

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 14.33

合理价格区间(元):

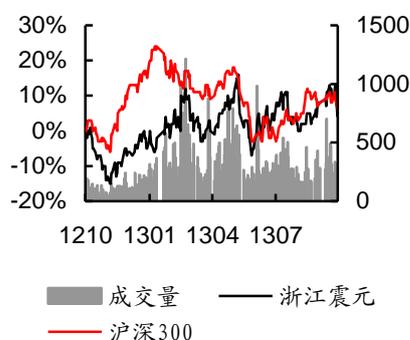
赵媛 执业证书编号: S0570512070067  
研究员 021-28972092  
zhaoyuan@mail.htsc.com.cn

胡骥 执业证书编号: S0570512070028  
研究员 0755-83201063  
huji@mail.htsc.com.cn

### 相关研究

- 1《浙江震元(000705): 制剂快速增长, 期待新品放量》2013.08
- 2《浙江震元(000705): Q1 增速处全年低点, 期待美他多辛放量》2013.04
- 3《浙江震元(000705): 业绩符合预期, 重磅新品放量可期》2013.03

### 股价走势图



## 原料药下滑致业绩低于预期, 美他多辛口服剂推广顺利

### 浙江震元(000705)

#### 投资要点:

**原料药下滑拖累业绩, 制剂带动毛利率持续提升。**前三季度公司实现营业收入 14.80 亿, 同比增长 8.41%; 营业利润 5526 万, 同比增长 16.17%; 归属于母公司净利润 4978 万元, 同比增长 35.12% (扣非+24.03%), 每股收益 0.298 元, 其中 Q3 单季收入和净利润分别增长 9.55% 和 37.56% (扣非+8.37%), 扣非业绩略低于预期, 主要系罗红霉素原料药价格继续下滑, 由年初的 600 元/kg 下降至目前的 460 元/kg, 随着限抗对下游硫氰酸红霉素的销量影响基本见底, 预计罗红霉素原料药价格下跌幅度有限。制剂销售快速增长, 工业收入占比提高, 带动整体毛利率提高 0.33pp。经营效率提升, 以及借款金额下降, 使期间费用率下降 0.21pp。经营活动产生的现金流量净额为负, 系新增省级代理品种使购买商品支付的现金增加所致

**美他多辛口服剂推广顺利, 腺苷蛋氨酸即将获批生产。**公司氯诺昔康为国内首仿, 下半年 800 万瓶项目达产, 产能瓶颈将完全解除。预计 2013 年收入达到 4000 万元, 同比增长超过 30%。子公司震元制药美他多辛注射液获得生产批文, 作为国内首仿, 享有自主定价的优势。美他多辛处于学术推广阶段, 口服剂(片剂、胶囊)年中开始铺货, 经过 OTC3 个月的推广, 在福建等省销售逐步放量。美他多辛注射剂目前少量医院销售, 待各省医院招标后有望上量。腺苷蛋氨酸目前接受 FDA 现场检查, 有望近期拿到生产批文, 进一步打开成长空间。

**商业分销增长平稳, 零售药材增长强劲。**公司重点加强医院终端销售, 取得了麻精药品经营许可权, 前三季度母公司分销收入同比增长 13.54%。中医坐诊对中药饮片、药品等销售的带动效应日益显现, 杭州中医门诊部和国药馆上半年销售收入均突破千万元大关。随着 1000 吨中药饮片产能陆续投产, 预计中药材(饮片)同比增长超过 30%。

**外延内生并重, 维持增持评级。**公司聚焦专科用药, 工业结构快速向制剂新药优化转型, 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。考虑到罗红霉素价格下滑, 下调 13~15 年 EPS 至 0.41 元、0.58 元、0.77 元, PE 分别为 35 倍、25 倍、19 倍, 独家和类独家新品放量值得期待, 维持增持评级。

**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)	11.76-16.06
总市值(百万)	2,392.32
总资产(百万)	1,677.46
每股净资产(元)	6.77

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1812	1998	2184	2410
+/-%	5%	10%	9%	10%
净利润(百万)	48	68	96	129
+/-%	51%	43%	41%	34%
EPS	0.29	0.41	0.58	0.77
PE	50.22	35.17	24.87	18.51

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度	单位: 百万元			
	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1235	1324	1437	1573
现金	547	627	658	766
应收账款	310	327	363	399
其他应收账款	6	6	7	8
预付账款	48	39	47	10
存货	289	286	320	344
其他流动资产	35	38	42	46
非流动资产	417	439	453	492
长期投资	25	25	25	25
固定投资	208	240	278	330
无形资产	39	36	34	31
其他非流动资产	146	138	115	105
资产总计	1652	1764	1890	2065
流动负债	535	579	609	654
短期借款	13	31	10	10
应付账款	310	339	367	399
其他流动负债	213	210	232	245
非流动负债	7	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6
负债合计	542	586	615	661
少数股东权益	7	7	7	7
股本	167	167	167	167
资本公积	723	723	723	723
留存公积	213	281	378	507
归属母公司股	1103	1171	1268	1397
负债和股东权益	1652	1764	1890	2065

### 现金流量表

会计年度	单位: 百万元			
	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金	126	111	102	197
净利润	47	68	96	129
折旧摊销	34	37	48	62
财务费用	9	-5	-5	-7
投资损失	-3	-3	-3	-4
营运资金变动	35	15	-38	13
其他经营现金	4	-1	5	4
投资活动现金	-52	-54	-56	-96
资本支出	53	60	60	100
长期投资	0	-3	-0	0
其他投资现金	1	3	4	4
筹资活动现金	328	22	-15	7
短期借款	-172	18	-21	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	42	0	0	0
资本公积增加	474	0	0	0
其他筹资现金	-15	4	5	7
现金净增加额	403	80	31	108

### 利润表

会计年度	单位: 百万元			
	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1812	1998	2184	2410
营业成本	1554	1704	1842	2005
营业税金及附加	6	8	8	9
营业费用	105	110	120	133
管理费用	80	93	102	112
财务费用	9	-5	-5	-7
资产减值损失	5	8	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	4
营业利润	55	82	118	159
营业外收入	8	5	5	5
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	59	85	121	162
所得税	12	17	25	33
净利润	47	68	96	129
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利	48	68	96	129
EBITDA	98	115	160	215
EPS	0.29	0.41	0.58	0.77

### 主要财务比率

会计年度	单位: 百万元			
	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	5.4%	10.2%	9.4%	10.3%
营业利润	35.6%	50.4%	42.9%	35.2%
归属母公司净利	51.2%	42.8%	41.4%	34.3%
获利能力				
毛利率(%)	14.3%	14.7%	15.7%	16.8%
净利率(%)	2.6%	3.4%	4.4%	5.4%
ROE(%)	4.3%	5.8%	7.6%	9.3%
ROIC(%)	10.9%	12.9%	17.1%	22.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.8%	33.2%	32.6%	32.0%
净负债比率(%)	2.31%	5.21%	1.63%	1.51%
流动比率	2.31	2.29	2.36	2.40
速动比率	1.77	1.79	1.83	1.88
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.17	1.20	1.22
应收账款周转率	5	6	6	6
应付账款周转率	5.12	5.25	5.22	5.23
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.29	0.41	0.58	0.77
每股经营现金流	0.76	0.67	0.61	1.18
每股净资产(最新)	6.60	7.01	7.59	8.36
估值比率				
PE	50.22	35.17	24.87	18.51
PB	2.17	2.04	1.89	1.71
EV EBITDA	18	15	11	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