

公司研究 / 公司调研

2013年01月09日

医药生物 / 医药商业 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 13.18

合理价格区间(元):

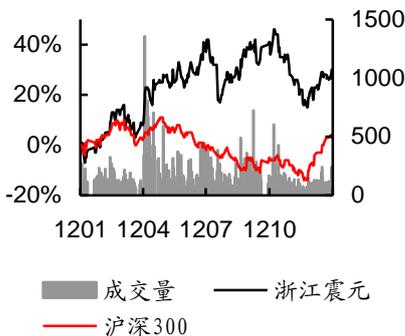
彭海柱 执业证书编号:S0570510120025
研究员 025-83290883
penghaizhu@mail.htsc.com.cn

赵媛 执业证书编号:S0570512070067
研究员 021-68498596
zhaoyuan@mail.htsc.com.cn

相关研究

1《浙江震元(000705):上升通道完好 后市仍有空间》2009.11

股价走势图



聚焦专科推陈出新, 三位一体内外并重

浙江震元(000705)

投资要点:

工商两翼各具特色, 激励改善增添动力。公司工业结构由以抗生素类原料药为主, 快速向制剂新药优化转型, 随着 2013 年新产品投放市场, 制剂业务占比有望提高至 40%~50%, 工业毛利率将在目前 25% 的水平上提高 3~5 个百分点。作为绍兴最大的医药流通企业, 市场份额稳固, 现金激励方案更为长期发展增添了新动力。

聚焦专科战略清晰, 重磅新品放量可期。产品聚焦大病种专科用药, 公司氯诺昔康为国内首仿, 2012 年满负荷生产销售 600 万瓶左右, 销售增速达 50%, 2013 年下半年 800 万瓶项目达产, 产能瓶颈将完全解除。在学术推广基础上, 通过加强终端营销激励, 未来两年将完成 2000 家医院的覆盖目标, 预计 2013 年收入达到 4000~5000 万元。作为治疗急性酒精中毒的唯一专科药物, 美他多辛注射剂享有自主定价的优势, 销售额潜力保守估计在 3 亿元以上。公司生产线近日已通过 FDA 现场核查, 预计 2013 年初拿到生产批文, 未来两年有望做到过亿的大品种。腺苷蛋氨酸将于 2013 年年中进入 FDA 现场核查阶段, 并有望于年内拿到生产批文, 成为国内第二家获批企业。

外延内生并重, “三位一体”焕发新机。公司推动利润率较高的中药饮片业务和震元堂中医门诊, 走“名店、名医、名药”三位一体的发展之路。2012 年震元堂中药饮片销售额预计在 2000 万元左右, 增长超过 50%。未来三年, 公司将在浙江再开设 30 家直营门店和专柜, 使连锁门店、专柜达到 100 家以上。预计中药饮片 2012 年跨过亿元大关, 2013 年在产能扩张和药诊模式深化推动下, 增速有望保持在 25% 左右。

复合增速接近 50%, 给予增持评级。 预计 12~14 年净利润 5000 万/7500 万/1.05 亿元, 对应 EPS 0.30/0.45/0.63 元 (摊薄后), 同比增长 59.2%、48.8%、40.7%。目前 PE 分别为 43.9 倍、29.3 倍、20.9 倍, PE 略高于同类公司, 但 PEG 仅为 0.9, 明显低于行业平均, 表示在现有成长性下存在一定低估。对于产能和营销双轮驱动的高速增长, “震元堂”三位一体模式协同发展, 应给予一定溢价, 2013 年 PE 合理区间为 33~35 倍, 价格区间 14.8~15.7 元, 独家新品放量值得期待, 给予增持评级。

风险提示: 新产品审批及推广不达预期

公司基本资料

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(百万) | 167.06 |
| 流通 A 股(百万) | 99.23 |
| 52 周内股价区间(元) | 9.48-14.96 |
| 总市值(百万) | 2,201.87 |
| 总资产(百万) | 1,187.94 |
| 每股净资产(元) | 4.52 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 1719 | 1940 | 2175 | 2475 |
| +/-% | 14% | 13% | 12% | 14% |
| 净利润(百万) | 32 | 50 | 75 | 105 |
| +/-% | 50% | 59% | 49% | 41% |
| EPS | 0.19 | 0.30 | 0.45 | 0.63 |
| PE | 69.82 | 43.85 | 29.46 | 20.94 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

| | |
|---|----|
| 公司纵览：工商两翼各具特色，激励改善增添动力..... | 4 |
| 地方商业龙头，盈利能力持续提升 | 4 |
| 激励改善增添动力..... | 5 |
| 推陈出“新”，“独”辟蹊径..... | 6 |
| 聚焦专科战略清晰..... | 6 |
| 产能营销双轮驱动，预计 2013 年氯诺昔康销售 4000~5000 万元 | 7 |
| 重磅新品出击，未来放量可期 | 9 |
| 独家品种面世，未来两年有望过亿..... | 9 |
| 腺苷蛋氨酸市场广阔，还看营销推广 | 11 |
| 工业结构持续优化，毛利率进入上升通道 | 11 |
| 外延内生并重，“三位一体”焕发新机..... | 12 |
| 挖掘中医底蕴，资源优势无可复制 | 12 |
| 整合“浙八味”市场，产业链延伸推进..... | 13 |
| 盈利预测及估值..... | 14 |
| 盈利预测 | 14 |
| 估值与投资评级..... | 15 |
| 风险提示..... | 15 |

图表目录

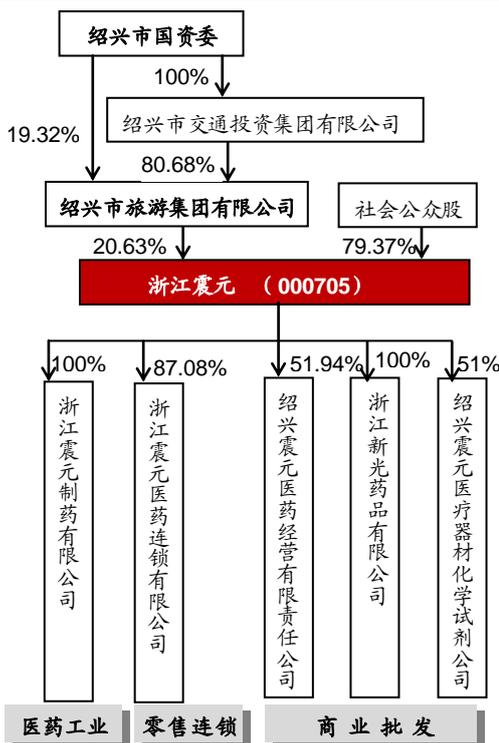
| | | |
|-------|-----------------------------------|----|
| 图 1: | 公司最新股权结构 | 4 |
| 图 2: | 2008~2012Q3 营业收入规模及增速 | 4 |
| 图 3: | 2008~2012Q3 营业利润规模及增速 | 4 |
| 图 4: | 2012Q1-Q3 营业收入结构 | 5 |
| 图 5: | 2012Q1-Q3 毛利结构 | 5 |
| 图 6: | 中国关节骨病患者数量增长预测 | 7 |
| 图 7: | 全国类风湿关节炎药物市场规模及增速 | 7 |
| 图 8: | 非甾体抗炎镇痛药物样本医院规模及增速 | 8 |
| 图 9: | 样本医院氯诺昔康市场格局 | 8 |
| 图 10: | 癌症三阶梯止痛原则 | 9 |
| 图 11: | 美他多辛: 不同剂型的适应症侧重点 | 10 |
| 图 12: | 近年来白酒消费量快速增长 | 10 |
| 图 13: | 酒精性肝病患病率显著提升 | 10 |
| 图 14: | 样本医院腺苷蛋氨酸销售增速 | 11 |
| 图 15: | 工业毛利率随制剂业务占比提高进入上升通道 | 11 |
| 图 16: | 2008~2012 商业批发及零售收入规模及增速 | 12 |
| 图 17: | 商业批发及零售利润比重 | 12 |
| 表格 1: | 主要控股子公司经营情况及业绩 (单位: 万元) | 5 |
| 表格 2: | 业绩激励基金实施方案 | 5 |
| 表格 3: | 工业产品线规模 | 6 |
| 表格 4: | 氯诺昔康各省最新中标价格比较 (冻干粉针剂: 8mg) | 9 |
| 表格 5: | 震元旗下零售药店经营情况 | 12 |
| 表格 6: | 分业务收入及盈利预测 (单位: 百万元) | 14 |
| 表格 7: | 可比公司估值 | 15 |

