

浙江震元(000705)

点评报告

行业公司研究—医药商业—行业—

证券研究报告

原料药拖累业绩，核心价值不变

——2013年中报点评

✍ : 程艳华 执业证书编号: S1230511010007
☎ : 021-64718888-1328
✉ : zhanghong@stocke.com.cn

投资要点

- ❑ **浙江震元 2013年 1-6月，营业收入 10 亿元，同比增长 8%，扣非后净利润 3184 万元，同比增长 33%；低于我们之前的预期。**
- ❑ **制剂销售增长 28%，符合预期，毛利率提升 8 个百分点。专科药强力增长，这是公司转型的关键！**
2013 年上半年，公司制剂收入 9079 万元，同比增长 28%，符合预期。制剂业务毛利率 51%，提升 8 个百分点。氯诺昔康、伏格列波糖、奥曲肽等单项产品收入增长 30%-60%。
- ❑ **公司原料药业务影响业绩增长，成为低于预期的主要原因。**
中报显示，公司原料药收入下降 28%，毛利率也下降 7 个百分点。今年上半年，罗红霉素原料药价格继续下降（见图 1），跌幅超过我们的预期。
- ❑ **特色零售收入增长 20%，批发业务增长 11%，符合预期。**
中医中药特色连锁门店一直是公司最具竞争力的业务之一。上半年，杭州中医门诊部、国药馆收入过千万。而零售业务拉动公司中药材批发业务收入增长 28%。
批发业务上半年毛利率为 6.24%，保持稳定。
- ❑ **公司不断积累专科强势品种，同时提升生产销售能力，公司核心价值不变！2013-2015 年业绩驱动的因素：（1）氯诺昔康、美他多辛等专科制剂销售数量持续上升；（2）中医特色零售连锁门店内生、外延增长。**
- ❑ **盈利预测及估值**
公司转型保持原有节奏。我们暂时维持公司盈利预测，预计 2013-2015 年净利润为 7212 万元、10234 万元和 13737 万元，同比增长 51%、42% 和 34%，维持“买入”的投资评级。

财务摘要

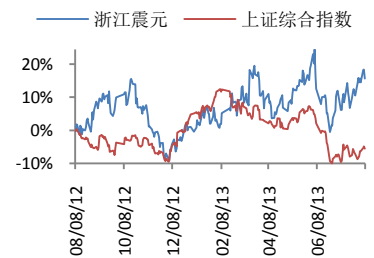
(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入	1812.21	2067.73	2377.89	2734.58
(+/-)	5.39	14.10	15.00	15.00
净利润	47.67	72.12	102.34	137.37
(+/-)	51.17	51.28	41.89	34.24
每股收益(元)	0.29	0.43	0.61	0.82
P/E	0.00	35.83	25.25	18.81

评级

上次评级 买入
当前价格 ¥ 14.92

单季度业绩

元/股	元/股
2Q/2013	0.10
1Q/2013	0.09
4Q/2012	0.06
3Q/2012	0.11



公司简介

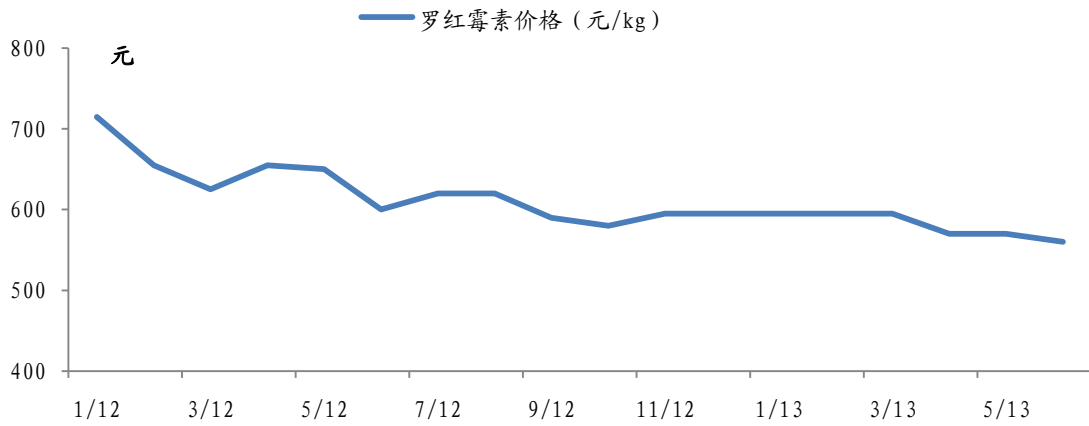
相关报告

- 1 《制剂收入拉动增长，中报业绩提升加速》2013.07.17
- 2 《美他多辛注射剂终获批文，一季度利润增长 33%》2013.04.22
- 3 《腺苷蛋氨酸项目再进一步，手握靓丽产品线》2013.03.26
- 4 《2012 年年报点评》2013.03.22
- 5 《落实转型，持续增长》2013.01.25

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 张弘

图 1: 罗红霉素原料药价格



资料来源: 健康网, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1234.83	1370.45	1575.20	1724.65	营业收入	1812.21	2067.73	2377.89	2734.58
现金	547.29	586.76	679.58	698.18	营业成本	1553.52	1757.57	1995.05	2269.70
应收账款	309.61	403.40	416.56	526.39	营业税金及附加	6.46	6.82	7.85	9.02
其它应收款	5.80	5.86	7.79	7.77	营业费用	105.38	124.06	142.67	164.07
预付账款	47.71	31.81	59.64	45.53	管理费用	80.43	103.39	118.89	136.73
存货	289.15	296.71	368.31	388.26	财务费用	9.08	-13.32	-13.91	-16.90
其他	35.27	45.90	43.32	58.52	资产减值损失	5.39	4.66	6.22	6.66
非流动资产	417.42	403.83	396.10	383.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	25.35	25.35	25.35	25.35	投资净收益	2.86	2.65	2.76	2.70
固定资产	207.52	197.78	183.94	171.68	营业利润	54.81	87.19	123.87	168.00
无形资产	38.67	36.30	33.89	31.50	营业外收入	7.64	5.66	6.65	6.15
其他	145.88	144.40	152.92	154.91	营业外支出	3.07	3.01	3.04	3.02
资产总计	1652.25	1774.27	1971.30	2108.08	利润总额	59.38	89.84	127.48	171.13
流动负债	535.35	590.54	685.80	691.61	所得税	12.06	13.93	19.76	26.52
短期借款	12.50	90.00	40.00	40.00	净利润	47.32	75.92	107.72	144.60
应付账款	310.21	275.64	389.37	367.19	少数股东损益	-0.35	3.80	5.39	7.23
其他	212.64	224.90	256.43	284.42	归属母公司净利润	47.67	72.12	102.34	137.37
非流动负债	6.65	5.91	6.28	6.10	EBITDA	43.71	101.40	139.05	181.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.29	0.43	0.61	0.82
其他	6.65	5.91	6.28	6.10					
负债合计	542.00	596.46	692.08	697.71					
少数股东权益	7.03	10.82	16.21	23.44	主要财务比率				
归属母公司股东权益	1103.23	1166.99	1263.01	1386.94		2012	2013E	2014E	2015E
负债和股东权益	1652.25	1774.27	1971.30	2108.08	成长能力				
					营业收入	5.39%	14.10%	15.00%	15.00%
					营业利润	35.58%	59.07%	42.07%	35.62%
					归属母公司净利润	51.17%	51.28%	41.89%	34.24%
					获利能力				
					毛利率	14.27%	15.00%	16.10%	17.00%
					净利率	2.61%	3.67%	4.53%	5.29%
					ROE	4.26%	6.45%	8.42%	10.25%
					ROIC	3.12%	5.10%	7.29%	9.05%
					偿债能力				
					资产负债率	32.80%	33.62%	35.11%	33.10%
					净负债比率	1.13%	7.64%	3.13%	2.84%
					流动比率	2.31	2.32	2.30	2.49
					速动比率	1.77	1.82	1.76	1.93
					营运能力				
					总资产周转率	1.26	1.21	1.27	1.34
					应收帐款周转率	5.87	5.80	5.80	5.80
					应付帐款周转率	5.12	6.00	6.00	6.00
					每股指标(元)				
					每股收益	0.29	0.43	0.61	0.82
					每股经营现金	0.56	-0.20	0.90	0.17
					每股净资产	6.65	7.05	7.66	8.44
					估值比率				
					P/E	0.00	35.83	25.25	18.81
					P/B	0.00	2.21	2.05	1.86
					EV/EBITDA	-12.07	20.69	14.10	10.77

现金流量表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	94.38	-33.04	151.07	28.11
净利润	47.32	75.92	107.72	144.60
折旧摊销	0.00	25.50	26.67	28.16
财务费用	9.08	-13.32	-13.91	-16.90
投资损失	-2.86	-2.65	-2.76	-2.70
营运资金变动	40.78	-118.45	33.33	-125.04
其它	0.05	-0.03	0.01	-0.01
投资活动现金流	-22.83	-9.96	-15.83	-12.96
资本支出	18.03	-9.05	-9.99	-11.53
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4.80	-19.01	-25.83	-24.50
筹资活动现金流	334.18	82.46	-42.41	3.45
短期借款	-172.20	77.50	-50.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	506.38	4.96	7.59	3.45
现金净增加额	405.73	39.47	92.82	18.60

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>