



实精
用深
特民
色族

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

医药生物

合理估值区间(元) 45-50

发行上市资料

发行价格(元)	38.80
发行市盈率(倍)	82.58
发行股数(万股)	3600
发行后总股本(万股)	14400
发行日期	2010/12/27
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	0

基础数据(发行前)	
每股净资产(元)	3.65
总股本/流通A股(万股)	10800/0
流通B股/H股(万股)	0/0
2010年6月30日	

相关研究

振东制药(300158.SZ)

中药注射剂再添新军

投资要点

● **产品丰富、富有特色。**公司主营中药抗肿瘤、心血管、抗感染药物三大系列，拥有三大生产基地、41条生产线、11大剂型、359个品种。其中，进入医保目录的品种180个，进入基本药物目录的品种66个，岩舒是公司的核心产品。振东集团是公司的控股股东。

● **岩舒仍有较大增长空间。**岩舒注射液为中药独家、医保乙类品种，占公司主营收入70%以上，2010年收入超过4亿元，主要竞争对手包括艾迪注射液、康艾注射液、参芪扶正注射液。随着抗肿瘤药物市场的快速增长、岩舒在二级以上医院覆盖率的增加，以及技术升级和临床用药的增加，该产品未来有望保持30%左右的增速。

● **二线品种前景看好。**二线品种中我们较看好的是舒血宁、阿莫西林钠氟氯西林钠以及芪蛭通络，这些品种都将成为公司的骨干品种，收入在5000万-1亿元不等。公司在07年收购了泰盛制药和开元制药后，组建了统一的销售平台，构建了“三级营销管理”模式，渠道控制力强，为公司潜力品种的成长提供了保证。

● **募投项目完善产业链，提升综合竞争实力。**募集资金投向3.2万亩苦参GAP种植基地、小容量注射剂扩能改造、泰盛制药新建冻干粉和无菌粉综合制剂工程、开元制药年产1.5亿袋颗粒剂工程。

● **合理价位45-50元。**预计公司2010、2011、2012年实现净利润0.86亿元、1.43亿元、1.90亿元，同比增长26%、67%、33%，每股收益0.60元、1.00元、1.32元。给予2011年45-50倍PE估值，合理估值45-50元。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	461.05	528.69	939	1267	1635
增长率(%)	46.24	14.67	77.65	34.88	29.10
净利润(百万)	59.39	68.02	85.96	143.40	190.43
增长率(%)	51.38	14.54	26	67	33
EPS(元)	0.67	0.65	0.60	1.00	1.32
毛利率(%)	79.92	77.86	57	57	57
净资产收益率(%)	22.27	18.95	19	24	24

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	0.76	0.65	62.19	0.00	0.00
2008A	1.03	0.85	46.30	3.56	2.69
2009A	1.18	0.98	44.13	3.79	2.48

