
公司利润来源癌症辅助药物岩舒注射液	7 -
渠道拓展及临床用量增加保证岩舒注射液未来增速在 20%---25% 之间	8 -
二线产品丰富，三大产品有望成为业绩催化剂	11 -
公司二线产品主要来源于子公司泰盛产品多元化和业绩快速增长	11 -
舒血宁量价齐升，销售渠道打开后有望成为上亿规模产品	11 -
独家品种芪蛭通络未来有望实现翻倍增长	12 -
注射用阿莫西林钠氟氯西林钠是临床应用指导一线用药，已进入 20 个省市医保	12 -
销售平台不断细化，针对不同产品实行不同销售策略	13 -
盈利预测、估值与投资建议	14 -
假设前提与盈利预测	14 -
PE 相对估值法及投资建议	15 -
绝对估值法：37.33 元/股	16 -
投资建议：合理价值为 34.94--37.33 元	16 -
风险提示	16 -

图表目录

图表 1：振东制药主要控股、参股子公司	4 -
图表 2：公司拥有四个国家中药保护品种	5 -
图表 3：公司主要产品用途简介	5 -
图表 4：公司主要在研产品	6 -
图表 5：公司临床研究项目信息汇总	7 -
图表 6：公司近三年收入构成情况	7 -
图表 7：公司近三年利润构成情况	7 -
图表 8：2009 年全球处方药销售额前 15 名治疗类别	8 -
图表 9：部分与岩舒临床应用疗效相似的主要药物的基本情况	8 -
图表 10：岩舒注射剂的波特五力模型分析	9 -
图表 11：3.2 万亩苦参 GAP 种植基地建设规划表	10 -
图表 12：岩舒未来销售增长预测图	10 -
图表 13：泰盛制药近年销售收入情况	11 -
图表 14：泰盛制药近年利润增长情况	11 -
图表 15：舒血宁销售增速预测图	12 -
图表 16：芪蛭通络未来销售预测图	12 -
图表 17：阿莫西林钠氟氯西林钠是高效、低毒的青霉素类复方制剂	13 -

图表 18: 注射用阿莫西林钠氟氯西林钠销售预测图	- 13 -
图表 19: 公司营销平台建设	- 14 -
图表 20: 公司期间费用率和所得税预测表	- 15 -
图表 21: 可比公司估值	- 15 -
图表 22: 绝对估值的假设条件	- 16 -
图表 23: 公司销售收入盈利预测表	- 17 -

公司产品集中于抗肿瘤、心脑血管、抗感染三大系列

公司以中药为主，品种多达 359 个，全国排名第 18 位

- 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，专注于中药抗肿瘤系列用药的研发、生产和销售，是山西省长治市首家获批的高新技术企业，同时公司控股多家子公司；
- 目前公司拥有三大生产基地，41条生产线，11大剂型，药品多达359个品种，公司拥有的药品品种数量在全国排名第18位；
- 公司有181个药品进入国家医保目录，其中甲类84个，乙类96个，民族药1个。其中公司主导产品岩舒注射液、冠心宁、舒血宁注射液均进入乙类目录；

图表 1：振东制药主要控股、参股子公司

公司	股权	公司业务	(百万元)	2007	2008	2009	2010
山西振东泰盛制药有限公司	100%	中药	收入	76.88	93.6	103.36	151.23
			净利润	11.67	15.86	21.03	43.01
山西振东开元制药有限公司	91.93 %	传统中药	收入	17.41	18.15	11.72	23.25
			净利润	-3.24	-4.31	0.47	-0.78
山西振东道地药材开发有限公司	100%	中药材种植、收购、经销	收入	0	0	0.43	1.01
			净利润	-0.2	-0.58	-0.42	-0.48
山西振东医药有限公司	100%	药品批发；医疗器械销售	收入	0.03	0.73	40.39	389.63
			净利润	-0.17	-0.15	0.49	2.16
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	收入	0	0	0	0
			净利润	0	0	-0.02	-0.03
北京振东光明药物研究院有限公司	100%	新药研发	收入	3.9	2.48	2.13	8.62
			净利润	1.75	0.04	0.23	4.04
山西振东道地连翘开发有限公司	100%	中药材种植，购销	收入	0	0	0	0.05
			净利润	0	0	0	-0.12
山西振东道地党参开发有限公司	100%	中药材种植，购销	收入	0	0	0	0.50
			净利润	0	0	0	-0.01

来源：齐鲁证券研究所

- 公司目前拥有四个药保护品种，其中复方苦参注射液（即岩舒注射液）为母公司公司主导产品，是公司业绩贡献的主要来源，舒血宁注射液和冠心宁注射液为子公司泰盛制药主打产品；

图表 2：公司拥有四个国家中药保护品种

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

来源：齐鲁证券研究所

公司在抗肿瘤、抗心脑血管以及抗感染三大块上均有重量级产品

- 公司现有 11 个剂型，361 个品种的生产批文，从公司产品构成来看，主要分三大类，分别为抗肿瘤药物、抗心血管类药物以及抗感染药物；其中抗肿瘤方面以岩舒为主，抗心血管方面还有舒血宁、芪蛭通络等产品；抗感染领域主要以普药为主，其中注射用阿莫西林钠氟氯西林钠值得关注；
- 我们认为公司除主导产品岩舒注射液外，比卡鲁胺胶囊、芪蛭通络胶囊、培美曲塞二钠、托烷司琼、舒血宁注射液、头孢硫脒、核黄素磷酸钠、阿莫西林钠氟氯西林钠、冠心宁等品种均具有一定的市场潜力；

图表 3：公司主要产品用途简介

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
	氟尿嘧啶氯化钠	用于治疗消化道肿瘤
	培美曲塞二钠	适用于与顺铂联合治疗无法手术的恶性胸膜间皮瘤
抗心血管疾病类药品	舒血宁	用于缺血性心脑血管疾
	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
	盐酸川芎嗪氯化钠	用于治疗缺血性脑血管疾病
	三磷酸腺苷二钠氯化镁	辅助用药，用于急性、慢性活动性肝炎、缺血性脑血管病后遗症、脑损伤、心肌炎等病症的辅助治疗
抗感染药物	注射用甲磺酸左氧氟沙星	本品适用于敏感细菌所引起的下列中、重度感染
	夫西地酸钠	主治由各种敏感细菌,尤其是葡萄球菌引起的各种感染
	注射用葡萄糖酸依诺沙星	适用于由敏感菌引起的泌尿生殖系统感染等
	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
	头孢克肟胶囊	广谱抗菌素
	头孢克肟干混悬剂	广谱抗菌素
	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
	注射用硫酸奈替米星	适用于敏感细菌所引起的各年龄患者在内的严重细菌感染性疾病的短期治疗
	注射用阿莫西林钠氟氯西林钠	本品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。是目前抗感染药物临床应用指导一线用药

来源：齐鲁证券研究所

- 从公司在研产品来看，有七个药物申请了生产批件，还有一批等待中试的潜力产品，未来有望随着销售市场不断扩大实现快速增长；

图表 4：公司主要在研产品

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	已召开专家评审会议	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
10	来曲唑片	待中试	化药 6 类	肿瘤用药	2013 年 3 月
11	注射用益心酮	申请临床批件	心脑血管	专业审评	2013 年 12 月
12	盐酸头孢唑兰	申请临床批件	抗感染	批准临床试验	2013 年 12 月
13	注射用盐酸头孢唑兰	申请临床批件	抗感染	批准临床试验	2013 年 12 月
14	复方苦参注射液变更用法用量	临床试验	补充申请	肿瘤用药	2013 年 12 月
15	生白颗粒	小试工艺优化	中药 6 类	肿瘤用药	2014 年 12 月
16	灌肠剂	小试工艺优化	中药 6 类	消化系统用药	2014 年 12 月
17	羟苯磺酸钙及胶囊	中试完成	化 6	微血管	2014 年 6 月
18	氨磷汀及冻干粉	中试	化 6	肿瘤	2014 年 6 月
19	多西他赛及注射液	中试	化 6	肿瘤	2014 年 12 月
20	吉西他滨及注射液	中试	化 6	肿瘤	2014 年 12 月
21	瑞格列奈及片剂	中试	化 6	心脑血管	2014 年 12 月
22	苯磺顺阿曲库铵	小试	化 6	肌肉松弛药	2015 年 6 月
23	寒痰舒胶囊	临床试验	中药 6 类	呼吸系统用药	2015 年 12 月
24	乌骨藤冻干粉	小试工艺优化	中药 5 类	肿瘤用药	2016 年 12 月

来源：齐鲁证券研究所

- 2010年公司研发项目有33项，其中：基础研究项目6项，新药自主研发6

项，新药合作研发项目12项，临床研究项目5项，阳康产品4项；其他新药注册申请3项，取得新药批件1项，补充注册申请15项，再注册申请270项；联系委托生产17项

- 公司目前正在积极的开展岩舒增量临床,扩展其适应症的相关临床工作;而黄芪总皂苷已进入三期临床补充研究,预计未来如果上市将对公司业绩产生积极影响;

图表 5: 公司临床研究项目信息汇总

序号	项目名称	适应症	项目时间
1	岩舒增量临床 I 期	抗肿瘤	2009.05-2011.02
2	岩舒治疗放射性肺炎 (原位肺癌)	抗肿瘤	2009.03--2011.06
3	岩舒合并介入治疗原位肝癌	抗肿瘤	2009.03--2011.07
4	芪蛭通络胶囊上市后再评价	中风恢复期后遗症	2010.04--2011.02
5	黄芪总皂苷三期临床补充	心脑血管疾病	2010.11—2013.06

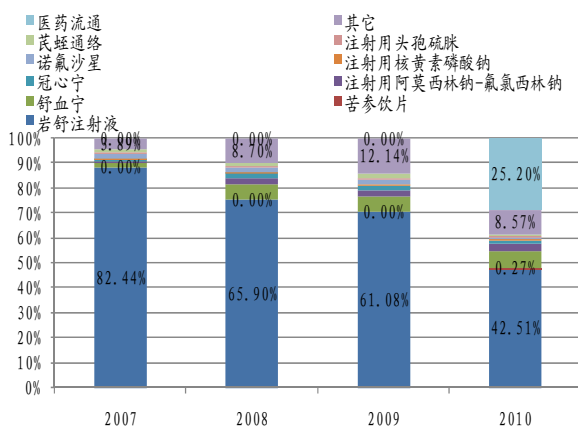
来源: 齐鲁证券研究所

公司利润 75%来源岩舒,临床用量增加保证其增速在 20—25%

公司利润来源癌症辅助药物岩舒注射液

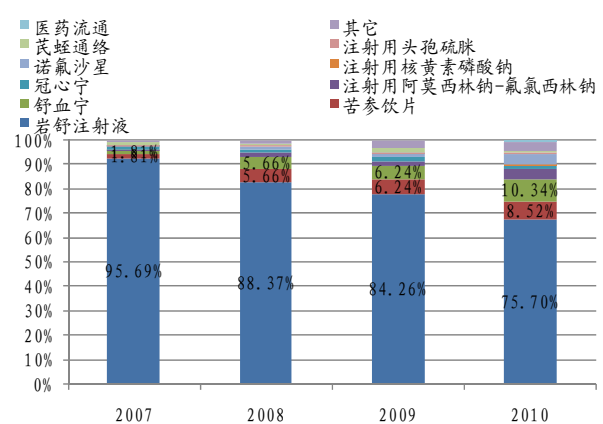
- 公司主导产品岩舒注射液产品配方及制备技术为公司独有,是癌症的辅助治疗药物,具有抑制癌性疼痛、癌性出血,抑制肿瘤生长、联合化疗增效减毒、止痛止血等功效,用于治疗晚期肿瘤、癌肿疼痛、肿瘤放化疗、多脏器保护、肝炎肝损伤、癌性出血等;

图表 6: 公司近三年收入构成情况



来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 公司近三年利润构成情况



来源: 齐鲁证券研究所

渠道拓展及临床用量增加保证岩舒注射液未来增速在 20%---25%之间

■ 公司岩舒注射液的快速增长主要基于以下几个理由:

- 从 2009 年全球处方药销售额来看, 抗肿瘤药物依然是销售量最大的药物, 其增速达到 8.8%, 行业依然处在上升阶段;

图表 8: 2009 年全球处方药销售额前 15 名治疗类别

编号	治疗类别	2009 年销售额 (亿美元)	2009 年增长率%
1	抗肿瘤药	523.72	8.8%
2	血脂调节剂	352.81	4.9%
3	呼吸系统用药	335.96	11.0%
4	抗糖尿病药	304.06	13.4%
5	消化性溃疡病	296.10	0.6%
6	血管紧张素 II 拮抗剂	252.09	11.5%
7	抗精神病药	232.48	4.6%
8	抗抑郁症药	194.16	-1.3%
9	自身免疫制剂	179.61	18.0%
10	血小板聚集抑制剂	146.04	9.0%
11	抗艾滋病病毒药	137.58	14.9%
12	抗癫痫药	129.95	-19.8%
13	麻醉镇痛药	112.35	8.6%
14	非麻醉性镇痛药	111.74	7.3%
15	促红细胞生成素	108.06	-4.1%

来源: 齐鲁证券研究所

- 从我国目前患病情况来看, 恶性肿瘤致死比例占我国样本城市死亡原因 27.12%, 死亡率达到 1.69%, 今年我国抗肿瘤药物市场增长率超过 20%, 远高于世界平均水平, 随着目前国内环境恶化以及对治疗需求的不断增加, 我们预计未来三年行业整体增速依然可以保持 20%的水平;
- 医院终端仍有 50%空间, 目前渠道覆盖约 1545 家, 而我国治疗肿瘤患者较多的二级医院越有 3000 家, 渠道空间依然巨大;
- 岩舒日均消费低, 具备价格优势, 未来还有提价空间。岩舒主要作为增强免疫和镇痛药物, 与疗效相近产品比较患者日均费用只有 78 元, 在价格上具有一定优势, 同时也保障了产品的毛利率水平;

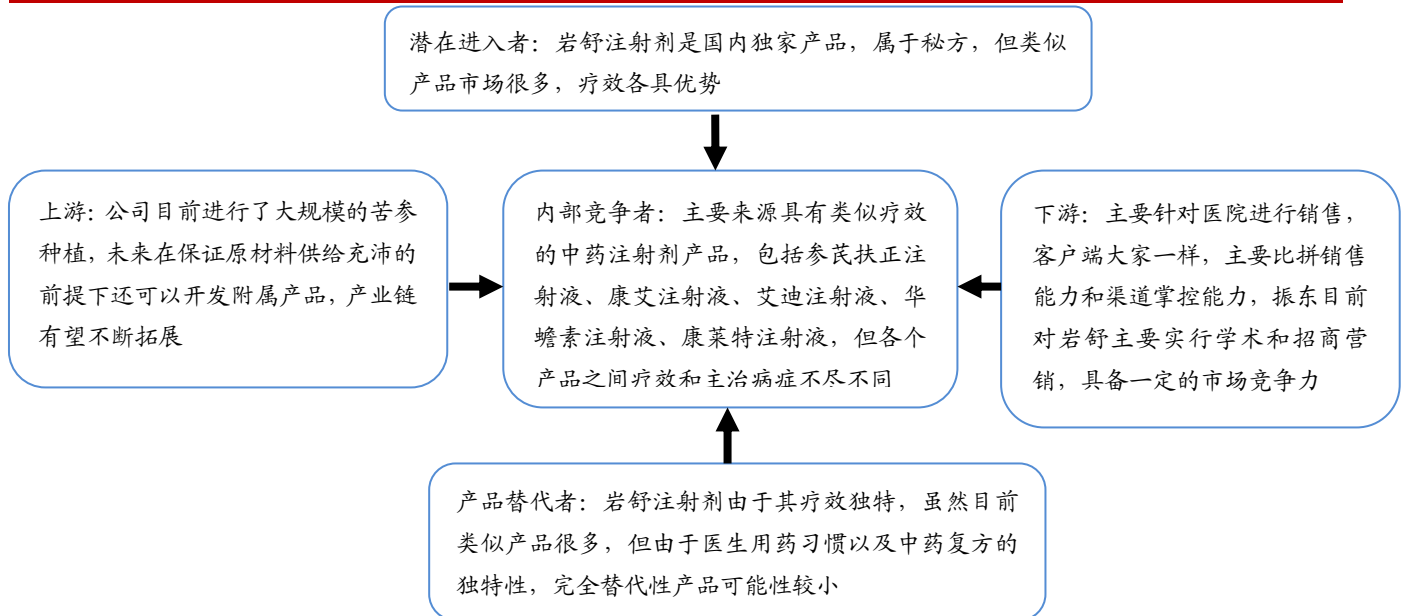
图表 9: 部分与岩舒临床应用疗效相似的主要药物的基本情况

产品	原料	生产企业	基本药理作用	最高零售价	每日用量	日均费用 (元)	临床应用市场占有率	2008 年销售额
岩舒注射液	苦参白土苓	振东制药	清热利湿, 凉血解毒, 散结止痛。用于癌肿疼痛、出血。	2ml:20.3 元/支 5ml:47.3 元/支	一次 2~4ml, 一日 2 次; 或静脉滴注, 一次 12ml	78	15%	3.6 亿元
参芪扶正注射液	党参黄芪	丽珠集团利民制药厂	冠心病心衰以及肿瘤辅助治疗。	182 元/瓶	1 瓶/日	182	25.46%	4.3 亿元

康艾注射液	黄芪人参苦参素	长白山制药股份有限公司	原发肝癌、直肠癌、淋巴瘤、妇科肿瘤治疗；白细胞减少；慢性乙肝。	470 元/盒	1-2 次/日 4-6 支/次	376	23.32%	4.2 亿元
艾迪注射液	人参黄芪刺五加斑蝥	贵州益佰制药股份有限公司	抗肿瘤；放化疗增效。	36.9 元/支	1 日 1 次, 1 次 5-10 支	276	22.27%	4.0 亿元
华蟾素注射液	干蟾皮提取物	安徽金蟾生化股份有限公司	解毒, 消肿, 止痛。用于中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等症。	5ml:27.4 元/ 支 10ml:52 元/ /支	1 日 1 次, 20-40ml/ 次	156	2.57%	1.3 亿元
康莱特注射液	注射用薏苡仁油	浙江康莱特药业有限公司	非小细胞肺癌；肝癌；放化疗增效；中晚期止痛。	336 元/瓶	1 日 1 次; 1 次 2 瓶	770	11.38%	2.1 亿元

来源：齐鲁证券研究所

- **未来临床剂型用量增加将带来销售收入增长。**公司岩舒注射液在临床上用量为 8-12ml/天, 从临床使用效果来看用量偏小; 公司在 2009 年申请增加临床用量实验, 并获得药监局批准, 目前已由中医科学院广安医院牵头组织多家医院开展 I 期临床试验, 如果临床试验顺利将大幅增加产品需求;
- 因为临床用量的改进只需要一期临床实验即可, 因此如果进展顺利公司的临床使用说明书将增加使用剂量, 到时单支销售价格有望大幅增加;

图表 10：岩舒注射剂的波特五力模型分析


来源：齐鲁证券研究所

- 公司募投项目产能未来三年逐步释放将有效保障市场需求。根据公司募投项目，岩舒扩产建设期为 11 个月，达产分别是第二年 25%，第三年 60%，第四年全部达产，公司为消化产能也积极的制定了相应的市场开发和销售计划，保障岩舒产品的可持续性增长；
- 苦参种植项目将保障未来岩舒产品质量和产品成本。公司此次募集的 3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目，未来三年将保障公司苦参质量，将种植最好的苦参作为岩舒产品的原材料，从源头保障原材料质量，而其他可以作为饮片和健康卫生用品材料；

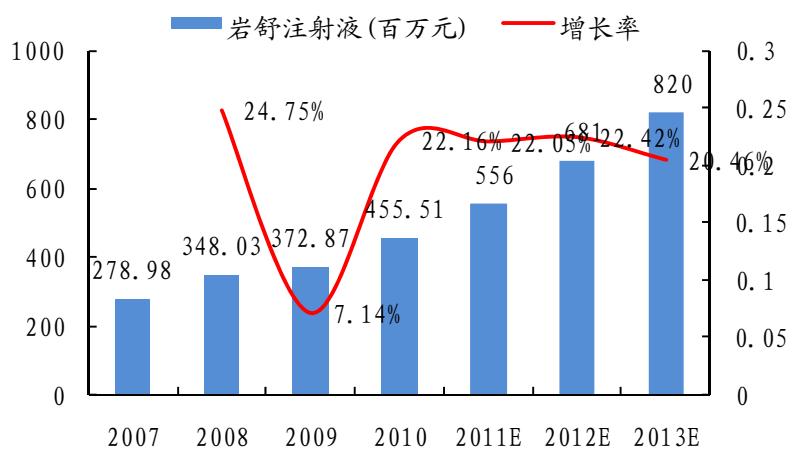
图表 11：3.2 万亩苦参 GAP 种植基地建设规划表

时间	苦参种子基地	苦参种植基地	饮片加工厂
2006	提供种子 1266 公斤	种植 633 亩	
2007	提供种子 7000 公斤	种植 3500 亩	
2008	提供种子 7000 公斤	种植 3500 亩	开始建设
2009	提供种子 16000 公斤	种植 8000 亩	工厂建成并投产，加工苦参湿条 474.75 吨，合苦参饮片 158.25 吨
2010	提供种子 16000 公斤	种植 8000 亩(含 2006 年 633 亩)	加工苦参湿条 2625 吨,合苦参饮片 875 吨
2011	提供种子 16000 公斤	种植 8000 亩(含 2007 年 3500 亩)	加工苦参湿条 2625 吨,合苦参饮片 875 吨
2012	提供种子 16000 公斤	种植 8000 亩(含 2008 年 3500 亩)	加工苦参湿条 7200 吨,合苦参饮片 2400 吨
2013	提供种子 16000 公斤	种植 8000 亩(含 2009 年 5000 亩)	加工苦参湿条 7200 吨,合苦参饮片 2400 吨

来源：齐鲁证券研究所

- 根据以上分析，我们保守预测岩舒产品未来三年销售增长速度在 20%---25%，其关键还是终端市场扩张和产能释放；

图表 12：岩舒未来销售增长预测图



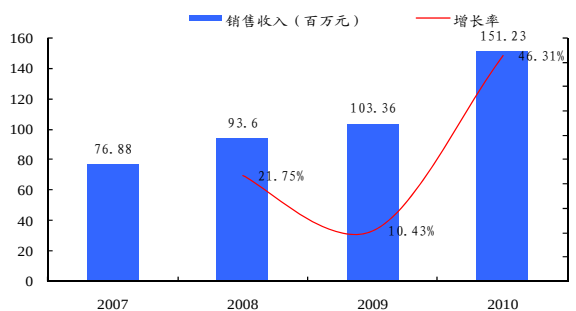
来源：齐鲁证券研究所

二线产品丰富，三大产品有望成为业绩催化剂

公司二线产品主要来源于子公司泰盛产品多元化和业绩快速增长

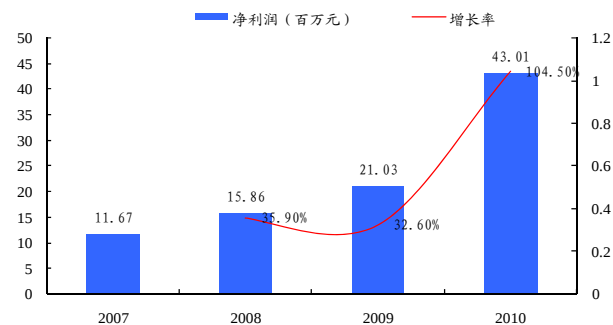
- 其中子公司泰盛制药 2010 年销售收入增长 46%，利润增长 104.5%，其主打产品为舒血宁、阿莫西林钠氟氯西林钠以及注射用核黄素磷酸钠等；

图表 13：泰盛制药近年销售收入情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 14：泰盛制药近年利润增长情况

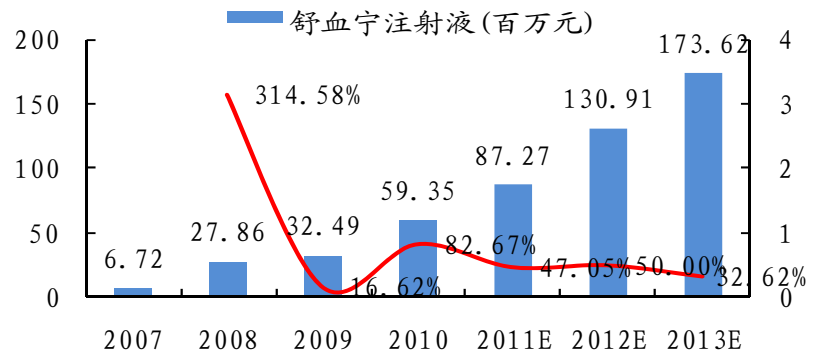


来源：齐鲁证券研究所

舒血宁量价齐升，销售渠道打开后有望成为上亿规模产品

- 舒血宁主要成分为银杏提取物，主要用于血管扩张、改善微循环。治疗领域包括缺血性心脑血管疾病、冠心病、心绞痛、脑血栓等，国内共有 9 个生产企业，销售规模约在 15 亿元；
- 目前国内最大的银杏类注射液为神威药业，2009 年销售收入超过 2 亿元，增速达 46.47%；
- 目前全国生产“银杏叶”提取物及其制剂的企业仅有十家：包括北京双鹤高科天然药物有限责任公司、河北神威药业有限公司、三九企业集团万荣药业有限公司、黑龙江珍宝岛制药有限公司、山西振东泰盛制药有限公司、菲尔斯—杜克制药通化有限公司、山西普德药业有限公司、浙江康恩贝制药有限公司等；
- 该类药品全国的年产值为 45 亿元，而振东泰盛公司目前占市场份额的 1%，还有非常大的市场潜力可挖。尽管目前的市场份额较低，但相比其他企业，泰盛的产品工艺成熟，技术熟练；具有先进的提取技术和制剂生产水平，其产品疗效高、副作用小、生产成本较低，具备一定的竞争优势。
- 公司舒血宁为 2007 年收购的泰盛制药的主要产品之一，约占其收入的 40%，公司在整合其销售渠道后 2009 年又对价格上调，2010 年该产品销售收入已达 0.59 亿元，同比增长 83%，我们预计未来三年将保持高速增长态势；

图表 15: 舒血宁销售增速预测图

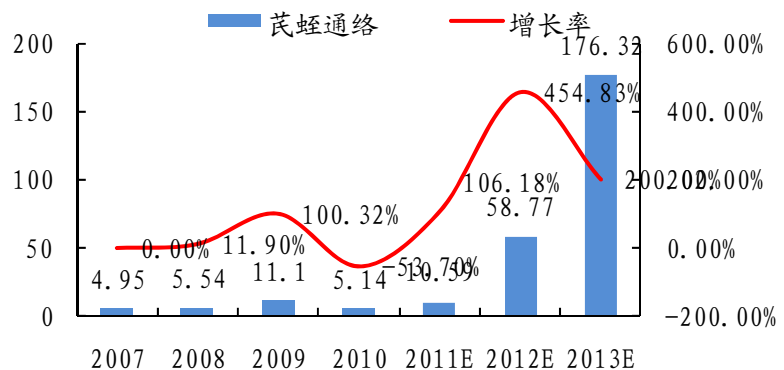


来源: 齐鲁证券研究所

独家品种芪蛭通络未来有望实现翻倍增长

- 芪蛭通络是子公司开元制药产品, 全国独家品种, 主要成分为黄芪、水蛭、人参、麦冬等 26 味药组成, 是国内少有的口服中成药产品; 前期由于公司规模小, 销售能力弱, 市场很难打开, 公司在收购开元制药后, 对其重新进行了临床研究, 预计每年明年有望完成;
- 该产品主要竞争对手为步长脑心痛和以岭通心络, 步长脑心痛目前年销售额约在 5 亿元, 以岭通心络年销售额约 8 亿元, 我们预测随着公司在销售上从总代理改为了区域总代理后, 销售有望打开;
- 目前该产品已经在进入 5 个省医保, 我们预计随着未来进入医保的地方不断增速 2012 年有望销售突破千万, 2015 年进入高速增长期;

