

投资评级
谨慎推荐（上调）
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)	12.36
资产负债率 (%)	12.74

研发部

邵明慧¹
 SAC 执业证书编号: S1340510120001
 联系电话: 010-68858138
 Email: songkai@cnpsec.com

扩张之路再迈一步，产品又添新亮点

——振东制药 (300158) 研究报告
事件：

公司董事会通过议案，将使用 1.12 亿元超募资金收购山西安特生物制药股份有限公司（安特制药）100%的股权。

点评：

- **产品线扩张，西药实力增强。** 安特制药拥有 68 个产品批文，其中独家品种 3 个，中药独家保护品种 1 个。安特制药最主要产品为胶体果胶铋胶囊、瑞健（马来酸曲美布汀胶囊）和红花注射液，其中胶体果胶铋胶囊和瑞健均为消化系统用药，红花注射液为心脑血管药物。公司收购安特制药后产品线将更加丰富，岩舒注射液一枝独秀的局面将逐渐发生变化，公司在西药领域将更具竞争力。

- **借力安特制药营销网络，流通领域继续扩张。** 安特制药拥有覆盖全国 30 个省、市、自治区的市场自营销售网络资源，其销售团队在消化道专业领域的推广能力较强，为下一步产品市场拓展提供了良好的平台。安特制药目前的营销模式主要包括临床销售、商务销售和托管药房三种模式，其中公司主要产品通过临床销售渠道，如 100mg 果胶铋和瑞健，这是安特制药主要的销售模式，年销售额将近 1 亿元。安特制药下属山西安远医药有限公司，主要从事医药流通业务，公司收购安特制药后医药流通领域收入规模将进一步扩大。

- **产品亮点闪烁，看好消化系统用药。** 安特制药的主要产品果胶铋、瑞健和红花注射液的销售规模分别约为 6900 万元、4130 万元和 2900 万元左右，其中果胶铋和瑞健在各自领域均占据比较大的市场份额。公司胶体果胶铋胶囊的市场份额约为 23%，瑞健的市场份额约为 20% 左右。这两种药物均为消化系统用药，果胶铋主要用于慢性胃炎的治疗，瑞健的主要用途为胃肠道运动功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐等一系列症状的改善以及肠道易激惹综合征。消化系统用药是目前我国药品市场的主要用药领域之一，是仅次于抗感染用药、抗肿瘤用药和心血管系统用药的第四大药物种类，占国内药品市场份额约为 13% 左右，我们认为公司产品具有良好的市场前景。

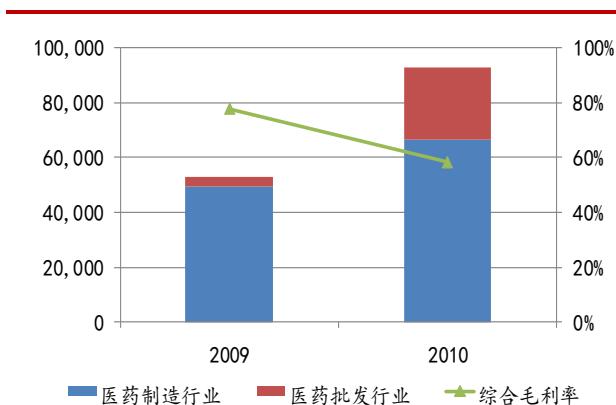
- **二线产品得到丰富，产品梯队更加合理。** 目前公司的产品结构中，岩舒注射液是公司的主导品种，2010 年该药实现营业收入 4.56 亿元，同比增

¹ 报告贡献人：宋凯

长 22.16%，占公司工业收入比重为 68.34%，占公司营业总收入的 48.96%，是公司主要的收入和利润来源。公司二线产品主要包括舒血宁注射液、冠心宁注射液和注射用阿莫西林钠氟氯西林钠，2010 年其收入规模分别为 5935 万元、1148 万元和 2899 万元，其中舒血宁和注射用阿莫西林钠氟氯西林钠的增速分别达到了 82.64% 和 120.01%。公司收购安特制药，二线产品实力将大大增强，果胶铋将成为公司仅次于岩舒注射液的第二大产品，未来具有销售额过亿的潜力，公司对岩舒注射液的依赖度将降低，单个产品收入占比大的风险将得到缓解，公司产品梯队将更为合理。

- **整合后安特制药盈利能力或有大幅提升。**2010 年安特制药实现营业收入为 1.73 亿元，净利润 492 万元，净利润率仅为 2.85%。根据公司预测，2011-2013 年安特制药将实现营业收入 1.80 亿元、2.30 亿元和 2.80 亿元，净利润将分别达到 1600 万元、2000 万元和 2500 万元，年均复合增长率为 25%，净利润率水平达到 8.8% 左右，盈利水平或有显著提升。
- **岩舒注射液产能扩张保障公司未来成长。**根据公司 IPO 募投项目计划，未来岩舒注射液产能将由 2000 万支提升到 3400 万支，并且随着工艺的改进，该产品的产能利用率将有明显的提升。该药物是目前市场上主流肿瘤治疗药物之一，我们认为未来该产品的产能扩张和销量的增长将是公司业绩增长的可靠保障。
- **收入结构调整，流通领域增长显著。**公司 2011 年一季度实现营业收入 2.73 亿元，同比增长了 110.36%，母公司净利润为 2300 万元，同比增长了 117.32%。公司业绩同比大幅增长的原因为合并报表范围发生变化，2010 年 4 月公司新成立了山西振东道地党参开发有限公司、山西振东道地连翘开发有限公司和山西振东医药物流有限公司三家子公司。同时公司医药流通领域收入大幅增长，2010 年公司医药流通业务收入达到 2.60 亿元，同比增长了 6.6 倍，导致公司收入结构发生变化。
- **扩张之路或将继续进行。**公司上市时募集资金净额约为 13.05 亿元，超募资金约为 9.99 亿元，目前已使用了约 7.73 亿元的超募资金，剔除此次计划使用的 1.12 亿元，公司超募资金余额约为 1.14 亿元，我们预计未来公司可能使用这部分超募资金继续进行收购，收购目标仍然为与公司主业相关的医药资产。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.90 元、1.16 元和 1.34 元，对应昨日收盘价 30.98 元的动态市盈率为 35 倍、27 倍和 23 倍。如果考虑安特制药的业绩贡献，公司 2011-2013 年每股收益为 1.00 元、1.29 元和 1.51 元，动态市盈率为 31 倍、24 倍和 20 倍。我们认为公司股价经过前一段的调整，目前已比较合理，2011 年公司业绩具有高增长预期，同时我们预计未来公司的扩张还会继续进行，我们上调公司投资评级为“谨慎推荐”。
- **风险提示。**药品降价风险；收购资产的业绩低于预期的风险。