来源：招股说明书、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
岩舒	37287	45863	59163	72771
增长率 (%)	7. 14%	23. 00%	29. 00%	23. 00%
毛利率 (%)	95. 54%	95. 00%	95. 00%	95. 00%
诺氟沙星	767	997	1356	1627
增长率 (%)	-2. 89%	30. 00%	36. 00%	20. 00%
毛利率 (%)	-19. 73%	-14. 00%	5. 00%	5. 00%
舒血宁	3249	5848	7486	8459
增长率 (%)	16. 62%	80. 00%	28. 00%	13. 00%
毛利率 (%)	81. 20%	83. 00%	83. 00%	83. 00%
冠心宁	1063	1031	1310	1571
增长率 (%)	15. 02%	-3. 00%	27. 00%	20. 00%
毛利率 (%)	47. 83%	45. 00%	45. 00%	45. 00%
阿莫西林钠氟氯西林钠	1318	2504	3506	4558
增长率 (%)	1. 53%	90. 00%	40. 00%	30. 00%
毛利率 (%)	56. 23%	56. 23%	56. 23%	56. 23%
注射用头孢硫脒	328	426	512	604
增长率 (%)	47. 88%	30. 00%	20. 00%	18. 00%
毛利率 (%)	32. 20%	32. 20%	32. 20%	32. 20%
注射用核黄素磷酸钠	339	509	661	793
增长率 (%)	154. 26%	50. 00%	30. 00%	20. 00%
毛利率 (%)	20. 85%	20. 85%	20. 85%	20. 85%
芪蛭通络	1110	555	1110	6105
增长率 (%)	100. 32%	-50. 00%	100. 00%	450. 00%
毛利率 (%)	81. 00%	81. 00%	81. 00%	81. 00%
其他工业	7408	9186	13779	17913
增长率 (%)	65. 00%	24. 00%	50. 00%	30. 00%
毛利率 (%)	17. 00%	25. 00%	25. 00%	25. 00%
工业收入合计	52869	66919	88882	114401
增长率 (%)	20. 90%	26. 58%	32. 82%	28. 71%
营业成本率	22. 14%	20. 58%	21. 59%	21. 95%
毛利率 (%)	77. 86%	79. 42%	78. 41%	78. 05%
医药批发	0	27000	37800	49140
增长率 (%)	0. 00%	0. 00%	40. 00%	30. 00%
毛利率 (%)	0. 00%	2. 00%	6. 00%	7. 00%
收入合计	52869	93919	126682	163541
增长率 (%)	14. 67%	77. 65%	34. 88%	29. 10%
营业成本率	22. 14%	42. 84%	43. 20%	43. 30%
毛利率 (%)	77. 86%	57. 16%	56. 80%	56. 70%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	329	1956	2267	2645
现金及等价物	82	1425	1548	1716
应收帐款	163	289	390	503
存货	56	193	263	340
其它流动资产	28	49	66	85
非流动资产	312	394	445	505
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产及其他	216	357	405	458
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	92	32	35	43
其它非流动资产	4	4	4	4
资产总计	639	2348	2711	3148
流动负债	278	405	551	713
短期借款	160	0	0	0
应付帐款	27	93	126	164
其它流动负债	91	312	425	549
非流动负债	0	101	175	259
长期借款	0	101	175	259
其它非流动负债	0	0	0	0
负债合计	278	506	726	972
少数股东权益	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	359	1842	1985	2176
负债和股东权益	637	2348	2711	3148

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	529	939	1267	1635
营业成本	117	402	547	708
营业税金及附加	7	9	13	16
销售费用	259	338	450	572
管理费用	50	70	95	123
财务费用	9	14	-13	-16
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	82	105	175	232
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	83	105	175	232
所得税	15	19	31	42
净利润	68	86	143	190
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	68	86	143	190
EBITDA	96	119	162	216
EPS (元)	0.63	0.60	1.00	1.32

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	14.7%	77.6%	34.9%	29.1%
营业利润	11.9%	27.3%	66.8%	32.8%
归属母公司净利	14.5%	26.4%	66.8%	32.8%
获利能力				
毛利率	77.9%	57.2%	56.8%	56.7%
净利率	12.9%	9.2%	11.3%	11.6%
ROE	18.9%	4.7%	7.2%	8.8%
ROIC	12.3%	5.0%	6.2%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	43.4%	21.6%	26.8%	30.9%
流动比率	1.2	4.8	4.1	3.7
速动比率	1.0	4.4	3.6	3.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.4	0.5	0.5
应收帐款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
应付帐款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.60	1.00	1.32
每股经营现金	0.29	0.85	0.77	1.05
每股净资产	3.32	12.79	13.79	15.11
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	62.6	50.5	37.0	27.8

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	31	122	111	151
净利润	68	86	143	190
资产减值准备	4	0	0	0
折旧和摊销	18	19	22	25
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	9	14	-13	-16
营运资本变动	-69	3	-42	-48
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-61	-101	-74	-85
资本支出	-60	-101	-74	-85
其它	-1	0	0	0
融资活动现金流	83	1324	86	101
权益性融资	25	1397	0	0
负债净变化	68	-59	74	85
财务费用	-9	-14	13	16
现金净增加额	53	1345	124	168
期初现金余额	26	80	1425	1548
期末现金余额	80	1425	1548	1716

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn