

振东制药 (300158.SZ)

业绩基本符合预期，下半年将好于上半年

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

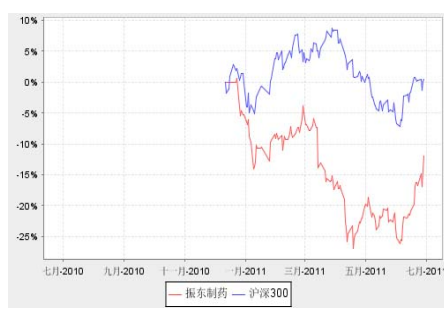
xiegang@qlzq.com.cn

2011 年 7 月 15 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)	34.15
市值(百万元)	4917.60
流通市值(百万元)	1229.40

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)	—	—	—	—	—
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

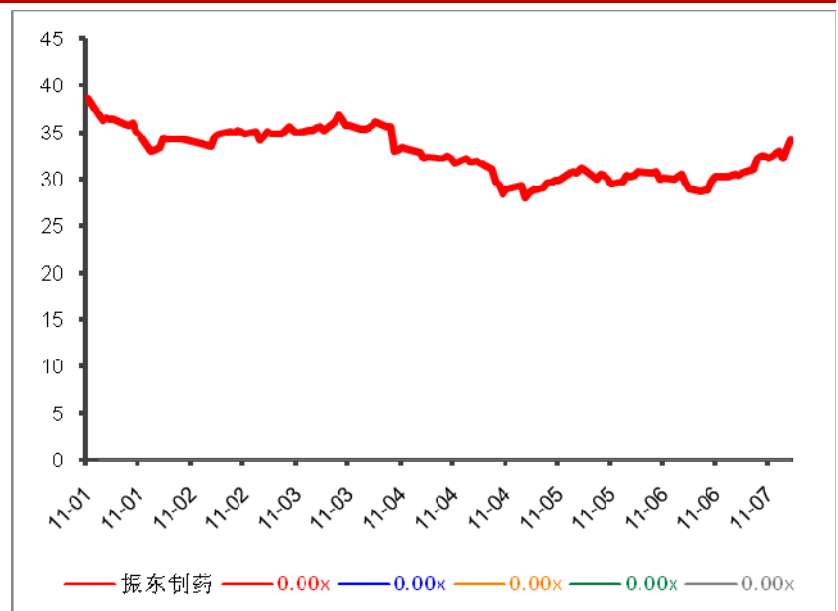
投资要点

- 2011 年 7 月 15 日公司发布预增公告, 公司 2011 年上半年预计增长 50-60%, 归属母公司净利润为 5150-5480 万元, 对应每股收益为 0.36 元—0.38 元, 2010 年同期为 3425.79 万元;
- 由于公司上半年将安特制药的相关收入及利润没有合并入表, 因此在一定程度上造成归属母公司净利润没有超出我们之前预期, 我们认为公司在收购安特后还需要有一段磨合期, 下半年贡献利润的可能性较大, 其中产品胶体果胶铋胶囊、马来酸曲美布汀胶囊、脑震宁、红花注射液等均具有一定的市场竞争力, 公司目前力争将产品销售分为处方和招商两大体系进行销售, 以充分利用公司已有的处方药渠道资源优势, 而对招商产品将努力争取进入各地医保, 保守预计全年贡献利润约在 500-1000 万元;
- 同时上半年由于受到可能出台的抗菌药物使用分级管理办法的政策预期影响, 代理商对公司阿莫西林钠-氟氯西林钠的销售热情产生了一定的压制, 因此二季度增长略低于一季度水平, 我们认为目前该管理办法出台的可能性依然存在, 但对公司的影响将仅限于该产品, 对公司整体业绩影响不大;
- 在主打产品岩舒注射液方面我们认为全年增速预计在 20-25%之间, 增速低于预期的可能性比较小, 短期销售增加主要依靠销售终端数的不断增加带来的放量增长以及行业内生性增长, 从长远来看该产品未来适应症增加和用药剂量增加带来的整体量的增长的概率较高, 如果销售上有所突破该产品销售提速的可能性较大;
- 我们维持之前的盈利预测, 预计 2011-2013 年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, 公司中长期目标为 36.39--37.94 元, 对应 2011 市盈率分别为 33.30 倍 PE 和 34.72 倍 PE, 2012 年市盈率分别为 22.19 倍 PE 和 23.13 倍 PE, 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	29.39	1.51	0.57	0.92	1.26	1.64	51.56	31.80	23.33	17.88	4.42
300039.SZ	上海凯宝	27.23	2.63	0.55	0.73	1.00	1.33	49.22	37.41	27.36	20.43	5.95
600252.SH	中恒集团	19.89	10.92	0.35	0.82	1.12	1.44	56.39	24.22	17.73	13.82	14.76
600594.SH	益佰制药	20.35	3.53	0.54	0.73	0.97	1.23	37.55	27.69	20.98	16.52	8.03
600750.SH	江中药业	27.98	3.11	0.84	1.01	1.35	1.69	33.33	27.59	20.71	16.58	4.85
002437.SZ	誉衡药业	26.28	2.80	0.66	0.82	1.11	1.42	39.65	31.98	23.72	18.54	3.56
002118.SZ	紫鑫药业	22.24	5.13	0.38	0.54	0.75	0.97	58.59	41.00	29.71	23.01	6.88
	均值							46.61	31.67	23.37	18.11	6.92

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 公司 PE 变化区间图


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：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%	27.89%	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%	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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	461	529	930	1,497	1,968	2,491
增长率	46.25%	14.7%	76.0%	60.9%	31.5%	26.6%
营业成本	-93	-117	-388	-731	-950	-1,173
% 销售收入	20.1%	22.1%	41.7%	48.8%	48.3%	47.1%
毛利	368	412	543	766	1,018	1,319
% 销售收入	79.9%	77.9%	58.3%	51.2%	51.7%	52.9%
营业税金及附加	-6	-7	-9	-16	-21	-26
% 销售收入	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%
营业费用	-229	-259	-323	-479	-610	-772
% 销售收入	49.8%	49.0%	34.7%	32.0%	31.0%	31.0%
管理费用	-41	-50	-90	-120	-157	-199
% 销售收入	8.9%	9.4%	9.6%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	91	96	121	151	230	321
% 销售收入	19.8%	18.2%	13.0%	10.1%	11.7%	12.9%
财务费用	-12	-9	-11	35	49	52
% 销售收入	2.7%	1.8%	1.2%	-2.3%	-2.5%	-2.1%
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	185	279	373
营业利润率	16.0%	15.6%	11.3%	12.4%	14.2%	15.0%
营业外收支	-1	0	5	3	4	4
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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	59	68	92	158	237	315
少数股东损益	0	0	0	0	1	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	-36	-76	-116
经营活动现金净流	33	42	32	145	183	223
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	953	93	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	2,374	2,467	2,653
应收账款	149	176	216	357	451	579
存货	38	56	127	174	225	277
其他流动资产	10	15	48	93	115	146
流动资产	227	329	1,812	2,999	3,257	3,655
% 总资产	45.6%	51.1%	83.5%	88.9%	89.3%	90.1%
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%	8.1%	7.9%	7.4%
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%	11.1%	10.7%	9.9%
资产总计	497	643	2,170	3,373	3,646	4,055
短期借款	88	160	215	0	0	0
应付款项	93	88	138	310	389	469
其他流动负债	40	30	19	99	55	70
流动负债	221	278	371	409	444	539
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	426	462	557
普通股股东权益	267	359	1,756	2,921	3,158	3,472
少数股东权益	0	0	25	26	26	27
负债股东权益合计	497	643	2,170	3,373	3,646	4,055

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	0.874	1.313	1.747
每股净资产 (元)	2.667	3.324	12.195	16.230	17.543	19.290
每股经营现金净流 (元)	0.332	0.391	0.225	0.806	1.013	1.235
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%	5.39%	7.48%	9.06%
总资产收益率	11.96%	10.58%	4.24%	4.66%	6.48%	7.75%
投入资本收益率	22.65%	18.08%	17.71%	22.01%	26.88%	31.77%
增长率						
营业收入同比增长率	46.25%	14.67%	75.97%	60.92%	31.45%	26.60%
EBIT同比增长率	35.43%	4.95%	25.87%	24.84%	52.56%	39.48%
净利润同比增长率	51.39%	14.55%	35.38%	70.86%	50.20%	33.04%
总资产增长率	6.43%	29.49%	237.46%	55.41%	8.08%	11.23%
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%

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