公司纵览：工商两翼各具特色，激励改善增添动力

地方商业龙头，盈利能力持续提升

公司是工商业协同的综合性医药企业，拥有全国最大的罗红霉素及制霉素原料药生产基地。绍兴市国资委直接和间接合计持有本公司 20.63% 的股份，是本公司的实际控制人。作为绍兴最大的医药流通企业，市场份额稳固。公司获地方政策扶植，具有相对垄断性和扩张优势。2012 年 11 月公司非公开发行 4,173 万股，募集资金 5.3 亿元，主要用于：震元制药二期升级改造项目（制剂产品），直营门店及营销网络建设，以及现代医药物流配送中心项目。其中旅游集团现金认购 460 万股，占发行总数的 11.03%，彰显了对公司长期发展的信心。

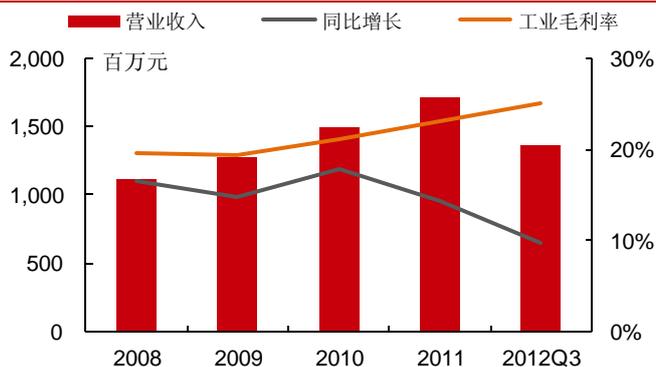
图 1： 公司最新股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

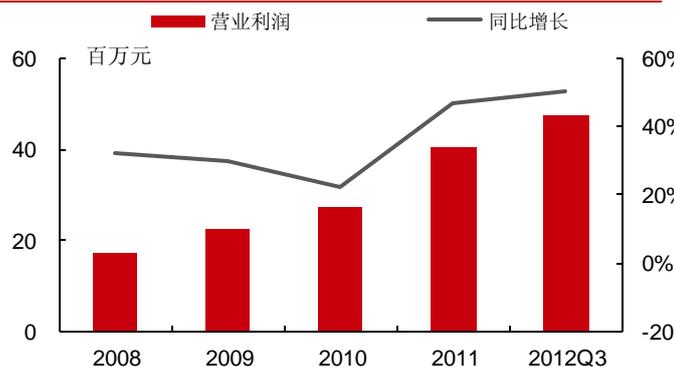
公司 2007 年组建制剂事业部，医药工业结构由以抗生素类原料药为主，快速向制剂新药优化转型，2007~2011 年营业利润复合增速达 31.3%，显著高于同期营业收入 15.9% 的复合增长率。2012 年 Q3 制药毛利率为 25.2%，5 年来提升了 5.7 个百分点，盈利能力和经营效率进入持续提升轨道。

图 2： 2008~2012Q3 营业收入规模及增速



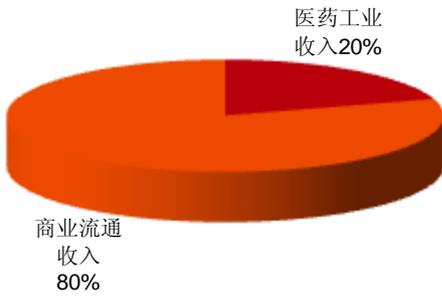
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图 3： 2008~2012Q3 营业利润规模及增速



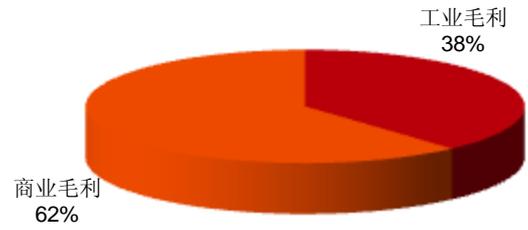
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图 4: 2012Q1-Q3 营业收入结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图 5: 2012Q1-Q3 毛利结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

表格 1: 主要控股子公司经营情况及业绩 (单位: 万元)

| 公司简称 | 主营业务 | 持股比例 | 2011 年 (万元) | | 2012 年 H1 (万元) | |
|----------|------|--------|-------------|-------|----------------|-------|
| | | | 营业收入 | 净利润 | 营业收入 | 净利润 |
| 母公司 | 药品流通 | - | 110,735 | 1,124 | 57,037 | 942 |
| 震元制药 | 制药工业 | 100% | 37,794 | 1,823 | 20,746 | 1,488 |
| 震元医药连锁 | 零售连锁 | 87.08% | 22,182 | 673 | 13,265 | 441 |
| 震元医药经营 | 商业批发 | 51.94% | | -206 | 7,137 | 1 |
| 新光药品 | | 100% | - | - | 1,226 | 3 |
| 震元医疗器材试剂 | | 51% | 2,638 | 12 | 1,629 | 10 |
| 震元商务咨询 | 仓储服务 | 100% | | 130 | 114 | 65 |
| 合计 | | | 171,950 | 3,154 | 92,889 | 2,397 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

激励改善增添动力

由于公司的国资背景长期以来管理层激励机制欠缺, 2011 年底公司出台现金激励方案, 为长期发展增添了新动力。公司以工业平台震元制药的净利润(扣除非经常性损益前后孰低者)作为考核指标, 以当年净利润的 10%提取奖励基金, 对高级管理人员、核心技术人员进行奖励。

