

发展战略清晰, 产品高性价比

振东制药 (300158)

建议询价区间: 29.70 元-33.00 元

新股定价报告

2010 年 12 月 22 日 星期三

东海证券新医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

屈朕

执业证书编号: S0630208010053

医药生物行业 分析师

021-50586660-8643

投资要点

- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股 (A 股) 3,600 万股, 募集资金主要用于进一步扩大公司现有主导产品岩舒注射液的生产规模, 保证公司的药材原材料供应, 同时增加公司其他产品的生产销售规模, 进一步提升公司产品市场份额和盈利能力。
- 公司主要从事中药制剂、化学制剂的研发、生产和销售, 收购泰盛制药和开元制药后, 具有多达 385 种产品, 未来公司将以产品战略为导向, 逐步丰富产品线, 培育 1-2 个有市场竞争力的新品种, 最终实现“以肿瘤产品为核心, 医院临床用药为基础, 普药为补充”的产品结构, 打造注射剂、颗粒剂、胶囊剂等多种剂型的全系列抗肿瘤用药。
- 岩舒注射液是公司业务收入和利润的主要来源。该产品为中药注射剂, 有抑制癌性疼痛及出血、抑制肿瘤生长、联合放化疗增效减毒等功效, 为全国独家产品, 目前尚无完全相同的替代产品。由于抗肿瘤中药注射液具有较高的进入壁垒, 并且多为国家中药保护品种, 产品定价高、厂家利润相对比较丰厚, 现已成为抗肿瘤中成药市场的主要使用药品。在中成药肿瘤用药中, 岩舒注射液在缓解癌性出血、癌症疼痛有突出效果, 日均花费较低, 具备一定竞争优势。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS (摊薄) 分别为 0.66 元和 0.88 元和 1.10 元。公司发展战略清晰, 产品储备丰富, 在国家扶持中药产业的形势下, 是这一领域最有潜力的企业。考虑到公司未来良好的成长性, 再综合医药上市公司估值水平, 我们认为公司的合理价位在 29.70 元-33.00 元, 对应公司 2010 年的市盈率为 45-50 倍。

