

日期: 2011 年 3 月 2 日
行业: 医药、生物制品



医药行业研究小组 赵冰
021-53519888-1902
Zhaobing1704@hotmail.com
证券从业证书编号: S0870109070947

基本数据 (10H1)

报告日股价 (元)	35.59
12mth A 股价格区间 (元)	33.20/42.00
总股本 (百万股)	144.00
无限售 A 股/总股本	25.00%
流通市值 (亿元)	12.81
每股净资产 (元)	3.65
PBR (X)	9.75
DPS (10H1, 元)	不分配

主要股东 (10H1)

山西振东实业集团有限公司	78.78%
金安祥	7.29%
韩庆志	4.91%

收入结构 (10H1)

岩舒注射液	62.0%
粉针剂	6.2%
小容量注射剂	9.9%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

报告编号: ZB11-CT03
报告日期: 2011 年 3 月 2 日

主营稳定增长 超募项目投向值得期待**■ 动态事项:**

公司公告,以超募资金购买位于北京市海淀区上地创业路18号的房地产的议案,此次购买的房地产将用公司科研基地的建设,该房地产成交价格为12,500万元。此为公司第三次使用超募资金。

■ 事项点评:**公司主营业务稳定,毛利率高**

公司的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,是公司业务收入和利润的主要来源,占主营收入的60%以上,其毛利率为95%左右,维持在较高水平。岩舒在二级以上医院覆盖率较高,公司现正进行该产品增加用量的临床试验,若通过,其销售额有望翻番。与此同时,公司积极投入上游苦参种植,以稳定产品原材料价格,降低成本。预计未来几年岩舒注射液将保持25%以上的增长速度。公司的其他潜力品种,例如,舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠等产品的增长速度也较快,有望成为公司新的利润增长点。

公司近期公布了2010年度业绩快报,2010年营业总收入、营业利润、利润总额、净利润同比增长分别为77.03%、27.31%、31.98%、39.17%;其每股收益摊薄后预计为0.65元,同比增长34.01%。公司业绩快速增长的主要原因是公司优化产品结构、开拓市场渠道,使公司经营业绩持续增长。

公司超募资金多,未来投向值得期待

公司向社会公众发行人民币普通股3,600万股,发行价格为每股38.80元。募集资金总额为人民币13.97亿元,扣除各项发行费0.92亿元,实际募集资金净额为人民币13.05亿元。募集资金3.06亿元,超募资金为9.99亿元。公司已使用超募资金三次,如表1所示。

表1 募集项目

序号	项目名称	投入超募资金 (万元)
1	偿还银行贷款	19,500
2	年产100亿片剂车间建设项目	9,988
3	购买地产建科研基地项目	12,500
4	剩余超募资金	57,957
	合计	99,945

数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

其中第一次为偿还银行贷款，有助于提高募集资金使用效率，降低公司财务费用；第二次为投入建设年产100亿片片剂车间建设项目，整合公司制剂生产结构，增加固体制剂生产能力，同时降低产品的生产成本。公司仍然有57,957万元超募资金，未来投向值得期待。

构建科研基地，同时获得地产升值利润

本次公司将运用超募资金12,500万元购买位于北京市海淀区上地创业路18号的房地产建立科研基地。公司此次运用超募资金主要有以下几点考虑：1) 北京市海淀区上地云集了诸多国内和国际知名大企业。园区内商圈成熟，配套完善，紧邻高校区，人才输送便利；2) 成交价格在均价在1.8万元以下，且由于北京房地产政策的调控，大量资金从住宅市场转入商业地产市场，使现有土地资源升值。

目前公司研发机构分布于振东制药（长治县）、泰盛制药（大同市）、北京研究院（北京市），北京研究院为租赁场地，场地小且花费较高。且长治、大同等的研发机构不利于科研人才的引进。我们认为，公司现有的募集资金项目若建成已经可以保证公司接下来几年生产能力并保持总体经营的快速发展。此次通过购买房产，在北京建立研发基地，公司可以吸引更多的优秀人才，进一步整合内部的研发资源，提升公司的形象和知名度。与此同时，公司可以减少租赁成本并享受地产升值所带来的利润，对于公司的长远的发展十分有利。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

预计公司10、11年实现每股收益为0.65元和0.98元，以3月1日收盘价35.59元计算，动态市盈率分别为54.75倍和36.31倍。同行业可比上市公司10年、11年平均动态市盈率为49.95倍、35.05倍。公司目前的估值水平接近于行业平均水平。考虑到公司主营产品岩舒注射液今后几年仍将保持快速增长态势，公司多个潜力产品有望成为重磅炸弹，我们给予公司“跑赢大市”的评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(亿元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	528.7	936.0	1,041.8	1,365.4
年增长率(%)	14.7%	77.0%	11.3%	31.1%
归属于母公司的净利润	68.0	93.3	140.9	223.7
年增长率(%)	14.5%	37.1%	51.1%	58.7%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.98	1.55
PER(X)	75.72	54.75	36.31	22.96

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	461.1	528.7	936.0	1,041.8	1,365.4
二、营业总成本	387.6	446.4	822.7	870.5	1,093.0
营业成本	92.6	117.0	361.7	374.0	464.4
营业税金及附加	6.3	6.8	12.1	13.3	17.3
销售费用	229.5	258.9	325.5	351.8	447.4
管理费用	41.2	50.0	110.4	117.7	147.5
财务费用	12.4	9.3	13.1	13.5	16.4
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	73.5	82.3	113.3	171.4	272.4
加: 营业外收入	2.5	4.2	4.2	4.2	4.2
减: 营业外支出	3.2	3.8	3.8	3.8	3.8
五、利润总额	72.9	82.8	113.7	171.9	272.8
减: 所得税	13.5	14.7	20.5	30.9	49.1
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	59.4	68.0	93.3	140.9	223.7
减: 少数股东损益	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
归属于母公司所有者的净利润	59.4	68.0	93.3	140.9	223.7
七、摊薄每股收益(元)	0.41	0.47	0.65	0.98	1.55

数据来源: Wind, 上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
岩舒注射液	产量(万支)	1,652.0	1,631.0	1,900.0	2,000.0
	产能(万支)	2,000.0	2,000.0	2,000.0	2,350.0
	产能利用率	83%	82%	95%	100%
	销量(万支)	1,425.0	1,542.0	1,900.0	2,000.0
	产销率	90%	95%	100%	100%
	平均价格(元/支)	24.4	24.2	25.1	26.4
粉针剂	收入(百万元)	348.0	372.9	477.3	527.5
	产量(万支)	1,403.0	1,391.0	1,616.0	2,430.0
	产能(万支)	1,800.0	1,800.0	1,800.0	6,300.0
	产能利用率	78%	77%	90%	90%
	销量(万支)	1,449.0	1,295.0	1,616.0	2,065.5
	产销率	103%	93%	100%	85%
小容量注射剂	平均价格(元/支)	1.1	1.5	3.0	3.3
	收入(百万元)	16.5	19.9	48.8	68.6
	产量(万支)	2,418.0	2,175.0	2,880.0	2,940.0
	产能(万支)	2,880.0	2,880.0	3,000.0	5,000.0

产能利用率	84%	76%	100%	98%	96%
销量(万支)	2,343.0	2,025.0	2,880.0	2,940.0	4,560.0
产销率	97%	93%	100%	100%	95%
平均价格(元/支)	1.6	2.1	2.7	2.9	3.0
收入(百万元)	37.1	43.1	78.5	84.1	136.9
诺氟沙星(百万元)	7.9	7.7	10.0	8.0	6.4
其他产品(百万元)	51.5	85.2	321.5	353.7	425.0
合计(百万元)	461.1	528.7	936.0	1,041.8	1,365.4
毛利率测算	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
岩舒注射液	95.6%	95.5%	96.0%	96.0%	96.0%
粉针剂	47.6%	56.2%	71.6%	72.0%	70.0%
小容量注射剂	70.0%	73.0%	72.5%	73.0%	70.0%
诺氟沙星	-30.2%	-19.7%	-25.4%	-30.0%	-30.0%
其他产品	8.5%	16.8%	8.4%	15.0%	20.0%
营业成本	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
岩舒注射液	15.4	16.6	19.2	21.1	25.3
粉针剂	8.7	8.7	13.9	19.2	49.7
小容量注射剂	11.1	11.7	21.6	22.7	41.1
诺氟沙星	10.3	9.2	12.5	10.4	8.3
其他产品	47.1	70.8	294.5	300.6	340.0
合计	92.6	117.0	361.7	374.0	464.4
分业务增速	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
岩舒注射液	24.8%	7.1%	28.0%	10.5%	19.7%
粉针剂	577.2%	20.1%	145.7%	40.6%	141.6%
小容量注射剂	297.8%	16.2%	81.9%	7.2%	62.9%
诺氟沙星	23.2%	-2.9%	30.3%	-20.0%	-20.0%
其他产品	184.5%	65.4%	277.5%	10.0%	20.2%
合计	46.2%	14.7%	77.0%	11.3%	31.1%

数据来源: Wind, 上海证券研究所

附表3 公司历年财务指标

指标名称	2007年	2008年	2009年	2010年1H
销售毛利率(%)	86.83	79.92	77.87	72.97
EBIT/主营业务收入(%)	20.12	18.13	17.30	14.85
销售净利率(%)	12.42	12.88	12.87	10.41
净资产收益率(全面摊薄)(%)	22.24	26.80	21.74	9.30
流动比率	0.76	1.03	1.18	1.28
速动比率	0.65	0.85	0.98	0.93
资产负债率(%)	62.20	46.30	44.14	44.31
存货周转率	1.35	2.69	2.48	1.05
应收账款周转率	2.50	3.56	3.79	2.12
总资产周转率	0.68	0.96	0.93	0.47
净利润同比增长率(%)	0.00	51.39	14.55	0.00
每股收益(全面摊薄)	1.00	0.59	0.63	0.32
每股经营性现金流量	3.28	0.31	0.39	-0.34

每股未分配利润	2.25	0.27	0.82	1.14
每股资本公积金	0.84	1.36	1.41	1.41

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。