

振东制药 (300158.SZ)

增资医大医药，做大山西流通产业

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

30.75-

分析师

分析师

胡德军

谢刚

S0740511070005

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

hudj@r.qlzq.com.cn

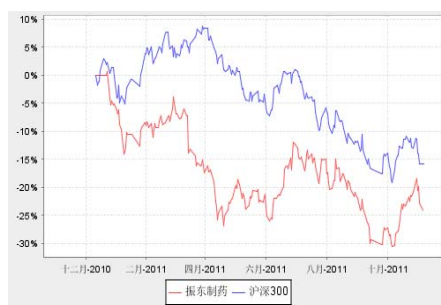
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011 年 11 月 22 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)	29.48
市值(百万元)	4245.12
流通市值(百万元)	1061.28

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	1,473.97	1,845.52	2,234.26
营业收入增速	14.67%	75.97%	58.44%	25.21%	21.06%
净利润增长率	14.55%	35.38%	42.08%	26.19%	17.88%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.64	0.91	1.15	1.35
前次预测每股收益(元)	—	—	0.88	1.22	1.56
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	33.22	33.84	28.71
PEG	0.00	1.72	0.79	1.29	1.61
每股净资产(元)	3.32	12.20	16.08	17.00	18.08
每股现金流量	0.39	0.22	0.66	0.70	0.69
净资产收益率	18.95%	5.24%	4.52%	5.40%	5.98%
市净率	0.00	3.18	1.88	2.28	2.15
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

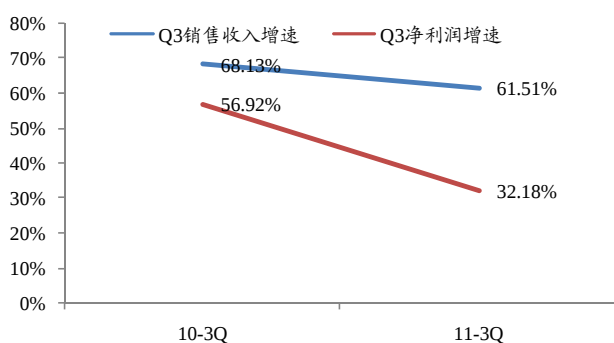
投资要点

- 公司 2011 年 11 月 23 日发布公告, 以 1500 万元增资山西医大医药科贸有限公司(简称医大医药) 80% 股权, 增资对象医大医药主要从事医药流通业务, 属小型药品批发企业; 上市公司本次增资意在打通公司产品在山西的流通环节, 提高公司现有普药的盈利能力;
- 医大医药 2010 年和 2011 年 H1 营收分别为 0.6 亿元和 0.28 亿元, 净利润 364 万元和 163 万元, 经营品种 5000 余种, 和二甲以上医院合作众多(山西省内医疗机构就多达 127 家, 其中二级以上医院 72 家), 业务以临床新药推广为主, 兼顾诊所和连锁药店的配送和药店诊所药品供应和商业调拨, 从业务分析增资该产业符合公司目前二线产品未来招商代理的销售模式, 是公司未来对普药类产品进行推广的重要平台, 我们认为虽然零售批发对公司业绩影响不大, 但从长远角度来看对公司打通上下游, 扩大山西省内市场份额将起到促进作用;
- 全年来看, 我们判断四季度有望成为公司全年业绩高点, 其中岩舒注射剂全年有望保持 20% 左右的增长, 虽然二线产品受国家政策影响和公司管理层变动全年可能低于预期, 但考虑到收购安特制药和医大医药后对全年业绩增厚可达 0.6 元, 因此 2011 年全年业绩依然有一定支撑;
- 公司上市后总共募集资金 13 亿元, 扣除公司规划使用的募集资金后我们推算依然可剩余 3.8 亿元, 超募资金充沛, 我们认为公司未来依然可以通过收购或增资方式进行外延式扩张, 不断增加产品线; 同时公司也可以利用超募资金加大对研发投入, 保证梯队产品的市场竞争力;
- 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2011-13 年营收分别为 14.74 亿元、18.46 亿元以及 22.34 亿元, 净利润分别为 1.31 亿元、1.65 亿元和 1.95 亿元, 对应 EPS 分别为 0.91 元、1.15 元和 1.35 元, 维持目标价格 30.75 元, 给予“增持”评级。

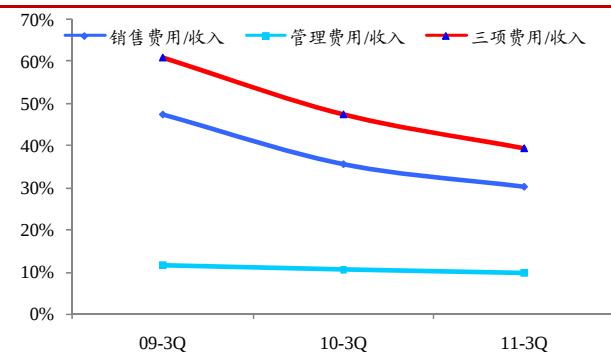
图表 1：公司募集资金规划(万元)

项目名称	项目投资金额	使用超募资金金额
年产 100 亿片剂车间建设项目	9,988	7,328
偿还银行贷款	19,500	19,500
购药房产建设研发中心项目	12,500	12,500
泰盛制药黄芪中药材提取、大小容量注射剂、无菌粉针剂、无菌冻干粉针剂、口服固体制剂、原料药（粗品精制）等生产项目一期工程	28,000	28,000
暂时补充流动资金注	10,000	10,000
收购山西安特生物制药股份有限公司	11,200	11,200
增资山西医大医药科贸有限公司	1,500	1,500
总计	92,688	90,028

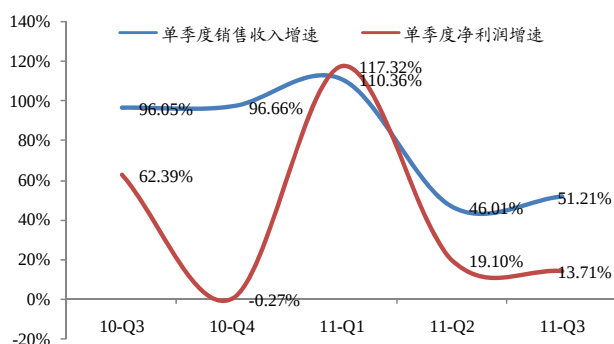
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 2：公司前三季度收入 and 利润增速情况


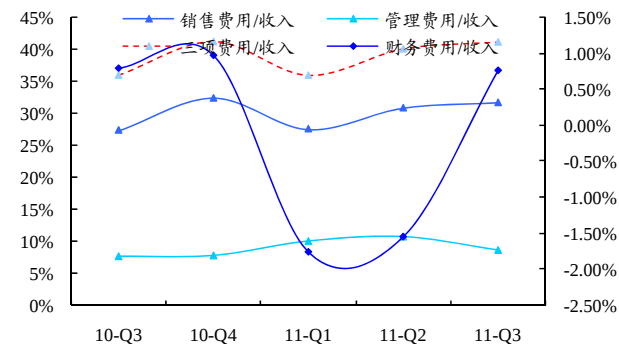
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：公司前三季度季度销售费用率情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：公司三季度销售和利润增收情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：公司连续三个季度费用率保持稳定


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：公司单季度利润表情况

项目	2010 单季度数据				2011 单季度数据			备注	
	(百万元)	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	同比增减 环比增减
主营业务收入		129.84	199.27	315.68	285.54	273.13	290.96	477.35	161.67 186.39
增长率（同比）		#DIV/0!	#DIV/0!	96.05%	96.66%	110.36%	46.01%	51.21%	
增长率（环比）		-10.58%	53.48%	58.42%	-9.55%	-4.35%	6.53%	64.06%	
营业成本		33.80	55.16	161.84	136.91	148.29	128.66	240.25	78.41 111.59
主营业务税金及附加		1.62	2.35	2.31	2.75	1.82	2.54	4.12	1.809 1.58
占销售收入百分比		1.25%	1.18%	0.73%	0.96%	0.66%	0.87%	0.86%	0.00 -0.01%
主营业务利润		94.41	141.77	151.54	145.87	123.02	159.76	232.98	81.44 73.22
营业利润率		72.72%	71.14%	48.00%	51.09%	45.04%	54.91%	48.81%	0.80% -6.10%
主营毛利		96.04	144.12	153.85	148.62	124.84	162.30	237.10	83.25 74.80
毛利率		73.97%	72.32%	48.74%	52.05%	45.71%	55.78%	49.67%	0.93% -6.11%
增长率（同比）		#DIV/0!	#DIV/0!	27.32%	26.95%	29.99%	12.62%	54.11%	
增长率（环比）		-17.97%	50.06%	6.75%	-3.40%	-16.00%	30.01%	46.09%	
销售费用		59.78	84.26	86.49	92.47	75.36	89.79	151.27	64.78 61.48
销售费用/收入		46.04%	42.28%	27.40%	32.39%	27.59%	30.86%	31.69%	4.29% 0.83%
管理费用		19.26	23.58	24.45	22.48	27.53	31.28	41.53	17.08 10.25
管理费用/收入		14.84%	11.83%	7.74%	7.87%	10.08%	10.75%	8.70%	0.96% -2.05%
财务费用		2.45	3.55	2.50	2.77	-4.79	-4.49	3.64	1.14 8.13
财务费用/收入		1.89%	1.78%	0.79%	0.97%	-1.75%	-1.54%	0.76%	-0.03% 2.31%
三项费用/收入		62.77%	55.89%	35.93%	41.23%	35.92%	40.07%	41.15%	5.22% 1.08%
营业利润		11.51	28.90	37.40	27.12	24.18	33.90	43.58	6.18 9.68
增长率（同比）		#DIV/0!	#DIV/0!	70.70%	-8.86%	110.13%	17.31%	16.52%	
增长率（环比）		-61.33%	151%	29.42%	-27.49%	-10.84%	40.22%	28.54%	
加：营业外收入		2.60	1.65	1.73	2.16	3.01	-1.04	1.41	(0.32) 2.45
减：营业外支出		0.24	0.84	1.59	0.72	0.23	0.34	4.05	2.46 3.71
利润总额		13.87	29.71	37.54	28.56	26.95	32.52	40.95	3.41 8.43
增长率（同比）		#DIV/0!	#DIV/0!	62.78%	-8.34%	94.30%	9.46%	9.08%	
增长率（环比）		-55.48%	114. %	26.37%	-23.92%	-5.64%	20.64%	25.93%	
所得税		3.28	6.04	5.82	2.25	3.76	4.09	4.95	-0.87 0.86
实际税率(%)		23.66%	20.33%	15.51%	7.88%	13.93%	12.58%	12.09%	-0.49%
净利润		10.59	23.67	31.72	26.31	23.20	28.43	36.00	4.28 7.57
净利率(%)		8.16%	11.88%	10.05%	9.21%	8.49%	9.77%	7.54%	-2.51% -2.23%
增长率（同比）		#DIV/0!	#DIV/0!	63.75%	2.49%	119.05%	20.11%	13.49%	
增长率（环比）		-58.75%	123%	34.03%	-17.05%	-11.83%	22.54%	26.64%	
归属母公司净利润		10.59	24.44	31.51	25.55	23.00	29.11	35.83	4.32 6.72
增长率（同比）		#DIV/0!	#DIV/0!	62.39%	-0.27%	117.32%	19.10%	13.71%	
增长率（环比）		-58.68%	131%	28.91%	-18.91%	-9.96%	26.54%	23.08%	
摊薄每股收益（元）		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.18	0.16	0.20	0.25	#DIV/0! 0.05

来源：齐鲁证券研究所