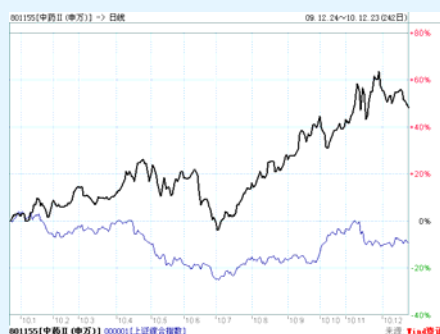


振东制药（300158）新股推介会纪要

——有望走上高速成长的传统中药企业

发行数据	2010-12-24
发行前总股本	10800 万股
拟发行股份	3600 万股
建议申购价:	29.4-35.28 元

申万中药板块一年股价走势:



研究员: 李权兵
SAC 执业证书编号: S0270208080057
联系人: 李守峰
电话: 020-37865195
EMAIL: lisf@wlzq.com.cn
报告日期: 2010-12-24

事件: 振东制药新股上市

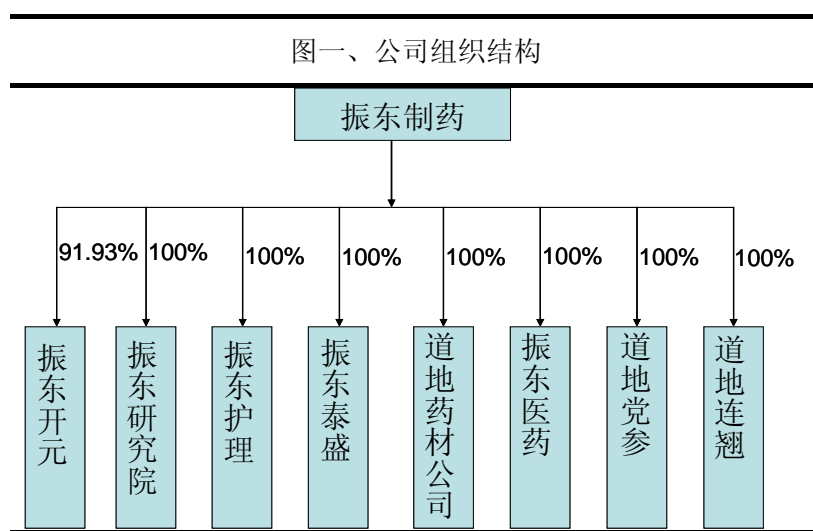
投资要点:

- **公司产品储备丰富, 发展基础牢固** 公司拥有三大生产基地, 41 条生产线, 11 大剂型及 359 个品种, 药品数量在全国排名第 18 位。
- **主打产品岩舒注射液成长空间广阔** 岩舒注射液在同类产品中定价较低、医院渠道还有一定成长空间、大剂量临床实验有望通过等因素将推动岩舒销售收入的增长。
- **二线产品舒血宁注射液、芪蛭通络胶囊即将爆发** 舒血宁注射液、注射用阿莫西林钠氟氯西林钠、芪蛭通络胶囊未来增长前景都看好。
- **在研项目中重磅品种黄芪总皂苷氯化钠注射液即将推出** 黄芪总皂苷氯化钠注射液未来有望成为大品种。
- **公司具有产业链整合优势** 公司近几年逐步完善了产业链结构, 上游中药材种植基地已经初具规模, 下游医药商业公司获得了药品配送经销权。
- **募投项目有助于解决公司原材料的供应及未来公司产能不足的问题**
- **估值与定价** 我们认为公司 10-11 年的每股收益为 0.66 元、0.98 元, 按照 11 年动态市盈率 30-38 倍, 合理定价为 29.4-35.28 元。
- **风险提示**
 - 中药注射剂安全性风险
 - 产品销售主要在华东地区, 其它地区业务拓展不顺利的风险
 - 收入结构单一, 二线产品不能放量的风险

一、 公司基本情况

1. 公司基本情况

振东制药成立于1995年，前身是山西金晶制药厂，于2008年12月改制成为股份有限公司。李安平先生在本次发行后持有公司57.79%的股份，是公司的实际控制人。公司通过资产重组，拥有了振东开元、振东泰盛等八家子公司。

