

振东制药 (300158): 产品与营销驱动成长

分析师: 丁思德

执业证书编号: S0300210100001

联系人: 刘苗

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2010 年 12 月 24 日

www.lxzq.com.cn

要点:

1、岩舒注射液是主打产品

岩舒注射液具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, 毛利率较高, 一直都是公司收入和利润的主要来源。2006-2009 年, 岩舒注射液销售收入年复合增长率达到 26.70%, 在中药抗肿瘤药市场份额中位居三甲。

2、二线产品增长空间较大

舒血宁注射液, 主要用于心脑血管疾病的治疗; 芪蛭通络胶囊用于心脑血管的保护, 为公司独家品种。在实施营销改革后, 公司逐步收回产品代理权, 舒血宁取得了快速的增长。我们预计, 在新的销售模式下, 公司二线产品将会保持快速的增长势头。

3、在研产品丰富

公司的在研项目较多, 涵盖药理研究、临床前、临床研究、注册审批等各个阶段, 形成了层次分明的在研项目梯队。目前公司在研品种中, 进入注册程序的有 13 个, 临床前研究品种 15 个, 其中独家品种黄芪总皂苷非常值得期待。

4、盈利预测

预计公司 2010-2012 年营业收入分别同比增长 55%、28%、25%, 2010-2012 年 EPS 分别为 0.65 元、0.95 元和 1.20 元。参考可比公司估值水平, 我们建议给予公司 2011 年 35-40 倍 PE, 对应价格区间 33.3-38 元; 上市首日目标价为 42.7-47.5 元, 对应 2011 年 PE 为 45-50 倍。

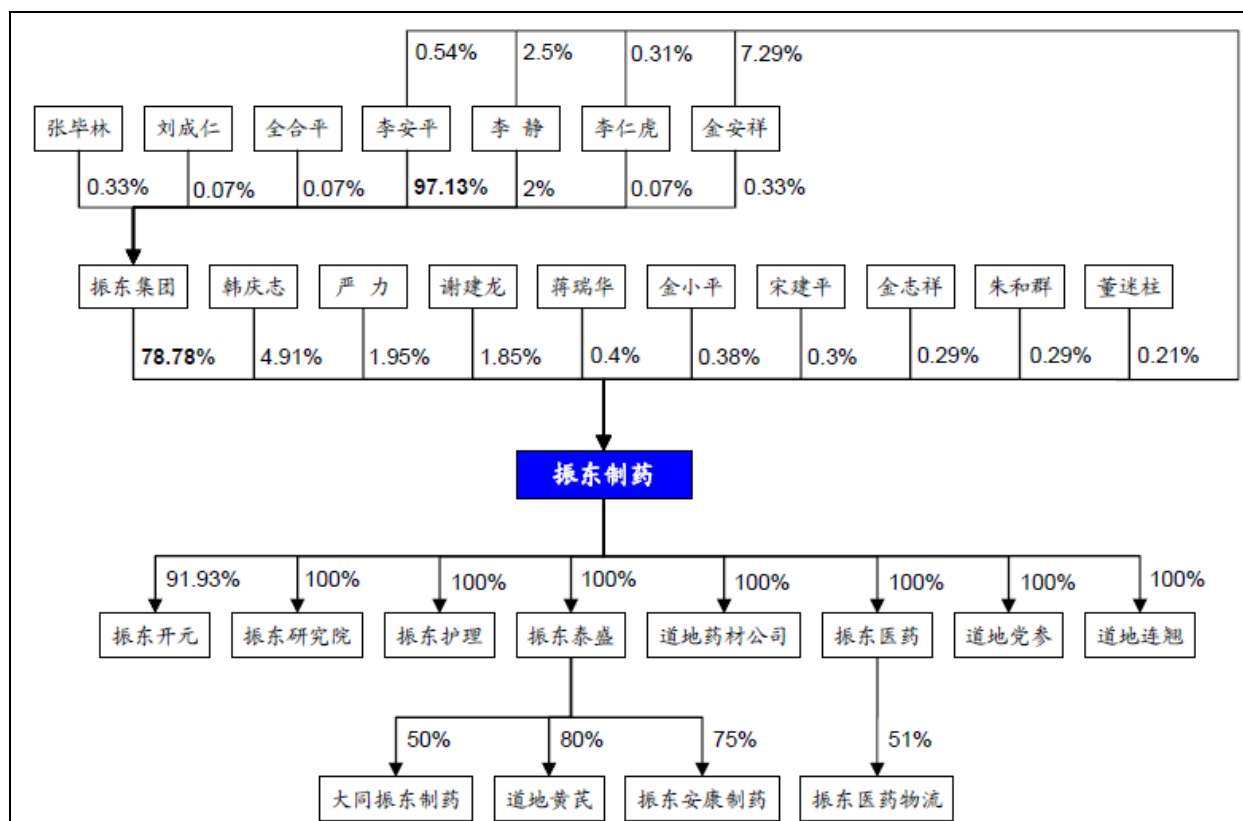


一、公司概况

公司前身为成立于1995年的山西金晶药业有限公司，在被振东集团收购后，2008年12月31日整体变更为振东制药股份有限公司。目前公司注册资本10800万元，法定代表人和实际控制人均为李安平先生，发行前，其直接持有公司0.54%股份，并通过振东集团间接持有公司78.78%股份。