表格 2: 业绩激励基金实施方案

| 考核年度 | 震元制药净利润指标 | 当年应收/营收指标 | 激励提取比例 |
|--------|-----------|-------------|-----------------------------|
| 2012 年 | >=3000 万 | <前三年均值的 1.1 | 当年净利润的 10%, 并不得超过 1000 万 |
| 2013 年 | >=4500 万 | <前三年均值的 1.1 | |
| 2014 年 | >=6000 万 | <前三年均值的 1.1 | |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2012 年前三季度公司实现营业收入 13.7 亿元, 同比增长 9.7%; 归属母公司利润达到 3685 万元, 已超过去年全年, 同比增长高达 56.9%, 创近年来利润增速新高, 激励作用初步显现。

推陈出“新”，“独”辟蹊径

聚焦专科战略清晰

公司产品聚焦大病种专科用药，重点发展制剂，特别是制剂新药，往往是国内第一或唯一，包括非甾体类消炎镇痛药（氯诺昔康）、消化系统用药（美他多辛、泮托拉唑、醋酸奥曲肽、盐酸托烷司琼）、糖尿病用药（伏格列波糖）、心脑血管用药（葛根素注射剂、依达拉奉）、抗感染药物（罗红霉素、制霉素、头孢他美酯、西索米星、奈替米星等）等。

表格 3：工业产品线规模

| 分类 | 产品 | 适应症 | 2012 年 预计规模 | 竞争格局 |
|-------------------|------------|--|-------------------|---------------------------|
| 制剂产品线 | | | | |
| 非甾体类 消炎镇痛 药 | 氯诺昔康 | 用于手术后急性疼痛、外伤引起的中重度疼痛、急性坐骨神经痛和腰痛、晚期癌痛慢性腰痛、骨关节炎、类风湿性关节炎和强直性脊柱炎 | 3200 万 | 二类新药，国内首仿，市占率第一 |
| 糖尿病 | 伏格列波糖 | 改善糖尿病餐后高血糖 | 近 1000 万 | 竞争较激烈，市占率不高 |
| 消化系统 | 美他多辛 | 急性酒精中毒，酒精性肝病 | 注射剂生产 2013 年获批 | 二类新药，国内首仿 |
| | 注射用泮托拉唑钠 | 消化性溃疡出血；非甾体类抗炎药引起的急性胃黏膜损伤和应激状态下溃疡大出血 | 约 1500 万 | 竞争较激烈，市占率不高 |
| | 醋酸奥曲肽 | 门脉高压引起的食道静脉曲张出血、应激性溃疡及消化道出血，急性胰腺炎、胃肠道瘘管、消化系统内分泌瘤、肢端肥大症、甲亢等 | 约 1000 万 | 竞争较激烈，市占率不高 |
| 心脑血管 | 葛根素注射剂 | 冠心病、心绞痛 | 约 1000 万 | 竞争较激烈，市占率不高 |
| 抗感染类 | 罗红霉素 | 抗细菌感染 | 约 6000 万 | 受限抗政策影响，小企业逐步退出 |
| | 盐酸头孢他美酯干混剂 | 敏感菌引起的下呼吸道、耳鼻喉部、泌尿系统感染 | | 全国市占率第一 |
| 原料药线 | | | | |
| 抗感染类 | 罗红霉素原料药 | 抗细菌感染，体内抗菌作用比红霉素强 1-4 倍 | 1.4 亿 | 全球最大生产商，通过欧洲 COS 认证 |
| | 制霉素原料药 | 抗真菌感染 | 4400 万 | 国内独家 |
| | 硫酸西索米星 | 抗细菌感染 | 3500 万 | 全球唯一生产商，通过美国 FDA 认证 |
| | 硫酸奈替米星 | 抗细菌感染 | 1500 万 | 全球唯一生产商，通过欧洲 COS 和 GMP 认证 |

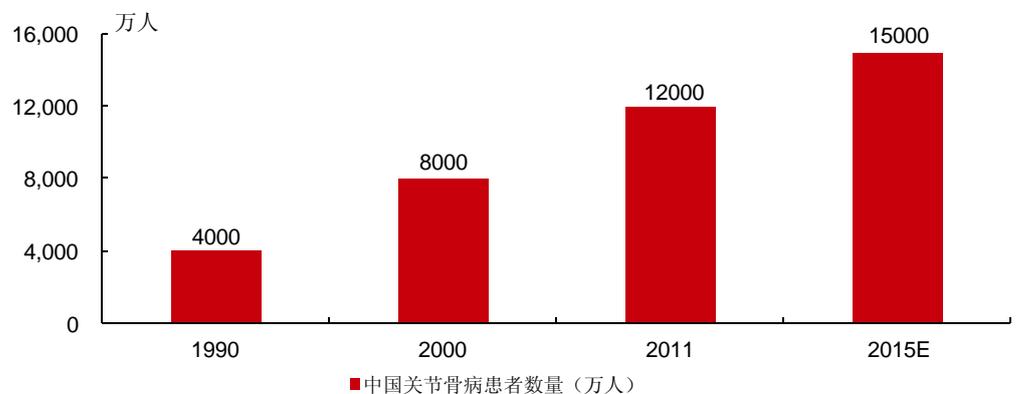
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产能营销双轮驱动，预计 2013 年氯诺昔康销售 4000~5000 万元

氯诺昔康制剂属于新型非甾体类抗炎镇痛药，通过激活阿片神经肽系统发挥中枢镇痛作用，具有与阿片类药物相当的镇痛效果，同时无成瘾性、呼吸抑制作用等典型的阿片类药物副作用，被广泛地用于治疗关节炎，特别是骨关节炎、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎以及红斑狼疮引起的各种炎症疼痛。

目前，全世界约有 4 亿以上人口患有不同程度的关节疾病，我国关节炎患者人数也在 1 亿以上。国际骨科专家根据人口统计学趋势预测，到 2020 年，世界骨关节患病人群将增加 50%。据统计，在 60 岁以上的人群中，约有 55% 的人患有关节炎，在 70 岁以上的人群中，发病率高达 80%。随着我国步入老龄化社会，关节炎的发病率也一路高升，预计到 2015 年我国骨病患者将达到 1.5 亿。此外，还有 2.6 亿的体重超标者和肥胖症患者成为骨关节炎的后备军。

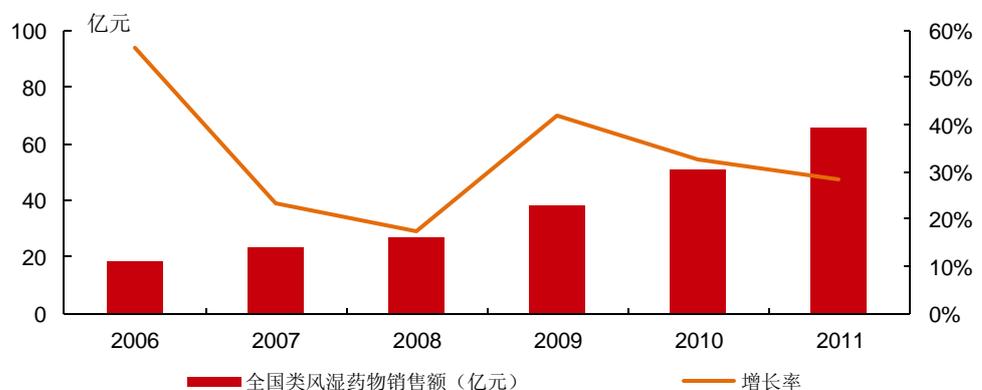
图 6: 中国关节骨病患者数量增长预测



资料来源: 卫生部, 华泰证券研究所

类风湿性关节炎(RA)是一种慢性反复发作的以全身关节炎症改变为主的疼痛性疾病，往往累及终生，形成长期病痛。卫生部数据统计显示，我国类风湿性关节炎(RA)的发病率在 0.70%~1.2%，国内患者人数已超过 1,000 万。美国每年 RA 及相关治疗的费用超过其 GDP 的 1%，根据抽样调查，国内城市的被访患者人均每年类风湿药金额在 1500 元左右；农村被访类风湿患者平均在 900 元左右，估计国内类风湿关节炎用药市场的理论规模已达到 140 亿元。

图 7: 全国类风湿关节炎药物市场规模及增速



资料来源: SFDA 南方所, 华泰证券研究所

作为治疗骨关节炎、类风湿性关节炎的一线用药，非甾体抗炎镇痛药物 2005~2011 年医院销售复合增速达到 25%。由于认知不足，患者往往未能在早期到风湿免疫科进行诊断和治疗，失去了最佳治疗时机，类风湿关节炎患者中首次就诊风湿免疫科者仅占 23.2%。随着老龄化、城镇化和就诊率的进一步提升，预计未来两年非甾体抗炎药物市场规模增速有望保持在 20%左右。

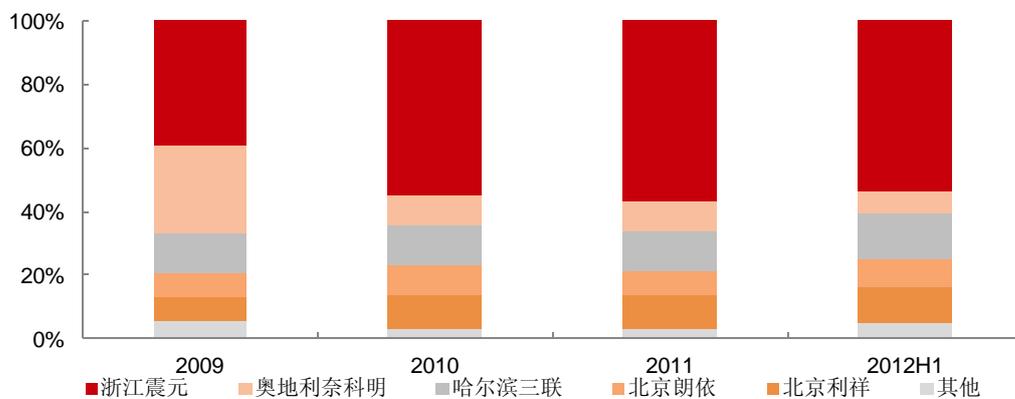
图 8: 非甾体抗炎镇痛药物样本医院规模及增速



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

原研厂奥地利奈科明专利（商品名：塞可风）过期后，市场份额逐步下降，浙江震元抓住首仿机遇，占据氯诺昔康市场 55%以上的份额。

图 9: 样本医院氯诺昔康市场格局



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

2012 年氯诺昔康满负荷生产销售 600 万瓶左右，预计 2013 年上半年需通过委托代工缓解部分产能压力，随着 2013 年下半年 800 万瓶定增项目逐步达产，产能瓶颈将完全解除；同时较低的自产成本，也有助于推升产品毛利率。营销方面，目前公司氯诺昔康已进驻约 1000 家二级以上医院，过去由于冻干粉针产能受限，销售以招商代理为主。2012 年在启动大规模学术推广基础上，通过加强终端营销激励，销售增速达 50%。公司将着重考核重点区域和医院覆盖率和渗透率，未来两年将完成 2000 家医院的覆盖目标，预计销售收入达到 4000~5000 万元。

近期发改委和药监局等部门已形成定价和审批制度相结合的调控思路，SFDA 通过仿制药质量一致性评价淘汰质量未达标品种，与新版 GMP 及药典的实施、药品标准提高等工作相结合，促进产业结构调整 and 产品质量提升。由于规定对在专利药品保护期结束后国内前三个仿制上市的药品，首仿药可在统一定价上浮 30%基础内进行单独定价，二仿和三仿药定价则

为首仿药价格的 90%和 81%，未来除享受定价优待的五家首仿药企外，不再开放其他同质化的专利仿制审批，因此将促进仿制药企业逐步从价格竞争转向质量竞争，同时，产品优质企业在药品定价、科技经费等方面也有望获得更多支持。仿制药一致性评价是国际通行的做法，美国在 1971 年启动生物等效性评价，历时 10 年、淘汰了 6000 种药品。

首仿优势有助于维护招标价格体系，同时由于不再开放其他同质化的专利仿制审批，将促进集中度进一步提高，扩大龙头竞争优势。

表格 4：氯诺昔康各省最新中标价格比较（冻干粉针剂：8mg）

| 中标企业 | 安徽 | 福建 | 新疆 | 陕西 | 青海 | 重庆 | 贵州 | 山西 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 奥地利奈科明 | 20.45 | 19.69 | 23.00 | 20.55 | 22.80 | 21.28 | - | 22.43 |
| 浙江震元 | 13.46 | 13.95 | 14.89 | 15.32 | 15.98 | 15.86 | 14.80 | 16.00 |
| 哈尔滨三联 | - | - | 15.34 | 13.52 | 14.50 | | - | 14.90 |
| 北京利祥 | - | 12.68 | 15.34 | 15.00 | - | 15.51 | 13.10 | 15.60 |
| 较仿制药企高 | - | 10.02% | -2.93% | 7.43% | 10.21% | 2.26% | 12.98% | 4.92% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

与其他非甾体类药物相比，氯诺昔康具有半衰期较短、药物蓄积的危险性低、胃肠道毒性更小等优点，能够最大限度地降低人体的不良反应，从而成为临床安全、有效、副作用小的新型镇痛药，适于长期治疗使用，可用于各种原因引起的急性疼痛和血栓的预防等，已被 WHO 作为控制癌症疼痛的第一阶梯药推荐使用。公司配合癌痛、无痛人流等方面学术推广，产品由手术麻醉科向基层全科室临床应用不断扩展。

图 10： 癌症三阶梯止痛原则



资料来源：卫生部，华泰证券研究所

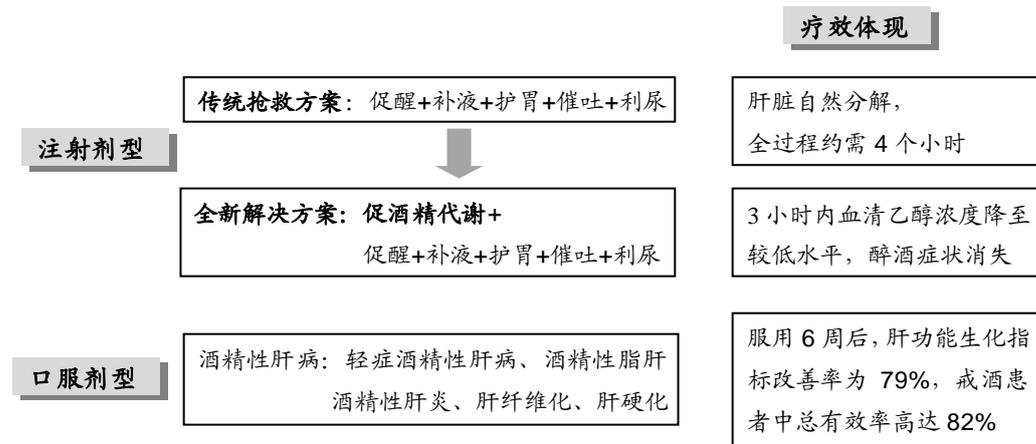
重磅新品出击，未来放量可期

独家品种面世，未来两年有望过亿

美他多辛是目前国外治疗化学性和酒精性肝病的临床常用药物，自意大利 80 年代上市至今尚无严重不良反应报告。在美他多辛出现前，治疗酒精肝，大多数只能采用普通保肝降酶药起到辅助治疗作用（缺少专一针对性）。浙江震元是该产品口服胶囊（商品名：欣立得）的独家生产企业，主要走 OTC 渠道。即将推出的美他多辛注射剂，是全国“第一”个和“唯一”治疗急性酒精中毒的药品，可增强细胞中乙醇和乙醛脱氢酶的活性，加速酒精的代谢

转化，缩短酒精中毒的解毒时间，有助于改善酒精中毒症状和行为异常。

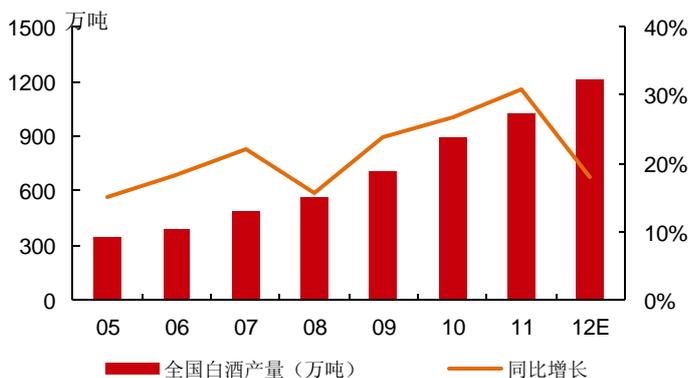
图 11: 美他多辛: 不同剂型的适应症侧重点



资料来源: 华泰证券研究所

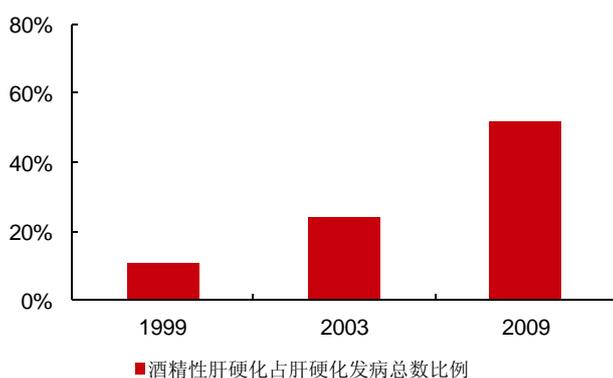
中国是全球烈性酒、葡萄酒、啤酒消费第一大国，近年来饮酒人数一直呈上升趋势，目前国内酒民已超过 5 亿人，其中又有近四成人每天饮酒 1 次以上。据调查报告，中国饮酒群体的酒量单次平均为 2.7 两（以 38 度酒为标准），折算为纯酒精 41 克。这个量超出了国际安全饮用标准，也超出了中国现行的安全饮用标准。酒精性肝病地区患病率高达 4.3~6.5%，每年死于酒精中毒的人数超过 11 万，占总死亡率的 1.3%；致残人数约 274 万，占总致残率的 3.0%。我国用于酒精性肝病治疗的相关药物医院市场销售额 2005 年以来保持着 10% 以上的增速，销售额由 2005 年的 60.84 亿元增长到 2010 年的 137.15 亿元，复合增长率达 17.65%，到 2016 年，预计用于酒精性肝病治疗的相关药物的医院市场销售额可达 325.41 亿元。

图 12: 近年来白酒消费量快速增长



资料来源: 华泰证券研究所

图 13: 酒精性肝病患病率显著提升



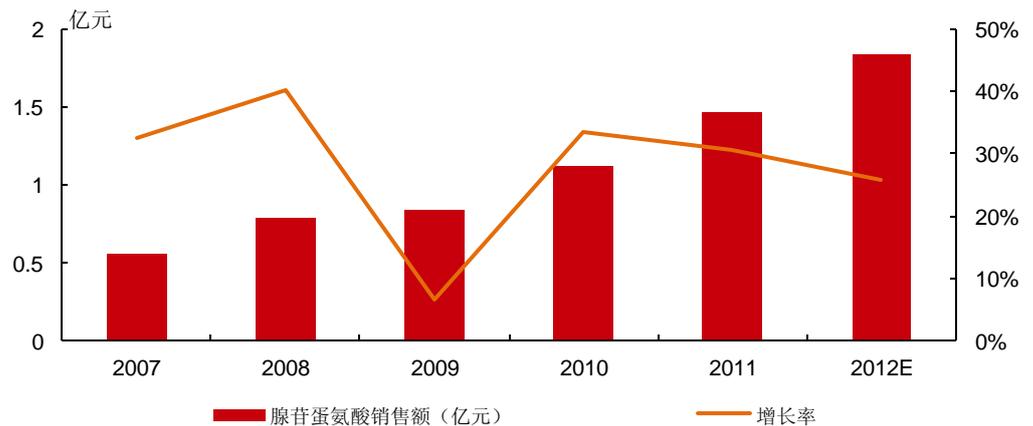
资料来源: 华泰证券研究所

随着生活水平的提高和工作压力的增加，急性酒精中毒的发病率亦随之增加，并成为常见的内科急症，重者可造成脏器机能损害，甚至危及生命。作为治疗急性酒精中毒的唯一专科药物，美他多辛注射剂享有自主定价的优势。我国目前二级以上医院约 8000 家，以酒精中毒门诊抢救人数 1 人/家计算，按照人均 3 支的基本用量，每疗程用药费用约 550 元，即使公司打入 20% 的医院，销售额潜力保守估计也在 3 亿元以上。公司生产线近日已通过 FDA 现场核查，预计 2013 年初拿到生产批文，目前代理订单饱满，未来两年有望做到过亿的大品种。

腺苷蛋氨酸市场广阔，还看营销推广

腺苷蛋氨酸是蛋氨酸与 ATP 形成的一种中间物质，它在人体内参与多种代谢途径，对肝功能紊乱、抑郁症、关节炎等均有一定的疗效，国内主要作为肝病药物使用。腺苷蛋氨酸制剂目前国内只有雅培和海正两家生产，终端消费去年超过 3 亿元，过去五年复合增长率超过 20%。公司腺苷蛋氨酸制剂已实现原料自给，将于 2013 年年中进入 FDA 现场核查阶段，并有望于年内拿到生产批文，成为国内第二家获批企业。该产品属于医保品种，公司营销团队计划由目前的 70 人增加到 100 人，筹备新品上市推广，但与竞争对手相较仍稍显薄弱，未来学术推广能力将是处方市场制胜的关键。

图 14: 样本医院腺苷蛋氨酸销售增速



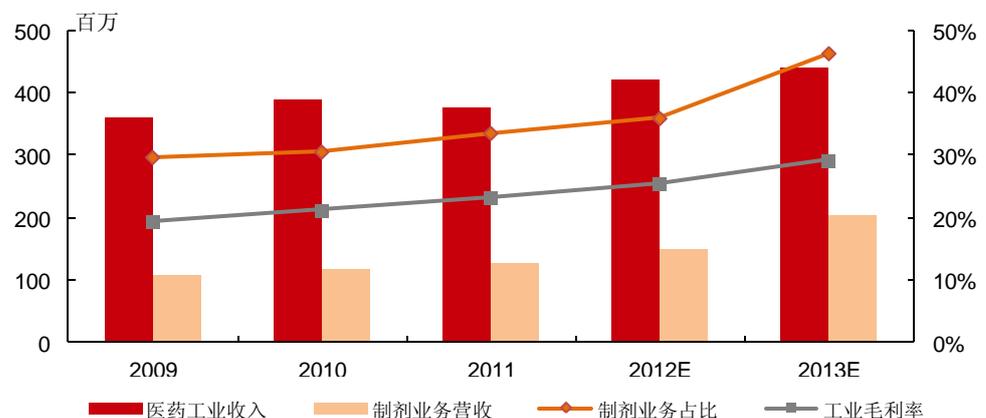
资料来源: PDB, 华泰证券研究所

工业结构持续优化，毛利率进入上升通道

公司过去以罗红霉素、制霉素原料药为主，虽然市场集中度高，但由于品种较老，空间有限，导致了工业的整体毛利率明显低于同类的医药工业企业。公司制药工业加快产品转型升级，逐步淡出原料药及普药市场，预计 2012 年制剂收入占比接近 40%，带动工业毛利率提升约 1.5 个百分点。原料药市场方面，公司借 FDA、COS 等认证积极进军国际高端市场。目前硫酸奈替米星原料药在欧洲市场的销售价格为国内市场销售价格的 3 倍左右，通过扩大出口比例，抵御国内限用导致的需求不确定性。

随着 2013 年新产品投放市场，制剂业务占比有望提高至 40%~50%，产品结构优化将进一步推升盈利能力，预计工业毛利率将在目前 25% 的水平上提高 3~5 个百分点。

图 15: 工业毛利率随制剂业务占比提高进入上升通道



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

外延内生并重，“三位一体”焕发新机

挖掘中医底蕴，资源优势无可复制

公司商业涵盖医药批发、连锁零售业务，是绍兴最大的医药流通企业。在稳固地区份额基础上，公司加强医院纯销，商业销售网络下沉，2012 年收购浙江新光药品，弥补了对农村基层医疗销售的短板。OTC 方面，发挥品牌效应，推动利润率较高的中药饮片业务和震元堂中医门诊，走“名店、名医、名药”三位一体的发展之路。在“以医带药”的经营模式驱动下，公司连锁零售收入快速增长，2008~2012 年保持了 18.7% 的复合增速，利润占比由 45% 提高到 49%，带动商业毛利率提高 1 个百分点至 10% 左右。

图 16: 2008~2012 商业批发及零售收入规模及增速

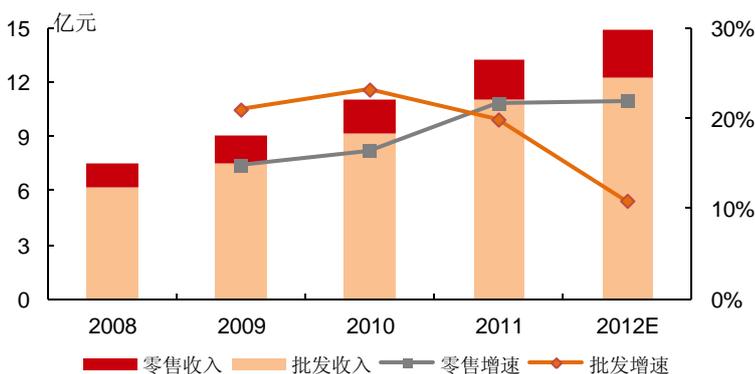
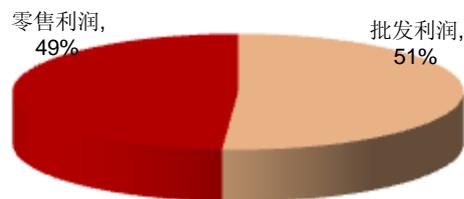


图 17: 商业批发及零售利润比重



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

震元堂是有着“店运昌盛三百载，誉满江南数一家”之称的百年老店，域内著名越医，如何廉臣、邵兰荪、胡宝书等，都曾在震元堂坐诊。该店创建于清乾隆 17 年（即 1752 年），是国家商务部认定的首批“中华老字号”之一。在 260 多年的发展历程中，震元堂坚持以货真价实、真不二价的经营宗旨，被冠以“金字招牌”称号，中医馆和饮片配方柜几乎每天都能看到排队等候现象，更有港澳台等东南亚一带人士持贴前来或邮购，足见其功效和民间信誉之深。

公司拥有震元堂连锁零售药店 75 家，所有门店基本都按照开设坐堂医的要求布局，2012 年零售板块营收预计达 2.7 亿，旗下龙头药店震元堂中医馆约占连锁销售总额的 40%，2011 年以单店销售额 1.06 亿元（含税），位居全国连锁药店单店百强榜第 6 位。2012 年上半年，震元堂中医馆中药饮片销售同比增长 55%，超过绍兴市中医院成为市区中药饮片销售老大。新开震元堂国药馆，总经营面积逾 2000 平米，分上下二层经营，并设置 14 个独立诊室。以“越医文化实践基地”为引领，开设中医内科、外科、妇科、儿科、推拿科等特色专科，邀请名、老中医坐堂。同时，配备了较大规模的中药房、中药煎药房，开业当年即成为公司又一家“千万元”规模门店。

表格 5: 震元旗下零售药店经营情况

| 药店名称 | 开办时间 | 营业面积 (平米) | 预计 2012 年收入 |
|--------------|--------------------|-----------|-------------|
| 震元堂中医馆 | 260 年历史; 2012.6 扩容 | 500 | 1.2 亿 |
| 震元堂国药馆 | 2012.4 | 2000 | 1500 万 |
| 杭州震元堂门诊部 | 2010.9 | 300 | 500 万 |
| 上虞健康广场 | 2003.10 | - | 2000 万 |
| 70 余家震元堂连锁药店 | - | - | 1.2~1.3 亿 |
| 合计 | | | 2.7 亿 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2012 年震元堂中药饮片销售额预计在 2000 万元左右，同比增长超过 50%，占公司中药饮片收入总额的 15%~20%。公司将旗下 75 家连锁药店细分为 10 级，实行末位淘汰，对于第 10 级中的 5~6 家店通过移址、扭亏等方式升级为第 9 级，必要时不排除关店为之。未来三年，公司将在浙江省内重点地区再开设 30 家直营门店和专柜，使连锁门店、专柜数量达到 100 家以上，2013 年有望在诸暨、柯桥开设大型直营零售旗舰店，品牌效应将进一步体现。

随着国民对中药的认可度越来越高，特别是对老字号国药店的信赖度更是与日俱增，“前堂看病、后堂抓药”、“代客煎药”等服务让消费者有一种 VIP 客户的感受，医院特有的排队难、看病难等问题则在药店不复存在。以诊带药的药诊模式的规模化发展，最重要的也最匮乏的是中医资源。目前绍兴虽然已允许中医多点执业，但坐堂医合法化之后进行了限制管理，规定只能最多在 3 处兼职，实际使得中医资源更趋珍贵，而公司已经基本把绍兴所有可以网罗的退休的名老中医和在职的中医骨干都揽至旗下，同时作为传承中药精粹的越医药王牌，震元堂对老中医的吸引力足够强大，是其他竞争对手无法复制的核心优势。

震元连锁之外，华通医药与华联医药是绍兴另外两家颇具规模的医药批发零售企业。两家企业的门店数量也有 80 家左右，但销售规模均在 1.1 亿~1.2 亿之间，远不及震元堂。华通与华联多数门店分布于郊县或乡镇农村，还未能城区对震元堂形成威胁。

整合“浙八味”市场，产业链延伸推进

公司中药饮片厂是浙江省第一批通过 GMP 认证的中药饮片生产企业，年加工生产中药饮片近 500 余种，年加工中药饮片能力 1000 余吨，2012 年下半年扩建项目完工，实现产能翻番，达到 2000 吨。公司精选优质原材料开发推出了多个系列、多个规格的“震元”精制饮片和参茸产品，并对拳头产品“震元堂大补药”进行了品质提升和包装更新，“震元”饮片较好地传承了百年老店震元堂对中药“切、炒、炙、煨”到“四组八刀”的制作工艺。

公司结合资源优势和市场需求，重点定位在“浙八味”药材加工，“浙八味”属浙江地区道地药材，包括白术、白芍、浙贝母、杭白菊、延胡索、玄参、麦冬、温郁金这八味中药材，由于其质量好、应用范围广及疗效佳而为历代医家所推崇。早在汉代著名医学家张仲景的《伤寒杂病论》中就有 58 处运用“浙八味”；明代著名药学家李时珍在《本草纲目》中引宋代的《图经本草》说：“白术生杭、越。”北京同仁堂、上海雷允上、杭州胡庆余堂等一些名老药店，都选购“浙八味”作配方用。

2011 年“浙八味”全省种植面积 20.4 万亩，占全省中药材种植面积的 43%，销售额 12.3 亿。公司“浙八味”炮制工艺优化及扩产 1000 吨建设项目列入浙江省“浙八味”振兴项目，首期 1000 亩“浙八味”种植基地正在建设中，从源头上确保中药饮片质量，为公司即将推出的标准化、小包装中药饮片打好基础。2013 年底，二期 1 万亩药材种植基地有望投入建设，在保证“浙八味”供应的同时，适当开展藏红花、铁皮石斛、三七等名贵药材的种植，扩大中药饮片的销售。2012 年前三季度中药饮片收入约 6000 万，预计全年跨过亿元大关，2013 年在产能扩张和药诊模式深化推动下，销售增速有望保持在 25% 左右。

盈利预测及估值

盈利预测

我们对公司的盈利预测基于以下假设：

公司医药工业保持平稳较快增长，毛利率较高的制剂业务，特别是新药占比进一步加大，营业利润增速远高于收入增速；但考虑到新产能折旧影响，制药毛利率提高幅度比例略低于制剂比重的提高；

在产能扩张和药诊模式深化推动下，中药饮片收入保持 20%~25% 的增速，西药和医疗器械批发维持 9%~10% 的自然增速，药品批发整体增速估算约为 10~12%；

随着震元堂国药馆经营步入正轨，以及新开店面增量，零售业务增速保持在 20%；由于新开店面初期盈利贡献尚不明显，商业毛利率呈现平稳态势；

新药推广可能产生一定销售费用，销售费用率有所提高。

表格 6： 分业务收入及盈利预测（单位：百万元）

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 医药工业收入 | 377 | 419 | 440 | 517 |
| 增长率 | -2.8% | 11.3% | 13.0% | 12.0% |
| 毛利率 | 23.1% | 25.4% | 29.1% | 32.7% |
| 其中：制剂业务 | 126 | 151 | 204 | 280 |
| 增长率 | 6.7% | 19.2% | 35.6% | 37.0% |
| 原料药 | 250 | 230 | 235 | 237 |
| 增长率 | -7.0% | -8.3% | 2.6% | 0.6% |
| 医药商业收入 | 1,327 | 1,502 | 1,714 | 1,934 |
| 增长率 | 20.2% | 13.2% | 14.1% | 12.8% |
| 毛利率 | 9.0% | 10.2% | 10.3% | 10.3% |
| 其中：批发业务 | 1,106 | 1,232 | 1,390 | 1,545 |
| 增长率 | 19.9% | 11.4% | 12.8% | 11.2% |
| 零售业务 | 222 | 271 | 325 | 390 |
| 增长率 | 21.7% | 22.0% | 20.0% | 20.0% |
| 收入合计 | 1,719 | 1,940 | 2,175 | 2,475 |
| 增长率 | 14.4% | 12.8% | 12.1% | 13.8% |
| 毛利率 | 12.8% | 14.2% | 14.8% | 15.7% |

资料来源：华泰证券研究所

估值与投资评级

预计 2012~2014 年公司实现净利润 5000 万/7500 万/1.05 亿元，对应 EPS 0.30/0.45/0.63 元（定增摊薄后），同比增速达 59.2%、48.8%、40.7%，目前股价对应 PE 分别为 43.9 倍、29.3 倍、20.9 倍。与同类公司相比，震元 2013 年 PE 略高于行业平均，但 PEG 仅为 0.9，明显低于行业平均，表示公司在现有成长性下存在一定低估。我们认为，对于产能和营销双轮驱动的高速增长，“震元堂”三位一体模式协同发展，应给予一定溢价。结合相对估值，2013 年 PE 合理区间为 33~35 倍，价格区间为 14.8~15.7 元，独家新品放量值得期待，给予“增持”评级。