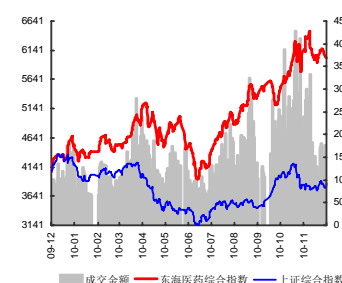
发行数据

发行前总股本(万股)	10,800
本次发行股数(万股)	3,600
发行后总股本(万股)	14,400

发行后股权结构

振东集团	59.08%
金安祥	5.47%
社会公众股	25.00%
其他股东	10.45%

医药行业相对上证综指走势图

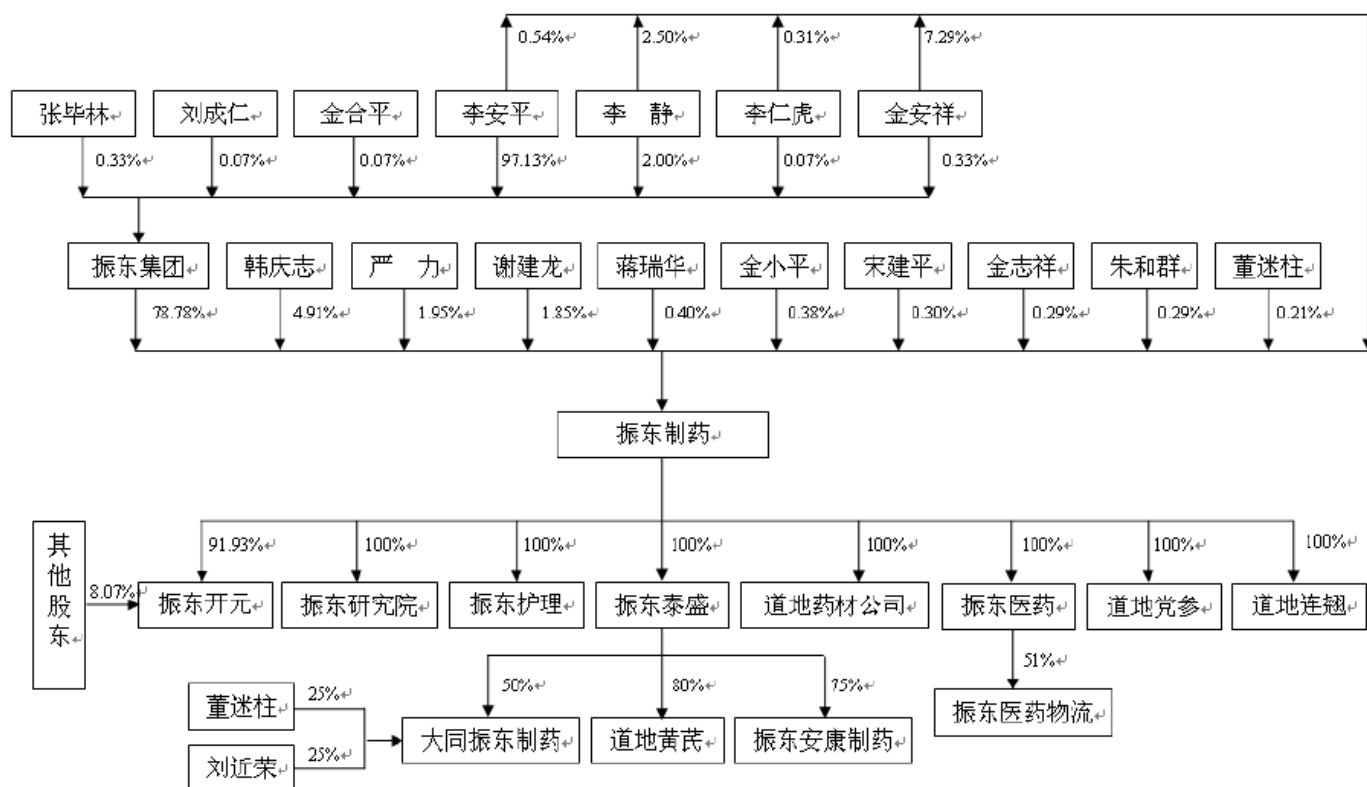


1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司前身为成立于 1995 年的山西金星制药厂，1998 年 12 月改制成股份制公司。公司实际控制人为李安平，其直接持有公司 0.54% 股份，并持有控股股东振东集团 97.13% 股份。本次发行不超过 3,600 万股股票，占发行后公司总股本的 25%。

图 1: IPO 前振东药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事中药制剂、化学制剂的研发、生产和销售，拥有三大生产基地，41条生产线，11类大剂型，其中岩舒注射液是公司业务收入和利润的主要来源。该产品为中药注射剂，有抑制癌性疼痛及出血、抑制肿瘤生长、联合放化疗增效减毒等功效，获国家发明专利证书，被列入国家二级中药保护品种和国家医疗保险目录。

子公司泰盛制药主要从事心血管类、OTC 类化药的生产和销售，开元制药主要从事传统剂型中药的生产和销售，通过成功收购泰盛制药和开元制药两个有着悠久历史和丰富产品储备的医药企业，整合其拥有的药品生产资质，形成了丰富的药品品种储备，公司现已拥有 359 个品规的药品生产审批文号，

据公司通过国家药监局数据库检索显示，在全国医药企业中排名18位。

2、公司所处行业背景

公司属于医药制造业，主导产品属于中药材及中成药加工业。中药由中药种植业（农业）、中药制造业和中药流通业（商业）构成了完整的经济产业链，是我国为数不多的具有自主知识产权优势的系统的现代经济产业。

2.1 我国中药行业发展状况

作为我国医药行业的重要组成部分，中药在医药行业中增长速度较快。

“十五”期间，中药领域成为医药行业的投资热点。2007年2月21日，由科技部等16部委联合发布的《中医药创新发展规划纲要（2006-2020）》明确提出，坚持“继承与创新并重，中医中药协调发展，现代化与国际化相互促进，多学科结合”的基本原则，推动中医药传承与创新发展。这将为传统中药带来历史性的发展机遇。目前我国共有中药企业1,500余家，在品种上已形成30余大类、40余种剂型、共9,000余种中成药产品。2006年至2010年我国中成药收入及增长情况如下：