图表 16: 芪蛭通络未来销售预测图



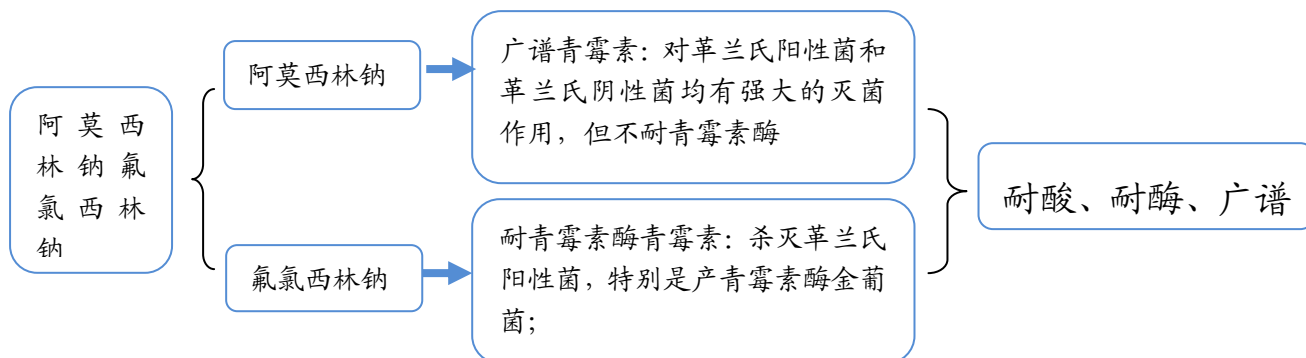
来源: 齐鲁证券研究所

注射用阿莫西林钠氟氯西林钠是临床应用指导一线用药, 已进入 20 个省市医保

- 注射用阿莫西林钠氟氯西林钠是产酶耐药菌葡萄球菌感染的首选药物, 规格 0.5g 与 1.0g 注射用阿莫西林钠氟氯西林钠的生产厂家全国仅有两家, 泰盛公司占有市场份额的 70%, 其余 30% 都被天津华津制药厂所拥有; 我们总结该产品临床优势有:
 - 氟氯西林强效对抗革兰氏阳性菌; 阿莫西林强效对抗革兰氏阳性和

- 阴性菌；两者联合有更广的抗菌谱；
- 阿莫西林钠氟氯西林钠的抗菌谱覆盖大部分社区获得性和院内感染常见致病菌；
- 耐酶、耐酸、强效对抗青霉素的金葡菌的特点，更适合内外科感染预防用药和经验性用药；
- 阿莫西林钠氟氯西林钠的安全性，尤其的特殊群体（如老年患者和儿童患者）感染治疗中的首选用药；
- 注射剂和口服剂型均有，适合临床序贯用药；

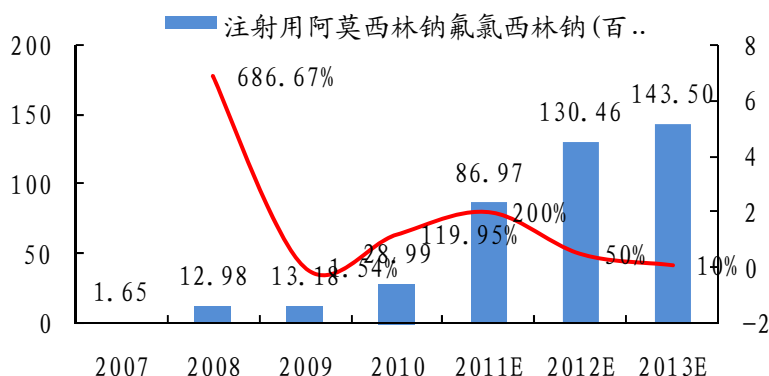
图表 17：阿莫西林钠氟氯西林钠是高效、低毒的青霉素类复方制剂



来源：齐鲁证券研究所

- 该产品去年进入了 14 个省的省级医保目录，今年已增加到 20 个省市的地方医保，因此未来基层市场放量将极大带动该产品的快速增长；
- 公司在医院的销售渠道不断拓宽，在加上收购的医药商业公司后，未来放量在即，我们预测未来极有可能成为过亿产品；

图表 18：注射用阿莫西林钠氟氯西林钠的销售预测图



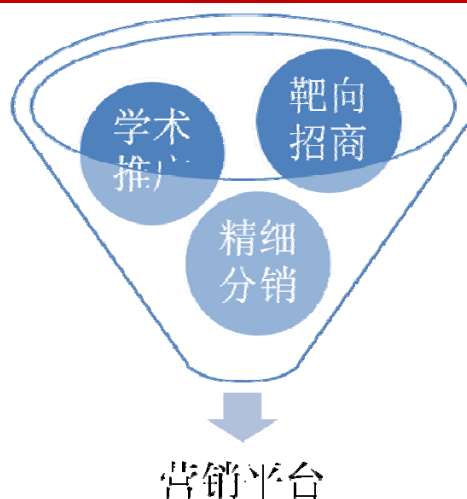
来源：齐鲁证券研究所

销售平台不断细化，针对不同产品实行不同销售策略

- 公司在收购泰盛制药和开元制药后，组建了统一的销售平台，主要分为学术推广队伍、靶向招商队伍和精细分销队伍，针对不同的终端市场和产品类别进行区别化销售；
- 学术推广主要针对医院终端，包括肿瘤事业部和医院事业部。肿瘤事业部主要富足岩舒产品的销售和推广，维护抗肿瘤用药营销网络；

- 医院事业部主要负责二甲和以上医院销售渠道；
- 招商事业部主要负责公司一级以上、二甲以下医院销售渠道的经销商管理，协助区域销售负责人完成市场拓展和销售网络构建，监督各区域销售任务完成情况和市场营销策略实施情况。目前公司的二线产品主要通过招商代理销售；
 - 精细分销主要针对普药产品。我们预期随着基本药物制度的进一步实施，公司普药销售将有较大的发展；

图表 19：公司营销平台建设



来源：齐鲁证券研究所

- 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 1545 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；
- 我们认为，随着渠道不断优化，未来对终端市场的控制力度将不断增强，保证了公司几个重要产品在医院终端的竞争优势；

盈利预测、估值与投资建议

假设前提与盈利预测

- 我们对公司的盈利建立在以下几个重要假设之上：
 - 岩舒注射剂保持增速在 20-25%，产能扩张能够按照公司计划进行，同时产销率保持现有水平；
 - 公司的舒血宁、芪蛭通络以及注射用阿莫西林钠氟氯西林钠能够在销售渠道打开的情况实现快速增长；其具体销售增速见公司销售收入盈利预测表；
 - 医药流通产业立足山西，整体规模保持目前增长趋势不变；
- 公司期间费用率和税率假设如下表：

图表 20：公司期间费用率和所得税预测表

项目（百万元）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用	-229.50	-258.90	-323.00	-454.38	-582.20	-740.81
%销售收入	49.78%	48.97%	34.72%	34.50%	33.50%	33.50%
管理费用	-41.17	-49.96	-89.77	-131.70	-173.79	-221.14
%销售收入	8.93%	9.45%	9.65%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用	-12.42	-9.34	-11.27	34.37	48.98	51.99
%销售收入	2.69%	1.77%	1.21%	-2.61%	-2.82%	-2.35%
所得税	-13.48	-14.75	-17.40	-30.13	-43.93	-58.44
所得税率	18.50%	17.81%	15.86%	16.51%	16.29%	16.37%

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预测公司 2011-13 年的营业收入分别为 13.17 亿元、17.38 亿元和 22.11 亿元，同比分别增长 41.6%、32.0%和 27.2%；归属母公司净利润分别为 1.52 亿元、2.25 亿元和 2.98 亿元，同比分别增长 65.16%、48.07%和 32.35%，实现每股收益分别为 1.06 元、1.56 元和 2.07 元；

PE 相对估值法及投资建议

- 公司是以中药制剂和中药注射剂为主营业务的上市公司，相关上市公司主要有红日药业、中恒集团等，我们选取具有相同或相关业务的中药上市企业作为参照公司，计算出平均估值水平 2012 年为 22.34×PE，2013 年为 17.51×PE，对于公司二级市场合理价格区间为 34.94—36.25 元；

图表 21：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
300026.SZ	红日药业	42.03	1.01	0.57	1.37	1.86	2.44	73.74	30.60	22.56	17.21
300039.SZ	上海凯宝	26.60	2.63	0.55	0.77	1.06	1.39	48.08	34.52	25.10	19.17
600252.SH	中恒集团	38.81	5.46	0.77	1.65	2.25	2.82	50.49	23.54	17.26	13.78
600594.SH	益佰制药	18.49	3.53	0.54	0.73	0.95	1.22	34.12	25.41	19.52	15.18
600750.SH	江中药业	27.84	3.11	0.84	1.04	1.35	1.66	33.16	26.64	20.61	16.80
002437.SZ	誉衡药业	26.29	2.80	0.64	0.85	1.15	1.47	41.03	30.93	22.84	17.92
002118.SZ	紫鑫药业	39.18	2.56	0.76	0.97	1.38	1.74	51.60	40.21	28.47	22.52
	均值							47.46	30.26	22.34	17.51

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值法：37.33 元/股

- 我们采用三阶段 DCF 估值法，其核心假设包括：
 - 公司 2011-2013 年为显性预测期，收入增长率分别为 41.6%、32.0% 和 27.2%；2013-2019 为半显性增长期，收入增速从 20%逐步下降到 10%左右，2020 年以后永续增长为 2%，核心假设见下表；

图表 22：绝对估值的假设条件

永续增长率	0.02	所得税率	0.15
无风险利率	2.80%	风险溢价	10.00%
行业平均 Beta	0.9	股权比重	95.29%
Kd	6.50%	债务比重	4.71%
Ke	10.60%	WACC	10.36%

来源：齐鲁证券研究所

- 根据 DCF 模型，公司估值为 37.33 元，对应 2011-2013 年 EPS 为的市盈率分别为 35.34 倍、23.86 和 18.03 倍；

投资建议：合理价值为 34.94--37.33 元

- 根据绝对估值和相对估值法，我们认为公司合理的估值区间为 34.94--37.33 元，对应于 2011 年 PE 分别为 33.08 倍和 35.34 倍，2012 年 PE 分别为 22.34 倍和 23.87 倍，2013 年分别为 16.88 倍和 18.03 倍，同时我们认为目前整个医药板块估值处于低谷，未来随着整个板块估值修复未来还存在一定的溢价空间，我们首次给予“买入”的投资评级。

风险提示

- 中药注射剂临床使用安全性风险。由于中药注射剂为复方产品，无法进行精确的质量控制，因此在产品质量上存在一定不可预测性，如果发生致死事件将对整个行业造成影响；
- 由于公司目前收购企业相对较多，存在管理碎片化风险；
- 二线产品无法达到预期造成公司的业绩大幅下滑的风险；

图表 23：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%	42.21%	39.16%	37.07%
占主营业务利润比重	89.35%	85.04%	79.20%	70.81%	65.02%	60.39%
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%	1.20%	0.91%	1.63%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.12%	0.47%	0.35%	0.62%
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%	27.89%	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%	16.90%	20.83%	24.42%
占主营业务利润比重	9.66%	11.96%	15.52%	20.84%	26.43%	31.40%
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%	10.46%	10.31%	9.72%
占主营业务利润比重	0.99%	3.01%	4.18%	4.79%	4.68%	4.33%
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%	29.23%	28.80%	27.16%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.98%	3.09%	3.52%	3.26%
销售收入小计	461.05	528.69	945.84	1317.04	1737.92	2211.38
销售成本小计	88.77	109.80	397.09	569.27	742.82	920.54
毛利	372.28	418.89	548.75	747.77	995.10	1290.84
平均毛利率	80.75%	79.23%	58.02%	56.78%	57.26%	58.37%

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	2011-05-15	买入	30.27	34.76 ~ 36.07
2	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**
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)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	461	529	930	1,317	1,738	2,211
增长率	46.25%	14.7%	76.0%	41.6%	32.0%	27.2%
营业成本	-93	-117	-388	-569	-743	-921
% 销售收入	20.1%	22.1%	41.7%	43.2%	42.7%	41.6%
毛利	368	412	543	748	995	1,291
% 销售收入	79.9%	77.9%	58.3%	56.8%	57.3%	58.4%
营业税金及附加	-6	-7	-9	-17	-22	-27
% 销售收入	1.4%	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.2%
营业费用	-229	-259	-323	-454	-582	-741
% 销售收入	49.8%	49.0%	34.7%	34.5%	33.5%	33.5%
管理费用	-41	-50	-90	-132	-174	-221
% 销售收入	8.9%	9.4%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	91	96	121	145	217	301
% 销售收入	19.8%	18.2%	13.0%	11.0%	12.5%	13.6%
财务费用	-12	-9	-11	34	49	52
% 销售收入	2.7%	1.8%	1.2%	-2.6%	-2.8%	-2.4%
资产减值损失	-6	-4	-5	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	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	74	82	105	179	266	353
营业利润率	16.0%	15.6%	11.3%	13.6%	15.3%	16.0%
营业外收支	-1	0	5	3	4	4
税前利润	73	83	110	183	270	357
利润率	15.8%	15.7%	11.8%	13.9%	15.5%	16.1%
所得税	-13	-15	-17	-30	-44	-58
所得税率	18.5%	17.8%	15.9%	16.5%	16.3%	16.4%
净利润	59	68	92	152	226	299
少数股东损益	0	0	0	0	0	1
归属于母公司的净利润	59	68	92	152	225	298
净利率	12.9%	12.9%	9.9%	11.5%	13.0%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	59	68	92	152	226	299
少数股东损益	0	0	0	0	0	1
非现金支出	20	23	25	23	25	27
非经营收益	11	8	10	1	-4	-4
营运资金变动	-57	-56	-95	2	-66	-101
经营活动现金净流	33	42	32	178	182	222
资本开支	29	28	80	35	36	36
投资	-5	-25	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-34	-53	-80	-35	-36	-36
股权募资	36	30	1,338	1,062	0	0
债权募资	-27	43	55	-215	0	0
其他	-16	-14	-3	-4	-54	0
筹资活动现金净流	-7	59	1,390	843	-54	0
现金净流量	-8	48	1,343	986	92	187

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	29	82	1,422	2,407	2,499	2,685
应收账款	149	176	216	314	398	514
存货	38	56	127	136	176	218
其他流动资产	10	15	48	73	90	114
流动资产	227	329	1,812	2,930	3,162	3,530
% 总资产	45.6%	51.1%	83.5%	88.7%	89.1%	89.8%
长期投资	1	1	1	1	1	1
固定资产	184	215	256	273	288	301
% 总资产	37.0%	33.4%	11.8%	8.3%	8.1%	7.7%
无形资产	82	95	96	95	95	94
非流动资产	270	315	358	374	389	401
% 总资产	54.4%	48.9%	16.5%	11.3%	10.9%	10.2%
资产总计	497	643	2,170	3,304	3,551	3,931
短期借款	88	160	215	0	0	0
应付账款	93	88	138	255	321	390
其他流动负债	40	30	19	90	45	57
流动负债	221	278	371	345	366	447
长期贷款	5	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	6	18	18	18	18
负债	230	284	389	362	384	465
普通股股东权益	267	359	1,756	2,916	3,141	3,440
少数股东权益	0	0	25	26	26	27
负债股东权益合计	497	643	2,170	3,304	3,551	3,931

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.594	0.630	0.640	0.845	1.251	1.656
每股净资产 (元)	2.667	3.324	12.195	16.201	17.452	19.108
每股经营现金净流 (元)	0.332	0.391	0.225	0.988	1.007	1.231
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.27%	18.95%	5.24%	5.22%	7.17%	8.67%
总资产收益率	11.96%	10.58%	4.24%	4.60%	6.34%	7.58%
投入资本收益率	22.65%	18.08%	17.71%	22.65%	27.16%	32.28%
增长率						
营业总收入增长率	46.25%	14.67%	75.97%	41.57%	31.96%	27.24%
EBIT增长率	35.43%	4.95%	25.87%	19.85%	49.74%	39.04%
净利润增长率	51.39%	14.55%	35.38%	65.16%	48.07%	32.35%
总资产增长率	6.43%	29.49%	237.46%	52.23%	7.47%	10.69%
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	59.1	45.1	35.4
偿债能力						
净负债/股东权益	23.58%	21.63%	-67.75%	-81.83%	-78.89%	-77.45%
EBIT利息保障倍数	7.4	10.3	10.7	-4.2	-4.4	-5.8
资产负债率	46.30%	44.14%	17.93%	10.97%	10.80%	11.82%

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:13641659577
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: 021-20315187
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