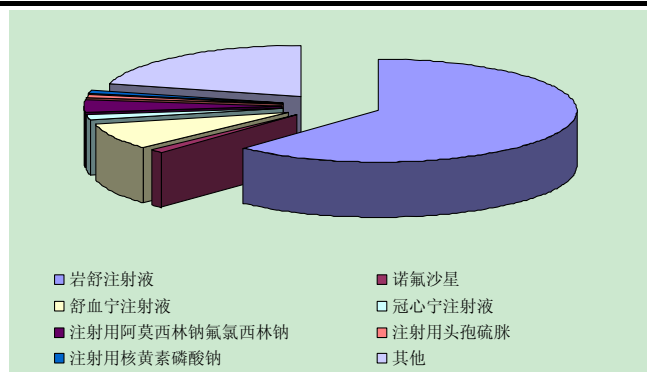


资料来源：公司招股书；万联证券

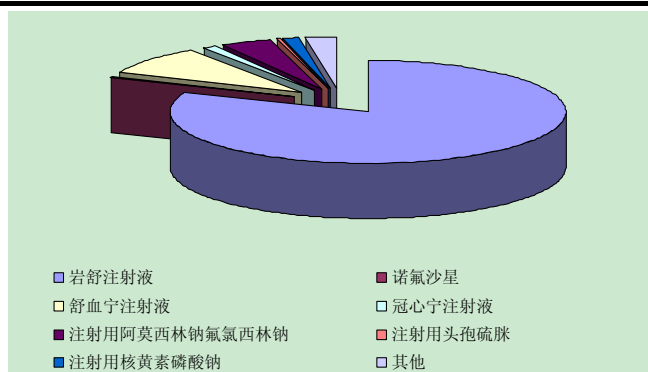
2. 公司主营业务分析

公司主要从事中药制剂、化学制剂的研发、生产与销售，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大剂型及359个品种，药品数量在全国排名第18位。2007年前振东制药的主要收入为岩舒注射液，近三年分别收购了大同泰盛制药及开元制药，组建了振东医药物流公司，形成了抗肿瘤药物、抗心血管疾病类药物和抗感染类药物三大系列产品，其中岩舒注射液、舒血宁注射液、冠心宁注射液、阿莫西林钠氟氯西林钠是公司目前的收入及利润来源。

图三、公司 10 年上半年营业收入构成



图四、公司 10 年上半年营业利润构成



资料来源：公司招股书；万联证券

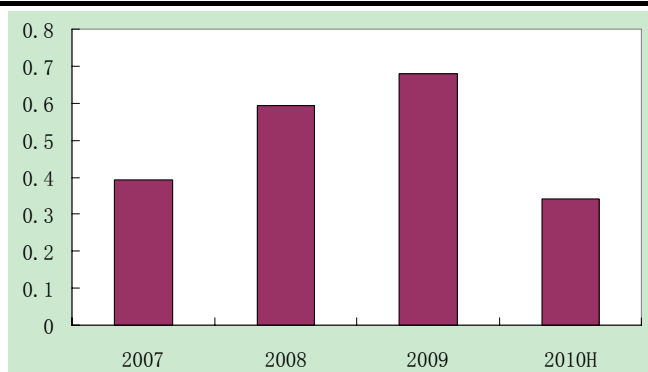
3. 公司近几年业绩情况

公司近几年业绩增长迅速，2008年、2009年的营业收入增速分别为46.25%、14.57%，净利润增速分别为51.62%、14.58%。公司09年增速有所下滑，主要是受到两方面原因的影响：一是08年出现的中药注射剂安全事件对整个中药注射剂行业产生了不利的影响。二是公司09年开始营销改革，将子公司产品纳入总公司统一的销售渠道中销售。随着公司营销改革的逐步推进，公司有望继续走上高速发展的道路。

图四、公司近几年营业收入增长情况



图五、公司近几年净利润增长情况



资料来源：公司招股书；万联证券

二、丰富的产品贮备为公司未来发展打下厚实的基础

医药行业采取准入制度，生产批文是医药生产企业的重要资源，同时由于新药研发难度加大及审批制度

的严格，拥有生产批文的数量多的企业具有较强的竞争优势。公司现有11个剂型，359个品种的生产批文，产品可以分为抗肿瘤药物、抗心血管疾病类药物和抗感染类药物三大系列的强势产品群。公司有180个药品进入09年公布的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药物目录》，其中甲类84个，乙类95个，民族药1个。丰富的产品储备为公司未来的发展打下了厚实的基础。

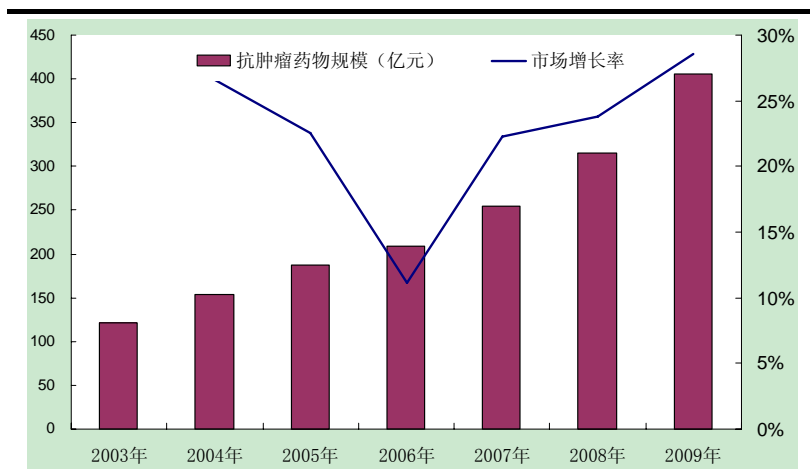
三、 主打产品岩舒注射液成长空间广阔

岩舒注射液是广谱的抗肿瘤药物，为公司的独家品种，用于癌症的辅助治疗，具有抑制癌性疼痛、癌性出血、抑制肿瘤生长、联合放化疗增效减毒等功效，用于晚期肿瘤，癌肿疼痛，肿瘤放化疗，多脏器保护，肝炎肝损伤等，被广大医患所认可。2003 年，因其独特的抗炎、抗渗出、抗纤维化及多脏器保护等功能，被全国防治非典型肺炎指挥部科技攻关组定为八种对非典有效的中成药之一。

➤ 抗肿瘤药物市场高度景气将带动岩舒注射液销售增长

据卫生部统计，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。我国抗肿瘤药物的销售规模近几年一直保持高速增长，2003-2005年的复合增长达到了24.53%；2006年受到国家治理商业贿赂等政策因素的影响，抗肿瘤药物销售规模增幅趋缓，仅同比增长了11.1%。2007-2009年抗肿瘤药物市场恢复高速增长，2009年达到了405亿元，同比增长了28.57%。随着我国人口老龄化程度的加剧以及抗肿瘤药物潜在需求的释放，预计我国抗肿瘤市场今后几年仍将保持高速增长。

图六、公司组织结构



资料来源：公司招股书；万联证券

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、毒副作用低且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。据南方医药经济研究所广州标点医药信息有限公司全国中成药医院用药分析系统信息显示：2008年在9个重点城市中，医院采购肿瘤中成药的金额约为12-18亿元，增长率高达22%，采购金额仅次于心血管疾病用药位居第二，但增速要显著高于后者。

➤ 岩舒在同类产品中日均花费低，有一定的竞争优势

岩舒是中药保护品种，全国独家品种，目前尚没有其它完全相同的产品。临床使用中具有镇痛或提高免疫力的癌症辅助用药对公司岩舒具有一定的替代作用。镇痛类的主要竞争产品包括安徽金蟾生化股份有限公司的华蟾素注射液、浙江康莱特药业有限公司的康莱特注射液；癌症辅助用药类的竞争对手包括丽珠利民制药厂的参芪扶正注射液、长白山制药厂的康艾注射液、贵州益佰的艾迪注射液。

表1：岩舒注射液在国内临床应用中疗效相似药物的基本情况

产品	原料	生产企业	基本药理作用	日均消费（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。用于癌症疼痛、出血	78
参芪扶正注射液	党参、黄芪	利民制药厂	肿瘤辅助治疗	182
康艾注射液	黄芪、人参、苦参素	长白山制药	原发肝癌、直肠癌、淋巴瘤、妇科肿瘤治疗	376
艾迪注射液	人参、黄芪、刺五加、斑蝥	贵州益佰	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	解毒、消肿、止痛，用于中晚期肿瘤	156
康莱特注射液	注射用薏苡仁油	浙江康莱特	非小细胞肺癌；肝癌；放化疗增效；中晚期止痛	770

资料来源：公司招股书；万联证券

➤ 医院渠道仍有很大的成长空间

公司早期销售的重点主要放在销售较大、单位价值较高的三级医院，随着公司重点医院渠道建设的完成，公司渠道建设将逐渐由重点医院转向二级医院，提高终端覆盖率。我国治疗肿瘤患者较多的二级以上医院约有3000家，公司的渠道覆盖约1400家，渠道空间大。另外，岩舒除用于肿瘤治疗外，在缓解肝性炎症、提高免疫力方面具有一定的疗效，该类适应症的拓展也将带动产品的销售。

➤ 增加用量临床实验如果通过将有效促进需求增长

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 I 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。

四、 二线产品中舒血宁和芪蛭通络胶囊增长前景最为看好

➤ 舒血宁注射液将保持高速增长

舒血宁注射液的主要成分是银杏叶提取物，主要用于缺血性心血管疾病，冠心病，心绞痛，脑栓塞，脑血管痉挛等。公司是在2007年收购泰盛制药获得此产品。目前国内共批准了9家企业进行生产，年销售规模按医院购进价格计算约为15亿元，神威药业是舒血宁注射液的最大生产商，09年该产品销售额突破两亿元；公司09年实现舒血宁注射液销售收入3249万元，销量仅次于神威。公司是在09年对该产品进行渠道整合，将原来由子公司销售的产品纳入母公司销售，从10年上半年舒血宁销售收入2713万元来看，公司营销改革已经取得了初步的成功。随着公司营销改革的逐步推进以及舒血宁的内生性增长，预计未来公司舒血宁将保持高速增长。

➤ 芪蛭通络胶囊市场前景看好

芪蛭通络胶囊是全国独家品种，公司通过收购开元制药获得该产品，其成分为黄芪、水蛭、人参、麦冬等26味药组成。芪蛭通络胶囊具有益气、活血、通络之效，临床将其用于脑梗塞、脑出血后遗症、中风恢复期后遗症、高血压心脑血管保护以及多种动脉硬化等的治疗。由于开元制药规模较小，销售能力弱，该产品一直没有放量。振东制药收购该产品后将其做为重点产品打造，为配合今后的学术推广工作，由王永炎院士主持重新进行临床实验，明年有望完成临床实验。

芪蛭通络胶囊的主要竞争对手是步长脑心通和以岭通络，前者年销售规模为5亿元，后者年销售规模约8亿元。芪蛭通络胶囊具有市场规模大、独家生产等特点，在完成临床实验后，随着市场推广，有可能成为公司新的支柱产品。

➤ 医保目录的实行将推动注射用阿莫西林钠氟氯西林钠放量

阿莫西林钠氟氯西林钠用于各种敏感菌所致的感染，公司是国内批准生产的两家企业之一，振东泰盛的昆柏占据75%的市场份额，处于绝对领先地位。昆柏已进入17个省的省级医保目录，由于以上省份之中的大部分并没有执行新医保目录。预计今年年底将全面实行，昆柏有望成为振东收入和利润增长的最大驱动力，单产品有望突破一亿元。

五、 重磅在研品种黄芪总皂苷氯化钠注射液即将投产

公司在研项目较多，涵盖了产品药理研究、临床前研究、临床研究、注册审批、产业化研究等各个阶段，

形成了层次分明的在研项目梯队。已经取得重大突破的在研项目包括：岩舒注射液大品种技术升级、黄芪总皂苷氯化钠注射液III期临床、乌骨藤冻干粉针剂产品研发、注射用益心酮剂型改造。

其中黄芪总皂苷氯化钠注射液市场前景最为看好，该产品由公司与第二军医大联合开发。功能主治：益气养元、扶正祛邪、养心通脉、健脾利湿；主要用于中风、冠心病、心绞痛等心血管疾病。预期该品种将于明年完成III期临床。

黄芪有活血化瘀功效，在上世纪70-80年代就大量用于治疗心脑血管疾病。药理学研究证明，黄芪活血化瘀的主要成分为四环三萜类化合物，主要包括黄芪皂苷I、II、III、IV、V、VI、VII、VIII等。而公司的黄芪总皂苷注射液采用现代天然药物的提取纯化工艺制备四环三萜皂苷类化合物，并控制其含量，使其与黄芪注射液相比具有有效成分高、质量控制先进、产品质量更加稳定等优点，是黄芪注射液的升级换代品种。

治疗心脑血管疾病的中药注射剂品种仍处于快速成长期，大品种销售额在5-20亿元之间，其中血栓通、疏血通、丹红注射液等销售额都超过10亿元。黄芪注射液的市场销售过亿，黄芪总皂苷注射液是黄芪注射液的升级品种，如果获批上市，将有可能成长为过亿的品种。

六、 公司具有产业链整合优势

近年来，公司在着力培育现代中药研发生产环节核心竞争力的同时，逐步开始向产业链上下游延伸以完善产业链结构。

1. 在建的中药材种植基地已初具规模，“3.2万亩苦参GAP 种植及中药饮片加工”被列为国家农业综合开发重点项目。公司拥有的全国苦参种植资源圃是国内唯一的苦参野生资源宝库，“苦参种植及加工技术”被列入山西省科技攻关计划获得省级“科技成果奖”，已申请国家发明专利，该技术发明具有技术完善、高产稳产、药材品质好、可实现标准化操作等特点；
2. 下属医药商业公司通过国家药品经营质量管理规范认证，获得了药品配送经销权，形成了集“种、研、产、供、销”为一体的产业链布局，增强了竞争力，为公司未来的业务发展打下了坚实基础。

七、 募投项目分析

公司本次发行3600万股，募集资金主要用于以下项目：

表2：公司募投项目概况

序号	项目	总投资（万元）	实施主体	预计投产时间
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
2	小容量注射剂扩能改造项目	9666	振东制药	2012
3	泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程项目	8026	泰盛制药	2012
4	开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	8024	开元制药	2012
5	其它与主营业务相关的营运资金			

资料来源：公司招股书；万联证券

募投项目完成后，对公司的影响如下：

1. 公司形成了从种植到制剂加工、销售的完整产业链。公司的原材料供应将得到充分保证，也有利于公司从源头上控制产品质量。
2. 注射剂、粉针及胶囊产能均得到扩张，解决了公司高速增长将面临的产能不足问题。

八、 盈利预测与估值

➤ 盈利预测

我们预计公司岩舒注射液今明两年增速将加快，营销改革后二线品种舒血宁注射液、冠心宁注射液、注射用阿莫西林钠氟氯西林钠等也将有较大幅度的增长，芪蛭通络将恢复增长。下表是10-11年主要品种收入预测：

表3：公司主要产品收入预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E
岩舒注射液	收入	278.98	348.0301	372.8741	458	572.50
	增长率	52.76%	24.75%	7.14%	22.83%	25.00%
	毛利率	95.73%	95.58%	95.54%	95.00%	95.50%
诺氟沙星	收入	6.41343	7.903032	7.674583	10	13.00
	增长率	245.60%	23.23%	-2.89%	30.30%	30.00%
	毛利率	36.70%	-30.19%	-19.73%	-14.00%	5.00%
舒血宁注射液	收入	6.72426	27.85595	32.49228	58.18	74.47
	增长率	7.43%	19.01%	16.62%	79.07%	28.00%
	毛利率	75.35%	76.49%	81.20%	83.00%	83.00%
冠心宁注射液	收入	2.59977	9.23936	10.62761	10.28	12.85
	增长率	12.88%	23.03%	15.02%	-3.29%	25.00%
	毛利率	48.20%	50.57%	47.83%	45.00%	45.00%
注射用阿莫西林钠氟氯西林钠	收入	1.64518	12.97935	13.17848	20.83	28.12
	增长率	37.86%	688.92%	1.53%	90.00%	35.00%
	毛利率	41.45%	49.49%	56.23%	56.23%	56.23%
注射用头孢硫脒	收入	0.56945	2.221413	3.284868	4.34	10.20