图2：2006年至2010年我国中成药收入及增长情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

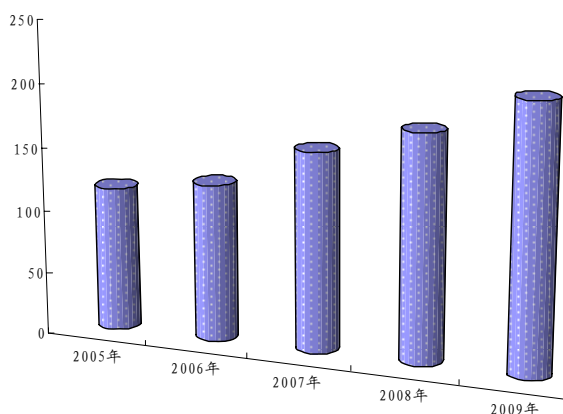
目前中药行业的发展趋势是中药的现代化和国际化，因此我国中药企业在保持传统优势的同时，要注重药材的深、精加工水平，提高中药生产技术和工艺，增强中药的自主研发能力，从而促进中药行业的可持续发展。

2.2 国内抗肿瘤药物行业发展状况

据我国卫生部统计，20 世纪 90 年代我国肿瘤发病率已上升为 127 例/10 万人。近年来我国每年新增肿瘤患者 160-170 万人，众多的肿瘤患者形成了对抗肿瘤医药市场的巨大需求。

我国抗肿瘤药物除 2006 年受国家宏观政策环境影响销售额增长速度放缓之外，其他年份均保持着 20% 的增长速度。根据南方医药经济研究所数据，2009 年我国抗肿瘤药物市场销售规模超过 220 亿元。在我国医院用药排名中，抗肿瘤药物已从 2002 年的第 4 位提升至 2008 年上半年的第 2 位，仅次于抗感染药，市场份额 17.6%，比五年前提高了 5 个百分点，并保持近 40% 的高速增长。在众多抗肿瘤药物中，以抗肿瘤中药注射剂为主的抗肿瘤中成药由于疗效确切，毒副作用低，并在长期大量的临床实践中得到了充分验证，已为广大肿瘤患者和医生所大量使用。根据 2008 年上半年全国重点城市中成药医院市场最畅销品牌排名，最畅销的前十位产品中有一半都属于抗肿瘤中成药。

图 3：2005-2009 年我国抗肿瘤药物市场增长情况（单位：亿元）



资料来源：国家药监局南方医药经济研究所，东海证券研究所

2.3、抗肿瘤中药注射液竞争格局

由于抗肿瘤中药注射液具有较高的进入壁垒，并且多为国家中药保护品种，产品定价高、厂家利润相对比较丰厚，现已成为抗肿瘤中成药市场的主要使用药品。根据标点信息中成药系统数据监测显示，在 2008 全年收录的九大城市（北京、广州、南京、沈阳、郑州、成都、重庆、西安、哈尔滨）中药品种数中，中药注射剂在医院中成药采购金额中占 34% 的份额，而其品种数量仅占有所有剂型品种数量的 3.2%，表明中药注射液单品种医药采购金额远大于其他剂型中成药。

公司主导产品岩舒注射液为中药保护品种，全国独家产品，目前尚无完

全相同的替代产品。在临床使用过程中，具有镇痛、提高免疫力等疗效的癌症辅助用药对公司产品有一定的替代作用。其中，镇痛功能类的主要竞争对手有安徽金蟾生化股份有限公司、浙江康莱特药业有限公司，两公司竞争产品分别为华蟾素注射液、康莱特注射液；癌症辅助治疗的主要竞争对手有丽珠集团利民制药厂、长白山制药股份有限公司、贵州益佰制药股份有限公司，三公司竞争产品为参芪扶正注射液、康艾注射液、艾迪注射液。

