

营销改革积极推进，下半年业绩有望提速

——振东制药（300158）2011 半年报点评

2011 年 8 月 26 日

强烈推荐/维持

振东制药

财报点评

陈恒 医药行业分析师

执业证书编号：S1480210070004

杨帅 联系人

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

事件：

公司公布 2011 年半年度报告，上半年实现营业总收入 5.64 亿、归属于上市公司股东的净利润 5212 万，分别同比增长 71.4%、49%，上半年基本每股收益 0.36 元，基本符合预期。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	199.27	315.68	285.54	273.13	290.96
增长率（%）	0.00	96.05	96.66	110.36	46.01
毛利率（%）	72.32	48.74	52.05	45.71	55.78
期间费用率（%）	55.89	35.93	41.23	35.92	40.07
营业利润率（%）	14.50	11.85	9.50	8.85	11.65
净利润（百万元）	23.67	31.72	26.31	23.20	28.43
增长率（%）	0.00	63.75	2.49	119.05	20.11
每股盈利（季度，元）	0.23	0.29	0.18	0.16	0.20
资产负债率（%）	44.3115	45.7142	17.9282	12.7446	13.0263
净资产收益率（%）	1.0535	2.8494	4.2300	1.0400	1.8217
总资产收益率（%）	2.1184	3.7563	5.6335	1.3642	2.5447

评论：

积极因素：

- **医药商业部分销售收入增长较快，岩舒注射液下半年为销售旺季。**2011年上半年，公司总收入5.64亿元中，医药工业总收入为3亿元，同比增长15%，医药商业总收入2.6亿元，同比增长227%。医药工业部分中，一线产品岩舒注射液销售收入为2.4亿元，同比增长17%，占比医药工业部分总收入的80%，岩舒注射剂前半年为销售淡季，全年的第四季度为销售旺季，一般情况下约占全年总销量的三分之一至二分之一左右，我们预计在公司岩舒销售队伍调整优化顺利的前提下，今年的销售增速约为30%。岩舒加大剂量的临床研究及项目报批正在积极进行，实验表明，岩舒注射液加大剂量对于肿瘤患者治疗及镇痛效果更加显著，项目获批后推荐临床使用剂量将由20ml增至40ml，若该项目明年获批，岩舒明年的销售收入增速有望达到50%。目前有美国的医学科研机构正在对岩舒注射液的肿瘤治疗及镇痛作用进行进一步的分析和研究，未来该机构有可能与公司开展进一步的合作。另外，公司正在积极进行岩舒治疗癌症外疼痛的项目研究前期试验准备，未来可能会开辟岩舒注射液新的治疗领域。从岩舒的销售区域来看，北京，山西，江苏

为销量较大的地区区域，广东，浙江，山东为未来公司将积极进行市场扩展的区域。医药商业部分，公司以山西本省的医药流通销售网络建设为主，未来想通过广泛的商业渠道的建立及覆盖带动公司普药部分产品的销售。

- **营销改革正在积极推进之中，明年或将初见成效。** 今年是公司全面进行品种市场分析梳理及营销改革的一年，公司对部分地区的大区，小区经理进行了调动和提拔，使人力资源得到了合理的配置及优化并调动了销售团队的积极性。目前除舒血宁，冠心宁外公司均采取了自建销售团队的模式，正式的销售人员数量为900人，总销售人员数目为1300-1400人，销售网络目前已实现了全国主要地区省份的全覆盖。公司下设5个事业部门，分别为：1. 岩舒事业部 2. 其他肿瘤药物事业部，3. 心脑血管药物事业部，4. 招商事业部 5. 普药事业部。预计今年销售人员及部门调整整合完毕后，明年公司各产品及大区的销售事业部门产品营销能力将进一步加强，主要产品的销售收入有望稳步提升。
- **公司在研及储备品种丰富，人才培养及与科研高校的合作机制初步建立完毕。** 公司重视新产品的开发，在北京设有北京振东光明药物研究院并与全国各地的高校科研院所建立了良好的合作关系。公司今年在长治市组织举办了与67个医药科研高校单位专家的项目交流活动，初步达成了部分科研项目的合作意向，未来还将进一步加强与高校的科研合作。另外，今年公司在企业内部文化制度建设及与医药经销商及商业企业的合作交流做了较多的工作：在企业内部培训及文化建设方面，今年公司开展了2+2 及一带一导二等企业内部人才交流培训机制，并鼓励员工参与北大，清华，人大等科研机构的学习交流活动。人才后续储备及培养方面，今年公司新设立了百名研究生创新基金，鼓励博士生及研究生进行项目的立项及创新。在与经销商及制药企业合作交流项目上，公司今年计划组织由全国各地300家龙头经销商及医药工业200强企业参加的一系列交流活动，希望在未来有更加广泛的合作机会。

表1：振东制药新药科研项目进展情况列表

项目进展类别	项目名称	项目目前总进度
重点新项目	化药 1.1 类莱龙太素的开发	已完成临床前主要研究工作，预计 2012 年 3 月进行申报。
	缓控释技术（渗透泵技术）	项目预计在 8 月份开展。
	平台	
临床研究项目	岩舒 2 期增量	已经完成筹备并参加方案讨论会；提交了伦理资料；完成了方案等资料定稿；确定所有参试中心。
	黄芪总皂苷注射液 III 期临床项目	已完成试验样品制备；方案定稿；以及递交伦理申请。
	芪蛭通络胶囊临床再评价项目	已完成预试验。进入到了第二阶段，方案已定稿，递交了伦理申请。
待报生产项目	来曲唑原料及片剂项目	已完成报产资料整理及实验补充，目前在集中审评中，待申报生产。
	羟苯磺酸钙原料及胶囊项目	已完成资料审核，正在由技术中心中试车间配合中试，待申报生产。

资料来源：公司公告，东兴证券整理

- **四大山西道地药材科研种植积极推进，13年将全面进入收获期** 03年公司开始着手进行苦参，连翘，黄芪，党参四个道地药材的研究及大范围的种植，该项目获得了科技部的大力支持及政府的财政补助。公司目

前已经建成了振东道地药材种植公司，下设四个品种的分公司。从主要品种种植面积来看，连翘的种植总面积达到了40万亩，苦参的种植面积达到了几万亩，党参目前的试验田面积为几千亩。公司药材种植及下游饮片加工项目前期资金及科研的投入已初步完成，预计种植项目在12年会初步贡献少部分利润，在13年进入全面的收获期，预计该项目运作成熟后，公司未来中药材种植，贸易及饮片加工的项目总收入有望过亿元。

消极因素：

- **二线品种增速放缓，基药招标及抗菌药物分级管理政策对公司产品销售产生影响。**公司二线品种中，基本药物目录品种舒血宁注射液和冠心宁注射液增速放缓，分别实现销售收入2775万元及529万元，同比增速为2.26%及-4.75%，地方基药招标的价格和具体政策对公司的这两个产品销售产生了影响，我们预计这两个品种今年的销售收入将基本与去年持平。另外，卫生部抗菌药物临床应用实行分级管理的政策将对公司原二线重点主推品种阿莫西林钠氟氯西林钠的销售产生了影响，公司原计划该产品今年的销售收入有望实现翻番，但目前由于分级政策的计划实施，部分经销商目前处于观望状态，影响了该产品今年整体的业绩，上半年阿莫西林钠氟氯西林钠实现销售收入1454万元，同比增长8.03%，较大幅度低于公司增长预期。

业务展望：

公司上半年的业绩基本符合预期，上半年为销售淡季，下半年的收入及业绩会好于上半年。今年公司是上市之后在保证总收入及业绩稳步增长的同时，对整个产品线进行梳理及对营销体系进行调整的一年，明年公司的管理运转及业绩有望再上一个新台阶。公司在今年5月完成了对安特生物的收购，预计明年完成对安特生物的整合，安特的产品将融入公司的营销体系。另外，公司泰盛制药的新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂车间将在今年年底或明年通过GMP认证实现达产，公司的产能瓶颈将得到突破，并有部分新品有望投产。一线产品岩舒的增大用量临床研究及销售队伍优化改革正在积极进行之中，若进展顺利，我们预计今年的销售收入增速有望达到30%，明年若加大剂量报批，增速有望进一步加快。二线品种中，芪蛭通络胶囊为公司较为看重并将大力推广的一个品种，舒血宁，冠心宁的销售也将基本保持平稳，阿莫西林钠氟氯西林钠由于抗生素品种的临床使用限制而销量增速有可能将放缓。中药材种植是公司的一个潜力业务板块，四种道地中药材的种植及饮品加工项目有望12年产生小部分利润，在13年进入全面的收获期。总之，公司属于积极进取型企业，我们预计11-13年公司的收入及净利润增速都将保持一个较快的上升势头，12年或将成为整体提升及突破的一年。

盈利预测

我们原预测公司 2011 年、2012 年的业绩分别为 EPS 1.2 元和 2.00 元，但由于今年抗菌药物临床应用实行分级管理政策的出台及部分地方基药招标及价格政策的影响，公司的二线重点抗生素及基药品种的销售受到了影响，增速低于我们的预期，我们分别下调 2011 年及 2012 年 EPS0.1 元，预计 2011 年及 2012 年的 EPS 为 1.1 元及 1.9 元，但同比净利润增速仍可达到 72%及 73%，维持强烈推荐评级。

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	213.82	365.46
(+/-)%	9.17%	24.59%	56.67%	70.92%
净利润	68.02	92.09	158.75	273.79
(+/-)%	14.55%	35.38%	72.39%	72.46%
每股净收益 (元)	0.650	0.850	1.102	1.901

资料来源：东兴证券

风险提示：1. 岩舒下半年的销售收入增长低于预期。

2. 二线产品销售收入进一步受到抗菌药物分级管理及基药政策的影响。

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。曾任职于汇源果汁集团研发中心、汇鑫期货经纪有限公司、天相投资顾问有限公司。2010 年加盟东兴证券研究所。近期发表的研究报告有《医药行业 2010 年下半年投资策略：物以稀为贵》、《医药行业点评：深谷能容水 空箱好纳物》、《九安医疗：小荷才露尖尖角》、《天方药业：寒冬过会再逢春》、《科伦药业：最大的价值在于管理》、《仁和药业：外延式扩张为公司增长添动力》等。

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，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。