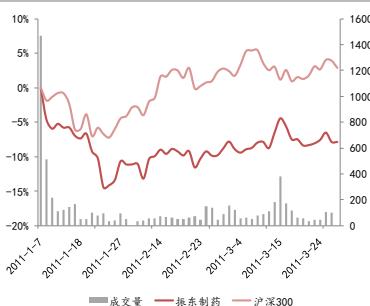


投资评级

中性

上市以来股价走势



公司基本情况

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本 (万股)  | 14,400 |
| 流通股本 (万股) | 2,880  |
| 每股净资产 (元) | 12.20  |
| 资产负债率 (%) | 17.93  |

研发部

邵明慧  
SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系人: 医药研究小组  
联系电话: 010-68858138  
Email: songkai@cnpsec.com

## 主打产品增速稳定，二线产品表现抢眼

——振东制药 (300158) 年报点评

事件：

公司公布了2010年年报，2010年实现营业收入9.30亿元，同比增长了75.97%；营业利润为1.05亿元，同比增长了28.05%；利润总额为1.10亿元，同比增长了32.48%；归属于母公司净利润为9209万元，同比增长了35.38%。基本每股收益为0.85元。利润分配方案为每10股派现3元（含税）

点评：

- **合并报表范围扩大，产品结构变化，收入规模大幅增长，整体毛利率下滑。**报告期内公司营业收入为9.30亿元，同比增幅达到了75.97%。公司营业收入大幅增长的主要原因为2010年公司新增了子公司，合并报表范围扩大，公司营业收入出现大幅增长。报告期内公司医药批发行业收入为2.60亿元，同比增长了6.6倍，收入占比达到了27.96%，同比上升了21.5个百分点。医药批发业务收入占比的大幅增长导致公司整体毛利率出现下降，2010年公司整体毛利率为58.33%，同比减少了19.54个百分点。

- **主打产品增长稳定，略低于预期，未来增速有上升预期。**公司主打产品为岩舒注射液，报告期内该产品实现营业收入4.56亿元，同比增长了22.16%；毛利率为95.41%，同比减少了0.12个百分点。根据公司产品之前的平均出厂价格估算，2010年岩舒注射液的销量大约在1750万支左右，同比增速约为13.5%，低于我们之前的预期。报告期内公司产能约为2000万支，实际生产能力在1600万支左右，产能瓶颈对公司造成较大制约，我们认为2011年随着技改项目的实施，公司产能瓶颈将得到一定缓解，岩舒注射液增速将有提升。

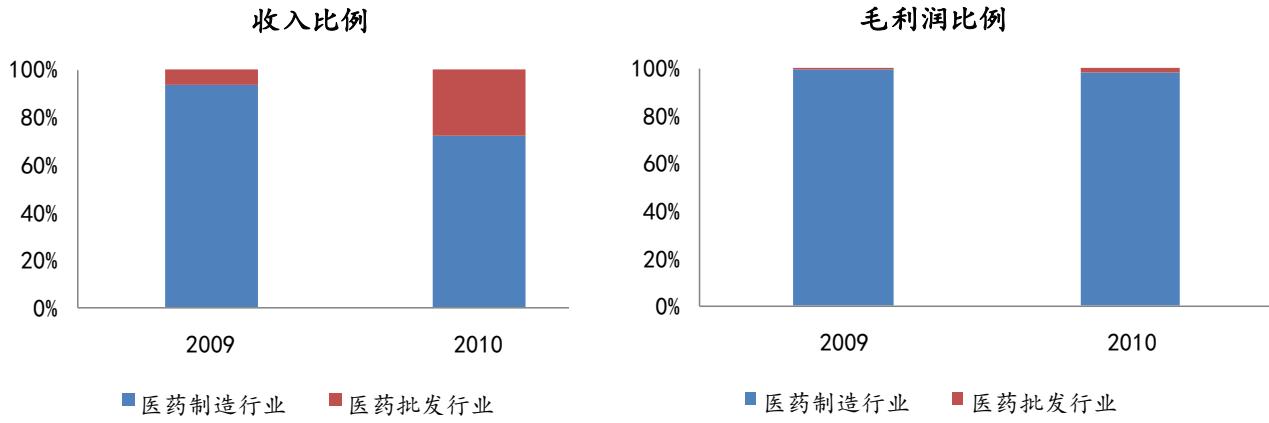
- **二线产品高速增长。**报告期内公司的舒血宁注射液和注射用阿莫西林钠氟氯西林钠均实现了大幅增长，其中舒血宁注射液实现营业收入5935万元，同比增长了82.64%，毛利率为82.40%，同比上升了1.2个百分点，成为公司仅次于岩舒注射液的第二大产品。注射用阿莫西林钠氟氯西林钠实现营业收入2899万元，同比增长了120.01%，毛利率为67.69%，同比上升了11.46个百分点。公司舒血宁注射液是银杏提取液，主治心脑血管疾病，是国家二级保护品种。该产品所在市场规模较大，我们看好其未来的增长。

- **超募资金新建片剂生产线，整合原有固体制剂产品资源。**公司目前的三个药物生产基地——长治振东、大同泰盛和屯留开元均拥有各自的固体制剂产品，各个固体制剂生产车间都拥有片剂、胶囊剂、颗粒剂等产品。公

司使用超募资金新建年产100亿片片剂生产车间将对现有固体制剂产品资源加以整合，解决目前规模小、成本高的问题。公司100亿片片剂产能90%将用于普药的生产，其余将安排为 $\beta$ -内酰氨类和激素类片剂的生产。销售上将在积极扩张国内市场的基础上，抢占外国市场。新项目将扩大公司收入与利润规模，短期对公司业绩影响不大。按公司预计，新项目达产后将实现营业收入4.17亿元，实现利润4005万元。项目建设期预计为1年，第二年达产率为50%，第三年达产率为75%，第四年100%达产。我们预计该项目于2012年建成投产，短期对公司业绩影响不大。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2011-2012年每股收益为0.88元和1.20元，对应前一交易日股价35.96元的动态市盈率为40倍和30倍。公司主要产品产能瓶颈将得到缓解，二线产品增速高，但目前公司估值偏高，反映了市场对公司增长的预期，我们维持对公司“中性”的投资评级。
- **风险提示。**药品价格下调风险；新产品研发风险；产品营销风险。

图表 1：公司收入和毛利润构成变化



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2: 振东制药盈利预测 (单位: 万元)

|                      | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E   | 2012E   |
|----------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>          | 46,105 | 52,869 | 93,033 | 114,130 | 139,942 |
| 增长率                  | 46.25% | 14.67% | 75.97% | 22.68%  | 22.62%  |
| 减: 营业成本              | 9,257  | 11,703 | 38,770 | 46,902  | 59,242  |
| 毛利率                  | 79.92% | 77.87% | 58.33% | 58.90%  | 57.67%  |
| 营业税金及附加              | 635    | 681    | 904    | 1,109   | 1,359   |
| 销售费用                 | 22,950 | 25,890 | 32,300 | 38,348  | 43,802  |
| 管理费用                 | 4,117  | 4,996  | 8,977  | 11,036  | 13,672  |
| 财务费用                 | 1,242  | 934    | 1,127  | 1,141   | 840     |
| 期间费用                 | 28,309 | 31,820 | 42,404 | 50,525  | 58,314  |
| 期间费用率                | 61.40% | 60.19% | 45.58% | 44.27%  | 41.67%  |
| 资产减值损失               | 558    | 435    | 464    | 529     | 439     |
| 投资收益                 | 8      | 3      | 1      | 0       | 0       |
| <b>营业利润</b>          | 7,355  | 8,233  | 10,493 | 15,065  | 20,588  |
| 增长率                  | 30.47% | 11.94% | 27.45% | 43.58%  | 36.66%  |
| 加: 营业外收入             | 249    | 422    | 815    | 0       | 0       |
| 减: 营业外支出             | 317    | 375    | 339    | 0       | 0       |
| 其中: 非流动资产处置损失        | 8      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| <b>利润总额</b>          | 7,287  | 8,279  | 10,969 | 15,065  | 20,588  |
| 增长率                  | 27.79% | 13.62% | 32.48% | 37.35%  | 36.66%  |
| 减: 所得税费用             | 1,348  | 1,475  | 1,740  | 2,410   | 3,269   |
| 所得税率                 | 18.50% | 17.81% | 15.86% | 16.00%  | 15.88%  |
| <b>净利润</b>           | 5,939  | 6,805  | 9,229  | 12,655  | 17,319  |
| 增长率                  | 51.62% | 14.58% | 35.63% | 37.12%  | 36.86%  |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | 5,939  | 6,802  | 9,209  | 12,655  | 17,319  |
| 少数股东损益               | 0      | 2      | 20     | 0       | 0       |
| <b>基本每股收益</b>        | 0.67   | 0.65   | 0.85   | 0.88    | 1.20    |

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；  
中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；  
中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

## 分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务。2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009年10月21日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。