

医药商业增速较快，二线品种销售低于预期

——振东制药（300158）三季度点评

2011年10月26日

推荐/下调

振东制药

财报点评

陈恒

执业证书编号：S1480510120015

联系人：杨帅

电话：010-66554019 Email: yangshuai@dxzq.net.cn

事件：

振东制药发布 2011 年三季度报，1-9 月实现营业收入 10.41 亿元，归属于上市公司股东的净利润 0.88 亿元，分别同比增长 61.51%、32.18%，EPS 0.63 元。7-9 月实现营业收入 4.77 亿元，归属于上市公司股东的净利润 0.25 亿元，分别同比增长 52.21%、13.72%。

评论：

积极因素：

- **公司医药商业发展定位于山西省基层流通龙头，增速迅猛。**前三季度，医药商业销售收入同比增速超过 200%，我们预计今年该项业务的总收入有望达到 6 个亿。公司去年 5 月收购了山西省内前三甲的医药商业企业晨东制药，目前医药商业网络已覆盖了全省 80 多个县市、7200 家中小型医院、乡镇卫生院、药品连锁机构等基层终端。2010 年山西省医药商业销售含税收入总规模约为 176 个亿，医药流通批发企业总数达 423 家，但大部分企业都是中小规模企业，行业集中度较低。年销售额约为 21 亿的山西双鹤位列第一，位列第二的商业企业为国控山西，这两个企业主要目标覆盖客户为高端市场即县级以上的大型公立医院。振东的医药商业战略发展意图与以上两者有所不同，主要定位于基层市场的流通与配送，我们认为公司医药商业对基层市场的深入广泛覆盖将带动自有 87 个基药品种的销售，最终实现生产和配送资源的衔接及相互促进。
- **三大剂型生产车间正在积极建设中，今明两年产能将得到集中释放。**公司泰盛，开元三大剂型的 5 大车间扩产项目将在今年年底及明年实现项目竣工，届时公司的产能瓶颈将得到集中突破，注射剂及片剂，颗粒剂等剂型品种的种类和数量将有显著的增加，预计将带动公司医药工业部分销售收入的增长。

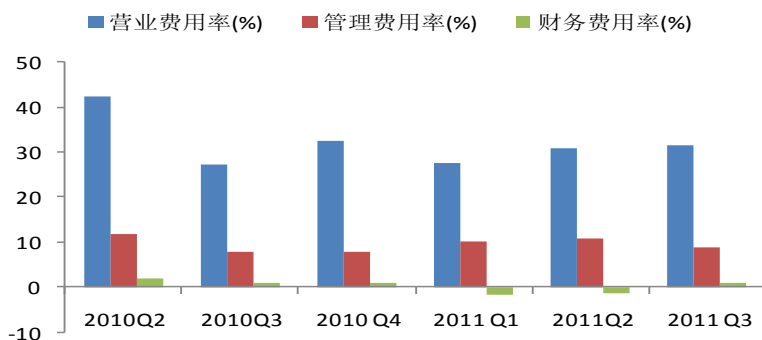
表 1：振东制药主要车间扩产项目投资及预计竣工时间表

车间名称	预计总投资额（万元）	预计竣工达产时间
小容量注射剂扩能改造项目	9,666.00	2011 年 11 月 30 日
年产 100 亿片片剂车间建设项目	7,328.00	2011 年 12 月 31 日
泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程项目	8,026.00	2012 年 06 月 30 日
开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	8,024.00	2012 年 06 月 30 日
黄芪中药材提取、大小容量注射剂、无菌粉针	28,000.00	2012 年 10 月 31 日

资料来源：公司公告，东兴证券整理

➤ **综合毛利率有所下降，期间费用率基本平稳。**2011 年前三季度公司综合毛利率50.34%，同比下降10.77 个百分点，主要原因是医药商业收入占比显著提高拉低了综合毛利率。期间费用率同比下降了8.03%，环比上涨了1.41%，期间费用同比较大下降主要是因为医药工业部分收入占比下降进而使销售费用同比下降了5.37%。每股经营活动现金流-1.21元，低于每股收益，主要是由于本期公司支付的劳务销售费用及会议活动费用较多。

图 1：2010Q2-2011Q3 公司三项费用率情况图



资料来源：wind，东兴证券整理

消极因素：

➤ **舒血宁，冠心宁等二线产品销售收入基本与去年持平，低于预期。**从前三季度的数据来看，公司二线的几个主要产品舒血宁注射液，冠心宁注射液及注射用阿莫西林钠氟氯西林钠同期的销售额与去年基本持平或略微下降，我们分析二线产品销售情况不佳可能有以下几个主要原因：1.舒血宁和冠心宁的销售模式为代理销售模式，公司对于终端的控制能力相对于自建销售队伍模式稍显薄弱。2.各省市地方招标的政策和价格的影响及经销商的观望态度使这几个品种的销售收入总额出现了同比的持平及下滑。3. 今年抗菌药物临床应用实行分级管理政策的出台影响了阿莫西林钠氟氯西林钠的销售放量。4.公司的二线品种为常规普药品种，可能在市场竞争力方面稍显逊色。

业务展望：

今年公司医药商业板块和一线品种岩舒注射液的销售收入增长情况较好，而二线的几个品种销售收入增长情况欠佳，但在今年公司进行了整体产品的梳理，营销团队的改革及产能的扩张，为明年蓄势待发。未来公司化学原料药（中药材种植）+药品生产+医药流通的全产业链发展模式已经较为清晰，产业链中的几个关键环节公司都在积极的进行布局和延伸。我们预计今年是公司上市后调整的一年，明年及后年公司整体发展上有可能有所突破。

盈利预测

由于公司二线产品的销售收入低于预期，我们下调2011年，2012年EPS至0.99元和1.80元(原预测为1.10元和1.90元),对应的预测市盈率为28倍和15.5倍，目前公司与整个医药板块相比较估值水平较为合理，我们下调公司的评级至“推荐”评级。

表 2：盈利预测和估值

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	528.69	930.33	1,392.38	2,185.95
(+/-)%	14.67%	75.97%	49.67%	56.99%
经营利润（EBIT）	109.54	136.47	195.02	348.04
(+/-)%	9.17%	24.59%	42.90%	78.47%
净利润	68.02	92.09	142.93	259.12
(+/-)%	14.55%	35.38%	55.20%	81.30%
每股净收益（元）	0.650	0.850	1.102	1.901

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 2 年。

联系人简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券。

苏进进

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。