	增长率	88.43%	290.06%	47.88%	30.00%	20.00%
	毛利率	21.07%	26.52%	32.32%	32.32%	32.32%
注射用核黄素磷酸钠	收入	0.22668	1.33241	3.387793	5.08	6.60
	增长率	100.00%	487.74%	154.26%	50.00%	30.00%
	毛利率	35.64%	35.54%	20.85%	20.85%	20.85%
芪蛭通络	收入	4.95	5.54	11.1	5.14	10.60
	增长率	0.00%	11.90%	100.32%	-53.70%	106.18%
	毛利率	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
其他	收入	13.1512	45.952	74.07317	91.86	137.79
	增长率	0.00%	184.00%	65.00%	24.00%	50.00%
	毛利率	10.00%	8.00%	17.00%	25.00%	26.00%
批发	收入	0	0	0	270	385.00
	增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	42.59%
	毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	2.00%
合计	收入	336.86	461.0536	528.6929	933.71	1251.13
	增长率	0.00%	36.87%	14.67%	76.61%	34.00%
	毛利率	87.68%	79.92%	77.86%	57.12%	54.95%

资料来源：公司数据；万联证券

根据以上主要产品营业收入的预测，我们预计2010年的每股收益为0.66元，2011年每股收益为0.98元。

➤ 估值

我们选取了11家与公司业务相近的公司近20个交易日的平均价格计算出的PE情况可以看出，10年的平均静态市盈率为43倍，11年的动态市盈率为33倍。

表4：中药上市公司估值情况

证券代码	证券简称	前 20 个交易日 股价平均	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
000423.SZ	东阿阿胶	51.19	0.68	0.93	1.23	75.45	55.32	41.55
000538.SZ	云南白药	61.87	1.13	1.30	1.72	54.76	47.53	36.02
000919.SZ	金陵药业	11.71	0.44	0.42	0.49	26.71	27.88	23.89
000999.SZ	华润三九	25.25	0.72	0.87	1.09	35.06	28.88	23.15
002390.SZ	信邦制药	44.87	0.72	0.70	0.90	62.32	64.43	50.07
600329.SH	中新药业	16.50	0.70	0.42	0.53	23.57	38.94	31.43
600351.SH	亚宝药业	10.94	0.41	0.29	0.38	26.68	37.52	28.91
600535.SH	天士力	41.07	0.65	0.81	1.02	63.19	50.59	40.42
600557.SH	康缘药业	18.64	0.50	0.49	0.64	37.28	37.77	29.05
600572.SH	康恩贝	21.38	0.31	0.51	0.67	68.98	41.89	32.00
600594.SH	益佰制药	21.34	0.52	0.50	0.66	41.19	43.10	32.19
	平均					46.83	43.07	33.51

资料来源：万得资讯；万联证券

按照10年42-46的静态市盈率和10年每股收益0.66元，我们认为公司定价应该在之间27.7元-30.6元。如果按照11年30-36倍动态市盈率，根据11年每股收益0.98元，公司定价应该在29.4元-35.28元。我们预计公司的合理定价在27.7-35.28元。

九、 风险提示

1. 中药注射剂安全性风险。由于中药注射剂纯度不高，含有的不明成分多，特别是含有多位中药的注射剂，质量控制更难，患者容易出现危险。近年来，中药注射剂的安全问题受到越来越多的关注。如果公司的中药注射剂出现不良事件，将有可能造成销售暂停风险，公司业绩将会大幅度下滑。
2. 产品销售主要在华东地区，其它地区业务拓展不顺利的风险。公司产品销售半数以上都集中在华东地区，公司未来能否实现高增长主要看其它地区业务拓展情况。公司地处山西，交通及信息交流情况相对其它沿海发达省份较为不便利，将有可能影响公司其它地区业务拓展。
3. 收入来源单一。岩舒是公司的主要收入和利润来源，该产品价格与销售量的变化会很大程度影响公司的业绩。公司二线产品舒血宁、阿莫西林钠氟氯西林钠等如果放量不如预期，公司将长期面临收入来源过于单一的风险。

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数30%以上
强烈推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间
推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间
中性	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

强于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上
中性	报告日后6 个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间
弱于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险提示：

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。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并需注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133