根据《中国药业》2008 年第 11 期公布的研究成果，在中成药肿瘤用药中，医院终端对于临床适应症广，兼有增强免疫、镇痛作用的产品临床应用较多；在疗效相近的品种间，价格较低的产品更易为医生和患者所接受。较之其它产品，公司岩舒注射液在缓解癌性出血、癌症疼痛有突出效果，日均花费较低，具备一定竞争优势。

表 1. 国内与岩舒临床应用相似的主要药物消费情况

产品	生产企业	最高零售价	每日用量	日均费用	临床应用市场占有率	2008 年销售额
岩舒注射液	振东制药	2ml: 20.3 元/支 5ml: 47.3 元/支	一次 2~4ml，一日 2 次； 或静脉滴注，一次 12ml	78 元	15%	3.6 亿元
参芪扶正注射液	丽珠集团利民制药厂	182 元/瓶	1 瓶/日	182 元	25.46%	4.3 亿元
康艾注射液	长白山制药股份有限公司	470 元/盒	1-2 次/日，4-6 支/次	376 元	23.32%	4.2 亿元
艾迪注射液	贵州益佰制药股份有限公司	36.9 元/支	1 日 1 次，1 次 5-10 支	276 元	22.27%	4.0 亿元
华蟾素注射液	安徽金蟾生化股份有限公司	5ml: 27.4 元/支 10ml: 52 元/支	1 日 1 次，20-40ml/次	156 元	2.57%	1.3 亿元
康莱特注射液	浙江康莱特药业有限公司	336 元/瓶	1 日 1 次；1 次 2 瓶	770 元	11.38%	2.1 亿元

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

3、公司核心竞争能力分析

3.1 清晰的发展战略

公司收购泰盛制药和开元制药后，具有多达 385 种产品，未来公司将以产品战略为导向，逐步丰富产品线，培育 1-2 个有市场竞争力的新品种，最终实现“以肿瘤产品为核心，医院临床用药为基础，普药为补充”的产品结构，打造注射剂、颗粒剂、胶囊剂等多种剂型的全系列抗肿瘤用药。

3.2 丰富的产品储备

公司现有 11 个剂型，359 个品种的生产批文，据公司根据国家药监局数

数据库检索显示，在全国医药行业中排第 18 位，其中，舒血宁注射液、冠心宁注射液、益心酮片、芪蛭通络胶囊、扶正固本颗粒等产品均有较大的增长潜力。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。

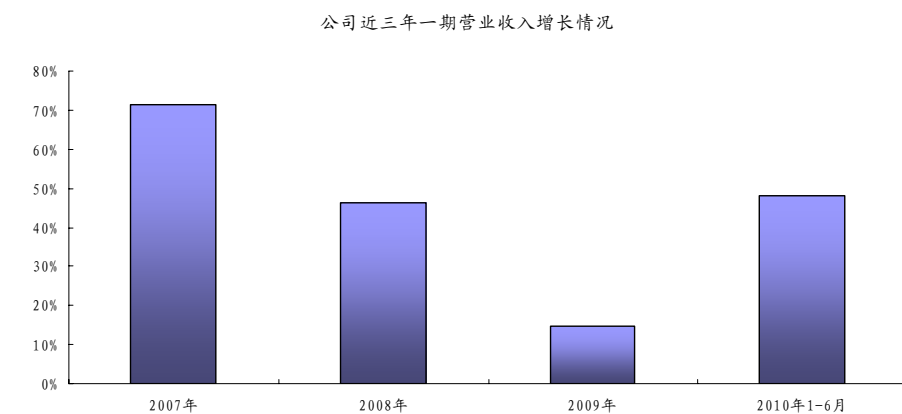
3.3 强大的营销网络

公司已基本构建了覆盖全国主要市场的自有销售渠道，现已覆盖 1,400 余家二级以上医院。公司采取下设事业部、大区、省区的“三级营销管理”模式，构建了现辖全国 6 个大区，31 个学术省区，400 余个学术地区的销售网络，同时，设有市场部、商务部、客服部等业务规划支持部门。公司根据处方药销售特点制订了学术推广营销战略，以市场专员和学术专员为桥梁直接同医院终端进行沟通，有效的建立起医院、医师对公司和公司产品的信任，减少了对医药商业公司的依赖，从而确保对销售终端的控制力度，保证了公司产品在医院终端的竞争优势。

4、公司财务分析

公司在报告期内经营业绩突出，营业收入、营业利润均有较大增长，2006-2009 年复合增长率分别达到 41.60%和 65.61%，均显著高于行业平均水平。同时，公司同期净利润增长率显著高于营业收入增长率，说明公司在业绩数量增长的同时保证了增长质量，经营效率较高，费用成本控制较好。

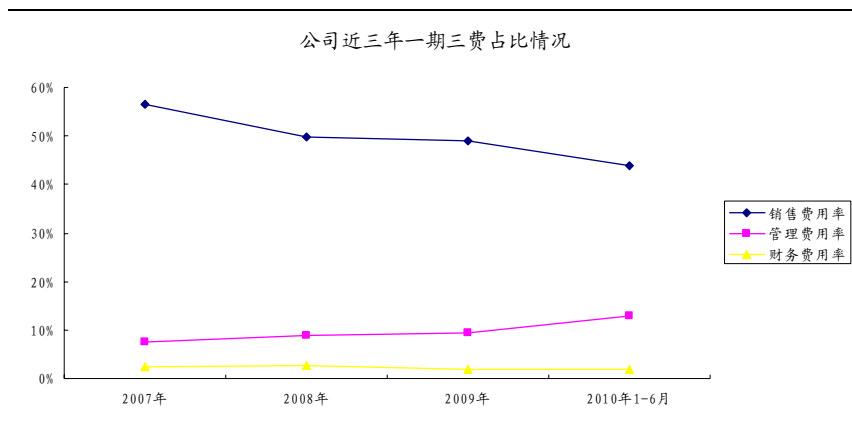
图 4：公司近三年一期营业收入增长情况



资料来源：wind、东海证券研究所

公司 2009 年收入同比增长 14.67%，增幅放缓主要因为 2008 年下半年，行业内先后发生多起中药注射剂药品不良反应的医疗事故，对该类产品及相关产业造成比较大的影响，对公司主导产品的销售也存在一定不利影响。

图 5: 公司近三年一期三费占比情况



资料来源: wind、东海证券研究所

报告期内,公司期间费用以销售费用为主,占比在 75%左右,这同公司重视营销投入和市场维护有关,受益于公司销售费用支出效率的提升,销售费用占比也在逐年下降。此外,公司管理费用和财务费用占比均略有上升,主要是由于随着公司业务规模扩大和并购活动资金需求增加而带来的自然增长,在期间费用中的总体比例仍较低。

5、公司主要风险

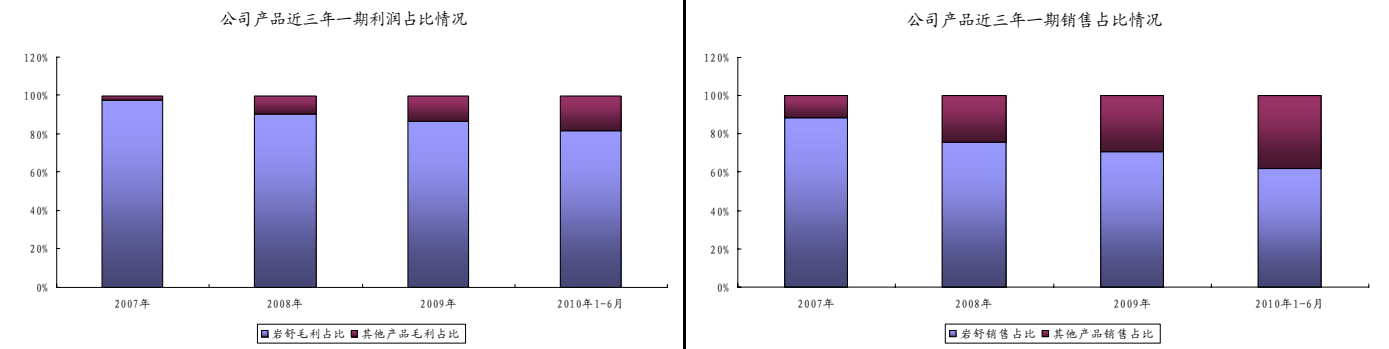
5.1 中药注射液发生不良反应的风险

近年来,先后发生多起中药注射剂药品不良反应的医疗事故,对该类产品及相关产业造成比较大的影响。国家药监局把药品不良反应列为监管重点,其中包括中药注射剂。为促进行业长期健康发展,药监部门在监管和新药审批上较以往更加严格,中药注射剂产业发展速度受到一定影响。

5.2 过度依赖岩舒注射液的风险

公司岩舒产品在销售收入、销售毛利中占有极大的比重,是公司利润的主要来源之一,存在过大的依赖性,具体数据如下表所示。一旦此类药物销售受到竞争对手的冲击或客观经营环境的变化,都会对企业的生存发展产生直接影响,这种产品结构也制约了企业的成长。

图 6: 近三年一期公司产品销售及利润占比情况



资料来源: wind、东海证券研究所

为应对风险,公司采取了一系列丰富产品结构的战略举措,成功并购泰盛制药、开元制药,借此拥有了 359 个生产许可批文,公司迅速扩展了产品线和丰富了产品结构;但新增加品种销售占比、利润占比仍较小。

5.3 收购兼并引致的管理风险

2007 年至 2009 年,公司先后收购了泰盛制药和开元制药,拥有了化药普药、中药普药的经营平台,拓展了公司产品线,丰富了公司产品结构;但是,公司现有产品结构与新产品品种之间有一定的区别,营销渠道需要重新优化整合,公司管理难度加大。如果公司不能很好地对子公司进行管理,产品整合不顺利,新销售渠道不通畅,将影响公司正常生产经营,增加管理成本,降低经营效益。

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行 3,600 万股,募集资金主要用于进一步扩大公司现有主导产品岩舒注射液的生产规模,保证公司的药材原材料供应,同时增加公司其他产品的生产销售规模,进一步提升公司产品的市场份额和盈利能力。募集资金具体投向如下:

表 2: 募投项目情况

序号	项目	总投资(万元)	实施主体	预计投产时间	建成后产能
1	3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目	4844	振东中药材	2012	年产苦参饮片 2400 吨
2	小容量注射剂扩能改造项目	9666	振东制药	2012	年产小容量注射剂 4000 万支,包括复方苦参注射液生产能力增加 1400 万支
3	泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综	8026	泰盛制药	2012	年产 7000 万支注射用无菌粉针生产线和年产 2000 万支注射用冻干粉针生产线。

	合制剂工程项目				
4	开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	8024	开元制药	2012	年产 1.5 亿袋颗粒剂
5	其他与主营业务相关的营运资金				

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、岩舒注射液销量增速平稳，公司其他潜力产品如注射用阿莫西林钠氟氯西林钠、注射用头孢硫脒、扶正固本颗粒、芪蛭通络胶囊给予高增速；
- 2、三项费用稳中有降；
- 3、所得税税率为 18%

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.66 元和 0.88 元和 1.10 元。

表 2：振东制药盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	46,105	52,869	65,886	82,383	103,012
增长率	46.25%	14.67%	24.62%	25.04%	25.04%
营业成本	9,257	11,703	14,628	18,285	22,857
营业税金及附加	635	681	725	824	1,030
销售费用	22,950	25,890	31,625	39,544	49,446
管理费用	4,117	4,996	6,589	7,415	9,271
财务费用	1,242	934	659	824	1,030
利润总额	7,287	8,279	11,660	15,492	19,378
所得税费用	1,348	1,475	2,099	2,789	3,488
归属于母公司净利润	5,939	6,802	9,561	12,703	15,890
EPS	0.67	0.65	0.66	0.88	1.10

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司发展战略清晰，产品储备丰富，在国家扶持中药产业的形势下，是这一领域最有潜力的企业。考虑到公司未来良好的成长性，再综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 29.70 元 33.00 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率为 45-50 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122