图表 1：公司收入结构和整体毛利率变化（万元）



图表 2：公司单季度业绩情况（万元）



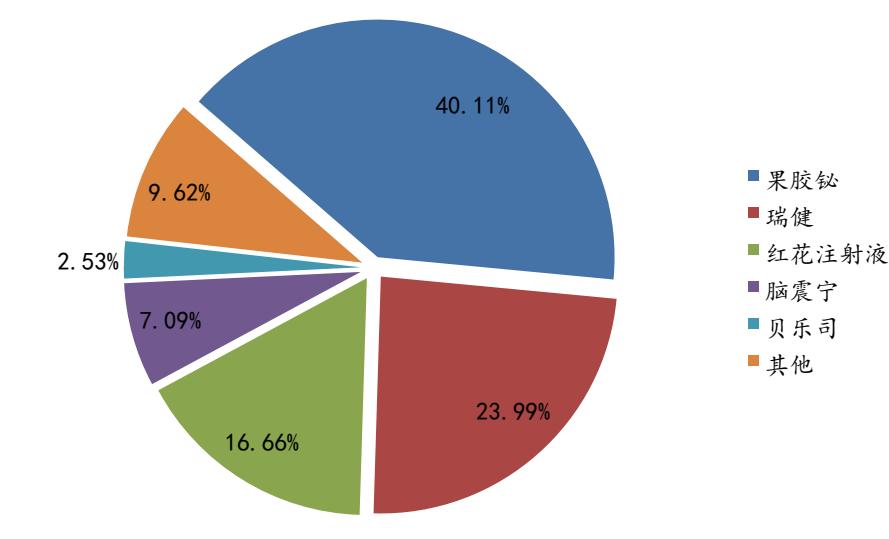
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：安特制药产能情况

剂型	生产能力	实际产量（2010 年）	产能利用率
片剂	10000 万片/年	1817.52 万片	18.20%
胶囊剂	40000 万粒/年	37839.37 万粒	94.60%
颗粒剂	1000 万袋/年	566.628 万袋	56.70%
小容量注射剂	2000 万支/年	3305.3 万支	165.30%
凝胶剂	200 万支/年	30.8 万支	15.40%
擦剂	200 万瓶/年	10.828 万瓶	5.40%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：2010 年安特制药主要产品收入占比



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5: 振东制药分产品预测

产品	项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
岩舒注射液	销售额/万元	37,287	45,551	59,500	73,500	84,000
	增长率	7.14%	22.16%	30.62%	23.53%	14.29%
舒血宁注射液	销售额/万元	3,249	5,935	8,546	11,964	16,151
	增长率	16.64%	82.64%	44.00%	40.00%	35.00%
注射用阿莫西林钠 氟氯西林钠	销售额/万元	1,318	2,899	4,349	6,089	8,524
	增长率	1.53%	120.01%	50.00%	40.00%	40.00%
冠心宁注射液	销售额/万元	1,063	1,148	1,262	1,389	1,528
	增长率	15.02%	7.99%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	销售额/万元	8,517	35,071	47,346	61,549	78,783
	增长率	65.41%	311.76%	35.00%	30.00%	28.00%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 6: 振东制药盈利预测表 (万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	52,869	93,033	124,297	158,778	194,031
	增长率	14.67%	75.97%	33.61%	27.74%
减：营业成本	11,703	38,770	63,733	81,786	101,471
	毛利率	77.87%	58.33%	48.72%	48.49%
营业税金及附加	681	904	1,207	1,542	1,885
	销售费用	25,890	32,300	33,573	42,664
管理费用	4,996	8,977	12,181	15,513	19,073
	财务费用	934	1,127	-2,063	-2,540
期间费用率	60.19%	45.58%	35.15%	35.04%	34.98%
	资产减值损失	435	464	455	398
营业利润	8,233	10,493	15,211	19,416	22,473
	增长率	11.94%	27.45%	44.97%	27.64%
加：营业外收入	422	815	0	0	0
	减：营业外支出	375	339	0	0
利润总额	8,279	10,969	15,211	19,416	22,473
	增长率	13.62%	32.48%	38.68%	27.64%
减：所得税费用	1,475	1,740	2,282	2,782	3,171
	所得税税率	17.81%	15.86%	15.00%	14.33%
净利润	6,805	9,229	12,929	16,633	19,302
	增长率	14.58%	35.63%	40.09%	28.65%
归属于母公司所有者的净利润	6,802	9,209	12,929	16,633	19,302
	少数股东损益	2	20	0	0
基本每股收益(元)	0.65	0.64	0.90	1.16	1.34

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申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。