公司主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售，以岩舒注射液为核心产品，致力于中药抗肿瘤系列用药的研发、生产和销售，是山西省长治市首家获批的高新技术企业。目前公司拥有三大生产基地，41条生产线，11大剂型，359个品种，据公司通过国家药监局数据库检索，公司拥有的药品品种数量在全国排名第18位。

图表1 股权结构图



资料来源：招股说明书、联讯证券投研中心

二、主营业务构成

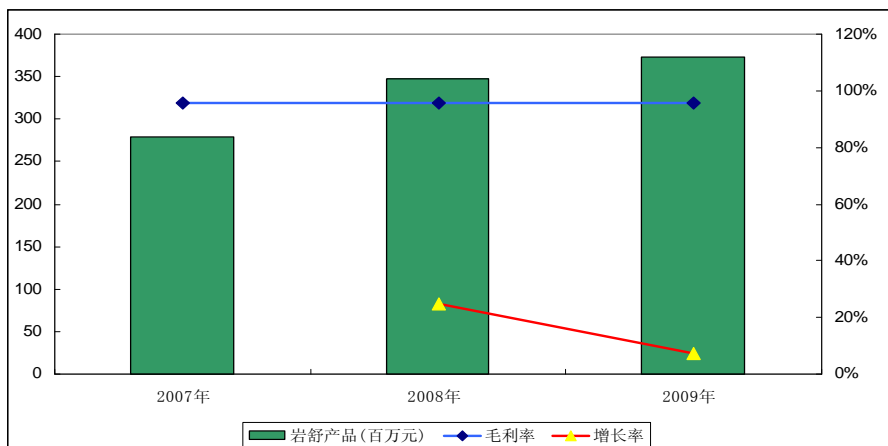
2.1 岩舒注射液是公司核心产品

岩舒注射液是中药注射剂，具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。

从2006年到2009年，岩舒注射液销售收入年复合增长率达到26.70%，在中药抗肿瘤药市场份额中

位居三甲。该产品毛利率较高，一直都是公司收入和利润的主要来源。2006-2009年销售收入占比分别为88.49%、75.49%、70.53%，有不断下降的趋势。

图表2 岩舒注射液销售额增长及毛利率变化



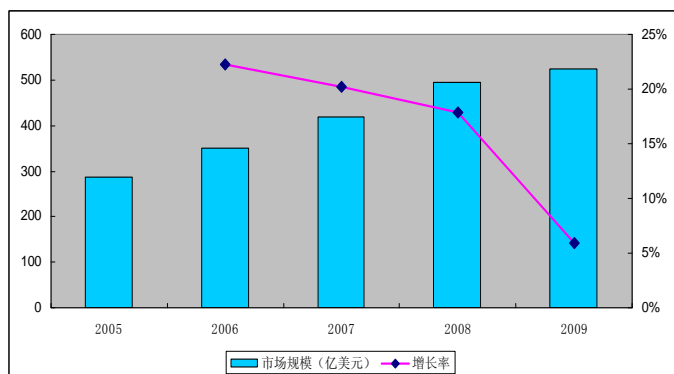
资料来源：招股说明书、联讯证券投研中心

我们认为岩舒注射液未来增长预期良好：

1) 抗肿瘤药物市场容量不断扩大

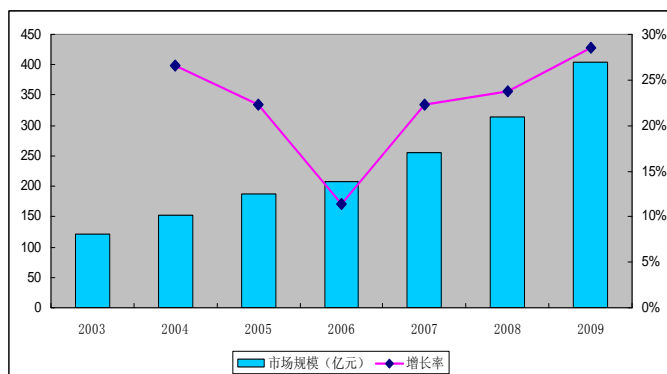
根据《2010卫生部统计年鉴》，我国肿瘤发病率已从1998年的2‰上升至3.2‰。而在2009年城乡居民前五位疾病死亡专率及死亡原因构成中，恶性肿瘤以24.38%及24.26%的比率分别居城市和农村死亡原因的首位。

图表3 2005-2009年全球抗肿瘤市场规模及增长率



资料来源：南方医药经济、联讯证券投研中心

图表4 2003-2009年中国抗肿瘤市场销售规模及增长率



资料来源：南方医药经济、联讯证券投研中心

2) 医院市场增长空间较大

在业务拓展初期，公司将主要精力放在了销量较大、单位价值较高的三级医院，而对3000多家二级肿瘤医院关注不够。目前，公司销售渠道建设将逐渐由重点医院转向其他二级医院，逐步提高终端覆盖率。目前，公司产品岩舒覆盖了1400多家二级医院，不到50%，仍有较大的增长空间。自1998年上

市以来，岩舒疗效确切且不良反应较少，作为抗肿瘤辅助药物，岩舒出色的镇痛效果可能会增加其在其他疾病治疗领域的应用。

3) 岩舒注射液日均费用较低

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，疗效相近的品种，价格较低的产品更易为医生和患者所接受。公司岩舒注射液日均费用78元，在同类产品中日均花费最低，具备较强的竞争优势。

图表5 岩舒日均费用大大低于同类产品

产品	原料	基本药理作用	日均费用 (元)	临床应用起始时间	2008 年销售额
岩舒注射液	苦参白土苓	清热利湿，凉血解毒，散结止痛。用于癌肿疼痛、出血。	78	1998 年	3.6 亿元
参芪扶正注射液	党参黄芪	冠心病心衰以及肿瘤辅助治疗。	182	1999 年	4.3 亿元
康艾注射液	黄芪人参苦参素	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	2002 年	4.2 亿元
艾迪注射液	人参黄芪刺五加斑蝥	抗肿瘤；放化疗增效。	276	1996 年	4.0 亿元
华蟾素注射液	干蟾皮提取物	解毒，消肿，止痛。用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症。	156	2001 年	1.3 亿元
康莱特注射液	注射用薏苡仁油	非小细胞肺癌；肝癌；放化疗增效；中晚期止痛。	770	2002 年	2.1 亿元

资料来源：招股说明书、联讯证券投研中心

4) 临床剂量有望增加

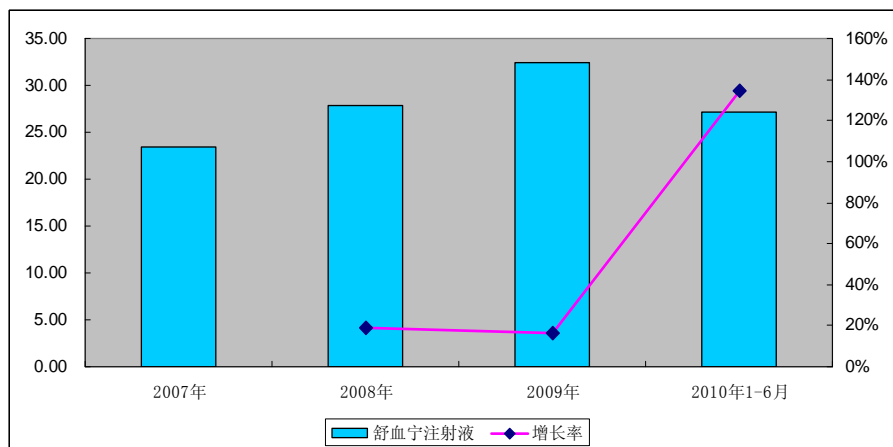
目前，岩舒产品临床用量为8-12ml/天，但从实际临床使用效果来看，上述用量偏小，对于部分重症患者有加大用量的客观需求。2009年5月，岩舒注射液增加用量的临床试验申请获国家药监局批准（批件号：2009L03484），现已由中国中医科学院广安门医院牵头，组织多家医院开展增加用量的II期临床试验。如果岩舒注射液增加用量的临床试验能够顺利完成并用于实际治疗，将有效促进需求增长。

2.2 舒血宁注射液有望保持快速增长

舒血宁注射液主要成分为银杏叶提取物，主要用于心脑血管疾病的治疗。该产品为泰盛制药的主导产品，占泰盛制药销售收入的40%。由于泰盛制药缺乏销售能力，一直以来都是采用代理销售的模式。在收购泰盛制药后，公司改革其销售模式，收回代理权。之后，舒血宁获得了飞速增长，2010年上半年实现收入2713万元，同比增长134.3%。在新的销售模式下，我们预计舒血宁注射液仍将会保持

快速的增长。

图表6 2007-2010年上半年舒血宁注射液增长情况



资料来源：招股说明书、联讯证券投研中心

2.3 芪蛭通络胶囊增长潜力巨大

芪蛭通络胶囊由水蛭、地龙、全蝎、土鳖虫、僵蚕、冰片、黄芪等26味药材制备而成，主要适用于心脑血管的保护，有活血、通络的功效，为公司独家品种。

在实行营销改革后，产品销售额出现了下滑，目前该品种已经在全国20多个省份中标，预计2011年将会出现快速增长，收入有望达到2000万元。

三、营销改革 力促公司再上新台阶

目前，公司已经组建了统一的销售平台，成立了五个销售事业部，包括肿瘤、医院、普药等。在“三级营销管理”模式下，目前已经构建了现辖全国6个大区，31个学术省区，400余个学术地区的销售网络。并在现有600多人的销售队伍的基础上，适时的增加销售人员，目标2000人。

公司总经理夏祥，拥有超过十年的全国及区域药品销售及国内知名制药企业管理经验，曾任多家医药公司销售总监。自2009年2月加盟公司后，公司业务全面盘活，销售收入也在2010年实现突飞猛跃的增长。随着相关产品代理合同到期，公司会适时收回部分产品代理权，加入自己的销售网络，公司销售收入也将迎来较快的增长。

公司的在研项目较多，涵盖药理研究、临床前、临床研究、注册审批等各个阶段，形成了层次分明的在研项目梯队。目前公司在研品种中，进入注册程序的有13个，临床前研究品种15个，其中黄芪总皂苷是独家品种，非常值得期待。

四、募投项目

图表7 募投项目分析

序号	项目	总投资	拟投入募集资金	实施主体	投入方式
1	3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目	4,844	4,844	振东中药材	增资
2	小容量注射剂扩能改造项目	9,666	9,666	振东制药	
3	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	8,026	泰盛制药	增资
4	开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	8,024	8,024	开元制药	增资
	合计		30,560		

资料来源：招股说明书、联讯证券投研中心

五、风险提示

- 1) 中药注射剂安全风险;
- 2) 营销整合效果不佳

六、盈利预测及估值

我们预测：岩舒注射液未来三年保持平稳增长，平均增速约20%；二线产品舒血宁注射液、注射用阿莫西林钠氟氯西林钠等产品保持较快的增长速度。

图表8 2005-2009年全球抗肿瘤市场规模及增长率

分产品预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
岩舒注射液	348.0	372.9	457.9	572.4	715.5
增长率	24.75%	7.14%	22.80%	25.00%	25.00%
毛利率	95.58%	95.53%	95.00%	95.00%	95.00%
舒血宁注射液	27.9	32.5	58.2	72.7	87.3
增长率	314.58%	16.62%	79.00%	25.00%	20.00%
毛利率	76.49%	81.19%	80.00%	80.00%	80.00%
阿莫西林氟氯西林	13.0	13.2	26.4	31.7	38.0
增长率	686.67%	1.54%	100.00%	20.00%	20.00%
毛利率	49.46%	56.22%	55.00%	55.00%	55.00%
冠心宁注射液	9.2	10.6	11.7	12.9	14.1
增长率	255.38%	15.04%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	50.54%	47.88%	43.00%	43.00%	43.00%
芪蛭通络胶囊	5.5	11.1	5.6	11.1	22.2
增长率	11.92%	100.36%	-50.00%	100.00%	100.00%
毛利率	81.05%	80.99%	81.00%	81.00%	81.00%

资料来源：联讯证券投研中心

预计公司2010-2012年营业收入分别同比增长 55%、28%、25%，2010-2012年EPS 分别为 0.65元、0.95元和1.20元。参考可比公司估值水平，我们建议给予公司2011年35-40倍PE，对应价格区间 33.3-38元；上市首日目标价为42.7-47.5元，对应2011年PE为45-50倍。

图表9 盈利预测表

利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	528.7	821.6	1051.6	1317.9
营业成本	117.0	254.7	336.5	421.7
营业毛利	411.7	566.9	715.1	896.1
营业税金及附加	6.8	9.9	12.6	15.8
销售费用	258.9	345.1	420.7	527.1
管理费用	50.0	82.2	94.6	118.6
财务费用	9.3	14.8	18.9	23.7
资产减值损失	4.4	3.0	3.0	3.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	82.3	112.0	165.3	207.9
营业外收入	4.2	1.1	0.0	0.0
营业外支出	3.7	1.0	0.0	0.0
利润总额	82.8	112.1	165.3	207.9
所得税费用	14.7	20.2	28.1	35.3
净利润	68.0	91.9	137.2	172.5
少数股东权益	0.0	(1.0)	0.0	0.0
归属于母公司净利润	68.0	92.9	137.2	172.5
EPS (元)	0.47	0.65	0.95	1.20

资料来源：联讯证券投研中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。在作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。