表格 7: 可比公司估值

| 股票代码 | 股票名称 | 01.09 收盘价 | EPS | | | PE | | | 2011~2014 CAGR | PEG |
|-----------|------|--------------|------|------|------|------|------|------|-------------------|-----|
| | | | 12E | 13E | 14E | 12E | 13E | 14E | | |
| 000963.SZ | 华东医药 | 37.18 | 1.09 | 1.35 | 1.70 | 34.1 | 27.5 | 21.9 | 24.5% | 1.4 |
| 002462.SZ | 嘉事堂 | 8.39 | 0.28 | 0.37 | 0.48 | 30.0 | 22.7 | 17.5 | 21.9% | 1.4 |
| 002589.SZ | 瑞康医药 | 34.29 | 1.10 | 1.25 | 2.00 | 31.2 | 27.4 | 17.1 | 24.8% | 1.3 |
| 600085.SH | 同仁堂 | 18.55 | 0.41 | 0.50 | 0.60 | 45.2 | 37.1 | 30.9 | 21.3% | 2.1 |
| | 行业平均 | | | | | 35.1 | 28.7 | 21.9 | 23.1% | 1.5 |
| 000705.SZ | 浙江震元 | 13.18 | 0.30 | 0.45 | 0.63 | 43.9 | 29.3 | 20.9 | 49.4% | 0.9 |

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

风险提示

新药审批及市场推广不达预期风险

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 830 | 1372 | 1397 | 1478 |
| 现金 | 142 | 588 | 529 | 508 |
| 应收账款 | 308 | 348 | 390 | 444 |
| 其他应收账款 | 5 | 6 | 7 | 7 |
| 预付账款 | 12 | 22 | 21 | 11 |
| 存货 | 301 | 334 | 371 | 418 |
| 其他流动资产 | 63 | 74 | 79 | 90 |
| 非流动资产 | 390 | 423 | 539 | 625 |
| 长期投资 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 固定投资 | 217 | 241 | 326 | 449 |
| 无形资产 | 39 | 35 | 31 | 27 |
| 其他非流动资产 | 108 | 122 | 156 | 124 |
| 资产总计 | 1221 | 1795 | 1936 | 2103 |
| 流动负债 | 667 | 679 | 742 | 801 |
| 短期借款 | 185 | 150 | 150 | 150 |
| 应付账款 | 297 | 331 | 368 | 415 |
| 其他流动负债 | 186 | 197 | 225 | 236 |
| 非流动负债 | 5 | 6 | 5 | 6 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 5 | 6 | 5 | 6 |
| 负债合计 | 673 | 684 | 748 | 806 |
| 少数股东权益 | 8 | 10 | 12 | 16 |
| 股本 | 125 | 167 | 167 | 167 |
| 资本公积 | 249 | 718 | 718 | 718 |
| 留存公积 | 166 | 216 | 291 | 396 |
| 归属母公司股 | 540 | 1101 | 1176 | 1281 |
| 负债和股东权益 | 1221 | 1795 | 1936 | 2103 |

现金流量表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金 | -4 | 42 | 97 | 128 |
| 净利润 | 34 | 52 | 77 | 109 |
| 折旧摊销 | 32 | 32 | 43 | 62 |
| 财务费用 | 8 | 7 | 5 | 5 |
| 投资损失 | -2 | -3 | -3 | -4 |
| 营运资金变动 | -74 | -50 | -29 | -49 |
| 其他经营现金 | -1 | 4 | 4 | 5 |
| 投资活动现金 | -69 | -64 | -151 | -144 |
| 资本支出 | 42 | 60 | 160 | 150 |
| 长期投资 | -33 | 7 | -0 | 0 |
| 其他投资现金 | -60 | 3 | 9 | 6 |
| 筹资活动现金 | 84 | 469 | -5 | -5 |
| 短期借款 | 92 | -35 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 42 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -12 | 469 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | 3 | -8 | -5 | -5 |
| 现金净增加额 | 10 | 446 | -60 | -21 |

利润表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1719 | 1940 | 2175 | 2475 |
| 营业成本 | 1500 | 1665 | 1853 | 2087 |
| 营业税金及附加 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 营业费用 | 82 | 102 | 114 | 130 |
| 管理费用 | 84 | 94 | 104 | 116 |
| 财务费用 | 8 | 7 | 5 | 5 |
| 资产减值损失 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 营业利润 | 40 | 65 | 92 | 129 |
| 营业外收入 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 3 | 3 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 41 | 62 | 93 | 130 |
| 所得税 | 8 | 10 | 15 | 21 |
| 净利润 | 34 | 52 | 77 | 109 |
| 少数股东损益 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 归属母公司净利 | 32 | 50 | 75 | 105 |
| EBITDA | 80 | 104 | 140 | 196 |
| EPS | 0.25 | 0.30 | 0.45 | 0.63 |

主要财务比率

单位: 百万元

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | 14.4% | 12.8% | 12.1% | 13.8% |
| 营业收入 | 47.0% | 59.9% | 41.5% | 41.1% |
| 营业利润 | 49.7% | 59.2% | 48.8% | 40.7% |
| 归属母公司净利 | | | | |
| 获利能力 | 12.8% | 14.2% | 14.8% | 15.7% |
| 毛利率(%) | 1.8% | 2.6% | 3.4% | 4.2% |
| 净利率(%) | 5.8% | 4.6% | 6.4% | 8.2% |
| ROE(%) | 8.0% | 10.6% | 11.5% | 13.5% |
| ROIC(%) | | | | |
| 偿债能力 | 55.1% | 38.1% | 38.6% | 38.3% |
| 资产负债率(%) | 27.46% | 21.92% | 20.06% | 18.60% |
| 净负债比率(%) | 1.24 | 2.02 | 1.88 | 1.85 |
| 流动比率 | 0.79 | 1.53 | 1.38 | 1.32 |
| 速动比率 | | | | |
| 营运能力 | 1.48 | 1.29 | 1.17 | 1.23 |
| 总资产周转率 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 应收账款周转率 | 5.34 | 5.30 | 5.30 | 5.33 |
| 应付账款周转率 | | | | |
| 每股指标(元) | 0.19 | 0.30 | 0.45 | 0.63 |
| 每股收益(最新摊 | -0.02 | 0.25 | 0.58 | 0.77 |
| 每股经营现金流 | 3.23 | 6.59 | 7.04 | 7.67 |
| 每股净资产(最新 | | | | |
| 估值比率 | 69.82 | 43.85 | 29.46 | 20.94 |
| PE | 4.08 | 2.00 | 1.87 | 1.72 |
| PB | 27 | 21 | 15 | 11 |
| EV EBITDA | 14.4% | 12.8% | 12.1% | 13.8% |

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

| | |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越基准 |
| 中 性 | 行业股票指数基本与基准持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于基准 |

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

| | |
|-----|--------------------|
| 买 入 | 股价超越基准 20%以上 |
| 增 持 | 股价超越基准 5%-20% |
| 中 性 | 股价相对基准波动在 -5%~5%之间 |
| 减 持 | 股价弱于基准 5%-20% |
| 卖 出 | 股价弱于基准 20%以上 |

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 / 传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层 / 邮政编码：200120

电话：86 21 50106028 / 传真：86 21 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn