

产品结构丰富，将受益于基层医疗市场扩容

投资要点：

1. 事件

近日，我们对公司的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、产品结构丰富

公司主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售，以复方苦参注射液为核心，产品群覆盖抗肿瘤、抗感染、心脑血管、肝胆消化、呼吸系统、维生素营养、解热镇痛、补益中成药等八大用药系列，共380个品种。公司拥有的药品生产批准文号数量在全国排名第18位。丰富的药品储备资源为公司未来的业务发展提供了广阔空间。

表1：公司主要产品一览

所属	业务
母公司	抗肿瘤药类：复方苦参注射液
泰盛制药	心血管类、抗生素类、OTC类：舒血宁、阿莫西林钠氟氯西林钠、冠心宁、核黄素磷酸钠、头孢硫脒等
开元制药	传统中药：芪蛭通络胶囊、扶正固本颗粒、六味地黄丸等
安特制药	以消化道用药为主涉及心脑、神经、外用四大系列：胶体果胶铋胶囊、巴柳氮片、红花注射液等

资料来源：公司网站 中国银河证券研究部

(二)、或受益于基层医疗市场结构性扩容

基本药物制度的实施是我国新医改的重要内容之一。截至今年10月底，全国已有超过2/3的省（区、市）按新机制出台了采购文件。安徽、山东、四川、黑龙江等16个省（区、市）已按新机制的要求完成了新一轮基本药物采购工作。广东、贵州、陕西、新疆等6个省（区、市）正在按新机制开展采购工作。年底前，将有2/3以上的省（区、市）按新机制完成基本药物采购工作。

基药制度的不断推进将带动基层医疗服务的比重提升，基本药物相对非基本药物市场将有结构性的扩容。基本药物替代非基本药物市场空间，其整体比重也将稳步提升。

公司普药种类丰富，涵盖领域广，产品大部分符合基层用药需求，并有多个产品在基本药物目录中，这些将有助于公司在即将扩容的基层市场中分得一杯羹（表3）。

振东制药（300158.SZ）

谨慎推荐 首次评级

分析师

黄国珍 行业分析师

■：(8621) 2025 2609

✉：huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ■：(8610) 8357 4110

✉：guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据	时间 2011.11.24
A股收盘价(元)	29.48
A股一年内最高价(元)	42.00
A股一年内最低价(元)	26.55
上证指数	2397.55
市净率	2.42
总股本（万股）	14400.00
实际流通A股（万股）	3600.00
限售的流通A股（万股）	10800.00
流通A股市值(亿元)	10.61

此外，公司的主力产品岩舒、舒血宁等还进入多个地方基本药物增补目录，为产品增长注入新动能。我们建议重点关注舒血宁。舒血宁是公司二线产品中的重点，2010年收入接近6000万元。由于竞争激烈，今年上半年收入同比增速仅2%。舒血宁在全国8个省市进入了基本药物增补目录，在已完成招标的省份中，公司九月份在吉林、辽宁两省独家中标（5ml规格）。东北地区是舒血宁销售的重点区域，并且在基层广泛使用，我们认为公司的舒血宁在东北两省中标或将带来销售拐点。

表2：部分产品进入地方基本药物增补目录

品名	规格	适应症	地方基本药物增补目录
复方苦参注射液	2ml/5ml	清热利湿，凉血解毒，散结止痛。用于癌肿疼痛、出血。	山西
舒血宁注射液	5ml	扩张血管，改善微循环。用于缺血性心脑血管疾病，冠心病、心绞痛、脑栓塞、脑血管痉挛等。	黑龙江、吉林、辽宁、天津、广东等
冠心宁注射液	10ml	活血化瘀，通脉养心。主要用于冠心病、心绞痛。	云南、山西

资料来源：中国银河证券研究部

（三）、岩舒仍有潜力可挖掘

岩舒是公司的核心产品，主治癌痛、出血以及提高免疫力，2010年收入4.5亿元。相对于同类型竞争品种，岩舒具有日治疗费用低以及副反应较小等特点。

表3：相比同类竞争品种，岩舒的日均费用最少

产品	原料	生产企业	产品规格	日均费用（元）
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。	78
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
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。	376
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。	276
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。	156
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。	770

资料来源：公司招股意向书 中国银河证券研究部

今年上半年岩舒贡献收入2.4亿元，同比增速为17%，略低于预期。我们认为岩舒有望恢复较高增速，基于以下原因：

从短期来看：1. 公司年初针对岩舒成立了特部，与原来的销售队伍平行，负责开发难攻克的医院以及岩舒2ml规格（目前主要销售的是5ml规格），经过半年多的培育，特部已逐渐进入收获期；2. 岩舒在部分地区（山西等）进入基本药物增补目录也贡献了一定的增量；3. 过去岩舒主要在三级医院销售，二级以上医院覆盖率仍低于50%。今年开始公司加大了对二级医院的开发力度，有较大提升空间。

从长期来看：岩舒产品临床用量为8-12ml/天，但从实际临床使用效果来看，上述用量偏

小，对于部分重症患者有加大用量的客观需求。岩舒注射液增加用量的临床试验（增加到20-40ml）目前已处于临床二期阶段，最快有望13年结束，如果能顺利完成，将有效促进需求增长。

(四)、医药商业网络覆盖已基本完成

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。对医药商业定位于基层市场的流通与配送，以自有产品为基础，选择品牌厂家的品牌产品，逐渐建立医药终端网络市场。今年在大同、临汾等地的渠道刚刚建设完毕，目前医药商业网络已覆盖了全省80多个县市。

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。我们预计全年医药商业增速100%，并从明年开始对业绩有实质贡献。

3. 投资建议

我们认为，公司基层用药产品丰富，将分享基层用药市场的扩容；核心产品复方苦参注射液有望维持较高增速，两者合力带动公司医药工业整体增速，我们预计公司2011-2012年EPS分别为0.90元，1.26元，首次给予“谨慎推荐”评级。

表 4：公司基层用药产品丰富

类别	品名	剂型	规格	适应症	政策	厂家
抗肿瘤药	硝卡芥	注射液	20/60/40mg	癌性胸、腹水；恶性淋巴瘤；肺癌；精原细胞瘤；多发骨髓瘤；鼻咽癌和食道癌	医保乙类	1
	盐酸尼莫司汀	注射液	25mg	用于缓解脑肿瘤、及慢性白血病的各种症状和体征。	医保乙类	11
	硫酸长春新碱	注射剂	1mg	急性白血病、恶性淋巴瘤、生殖细胞肿瘤、小细胞肺癌等	医保甲类	12
心脑血管药	芪蛭通络	胶囊剂	0.5g	益气、活血、通络		1
	西尼地平	片剂	5mg/片	用于高血压患者的治疗	医保乙类	4
	三磷酸腺苷二钠氯镁	注射剂	100/32mg	缺血性心脑血管后遗症、脑损伤、肺心病肺动脉高压；急慢性活动性肝炎、心肌炎、急慢性肾病疾病。	医保乙类	4
	盐酸吡硫醇氯化钠	注射液	100ml	用于脑震荡综合征、脑外伤后遗症、脑炎及脑膜炎后遗症等引起的头胀痛、头晕、失眠、记忆力减退等	医保乙类	1
	红花	注射液		活血化瘀，消肿止痛。主要用于治疗闭塞性脑血管疾病、冠心病、心肌梗塞；对高血脂症、糖尿病并发症、脉管炎、月经不调，类风湿关节炎等有辅助治疗作用。		
抗感染药	阿莫西林钠氟氯青拉西林钠	注射剂	3/2/1/0.5g	适用于敏感菌引起的呼吸道、消化道、泌尿道、皮肤软组织、骨和关节、口腔及耳鼻喉感染等。		6
	氨苄西林钠	注射剂	2.0/4.0/0.5g	适用于敏感肠杆菌科细菌、铜绿假单胞菌、不动杆菌属所致的败血症、上尿路及感染。	国家基本药物	87
	头孢曲松钠	注射剂	2.0/1.0g	适用于敏感细菌所致各种感染。	国家基本药物	120
	头孢硫脒	注射剂	1.0/2.0/0.5g	用于敏感致病菌所致的感染及手术期感染预防。	国家基本药物	339
				用于敏感菌引起呼吸系统、肝胆系统、五官、尿路感染及心内膜炎、败血症。	医保乙类	22
消化系统药	胶体果胶铋	胶囊剂		适用于治疗消化性溃疡，特别是幽门螺杆菌相关性溃疡，亦可用于慢性浅表性和萎缩性胃炎。		
	法莫替丁	注射剂	20mg	消化性溃疡所致上消化道出血，除肿瘤及食道、胃底静脉曲张以外的各种原因所致的胃及十二指肠粘膜糜烂出血者	国家基本药物	27
	胶体酒石酸铋	胶囊剂	55mg	适用于治疗消化性溃疡，特别是幽门螺杆菌相关性溃疡。		6
维生素营养药	维生素 C	冻干粉/注射液		适用于防治坏血病，也可用于各种急慢性传染病及紫癜等辅助治疗	医保甲类	
	烟酰胺葡萄糖	注射剂	250ml	主要用于防治烟酸缺乏的糙皮病、冠心病、病毒性心肌炎、风湿性心肌炎及少数洋地黄中毒等办法的心律失常。	医保乙类	1

资料来源：公司资料 中国银河证券研究部

表 5：振东制药（300158.SZ）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款		营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用
货币资金	82	1422	870	428	395	营业收入	529	930	1406	1888	2264
应收票据	17	16	422	567	679	营业成本	117	388	705	957	1149
应收账款	146	185	844	1133	1358	营业税金及附加	7	9	14	18	22
预付款项	15	48	87	118	141	销售费用	259	323	394	510	611
其他应收款	13	15	23	31	37	管理费用	50	90	136	182	218
存货	56	127	231	314	377	财务费用	9	11	3	5	6
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值损失	4	5	5	5	5
固定资产净额	186	212	236	215	486	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	29	44	0	300	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	29	29	33	37	40	营业利润	82	105	151	212	254
递延所得税资产	4	5	5	5	5	营业外净收入	0	5	3	3	3
资产总计	643	2170	2818	3214	3586	税前利润	83	110	154	215	257
短期借款	158	215	215	215	215	所得税	15	17	24	34	41
应付票据	0	7	352	478	574	净利润	68	92	130	181	216
应付账款	27	55	211	287	345	归属母公司净利润	68	92	130	181	216
预收款项	14	21	31	42	50	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	6	11	12	14	16	基本每股收益	0.63	0.64	0.90	1.26	1.50
应交税费	24	8	8	8	8	摊薄每股收益	0.63	0.64	0.90	1.26	1.50
其他应付款	47	55	55	55	55	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一年内到期的非	2	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营业收入增长率	15%	76%	51%	34%	20%
长期应付款	0	7	7	7	7	EBIT 增长率	5%	26%	31%	39%	19%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	15%	35%	41%	39%	19%
其他非流动负债	0	11	24	38	48	盈利能力					
负债合计	284	389	916	1143	1318	毛利率	78%	58%	50%	49%	49%
所有者权益合计	359	1781	1902	2070	2268	净利润率	13%	10%	9%	10%	10%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	22%	15%	13%	13%	13%
净利润	68	92	130	181	216	ROE	19%	5%	7%	9%	10%
折旧与摊销	0	0	22	23	30	ROIC	15%	5%	6%	8%	9%
经营活动现金流	68	92	(535)	(119)	(5)	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(5)	(305)	(5)	PE	62	46	33	23	20
融资活动现金流	0	0	(12)	(18)	(24)	P/S	6	5	3	2	2
净现金流	68	92	(552)	(442)	(33)	P/B	9	2	2	2	2
期初现金余额	29	82	1422	870	428	EV/EBITDA	29	22	20	17	14
期末现金余额	97	174	870	428	395	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn