

审慎推荐-A (维持)

浙江震元 000705.SZ

目标估值: N/A
 当前股价: 10.16 元
 2017年08月06日

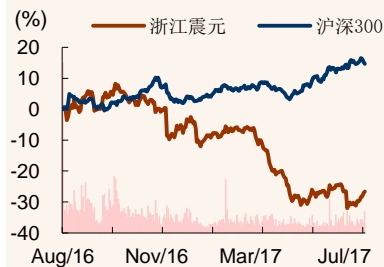
制药业务收入高增长 期待后续利润释放

基础数据

上证综指	3262
总股本(万股)	33412
已上市流通股(万股)	28194
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	4.6
资产负债率	35.1%
主要股东	绍兴震元健康产业集
主要股东持股比例	19.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-20	-26
相对表现	-4	-30	-42



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《浙江震元(000705)一医药工业迎来高速增长 看好月子中心业务发展》2017-06-01

李勇剑

0755-83271617
 liyj10@cmschina.com.cn
 S1090515080002

研究助理

李点典
 li diandian@cmschina.com.cn

公司发布半年报,收入、归母净利润和扣非归母净利润同比分别+5.96%, +65.17%和+67.13%。毛利率较高的药品制造业务收入增长较快,同时公司管理费用控制合理,带来盈利水平的提升。未来在腺苷蛋氨酸制剂销售和原料药出口快速增长的带动下,我们期待公司制药业务利润的释放,维持“审慎推荐-A评级”。

- 二季度毛利率提升,利润快速增长。公司 17Q2 营收 6.30 亿,同比+8.99%;归母净利润 3171 万元,同比+77.75%,实现快速增长。17Q2 毛利率 18.43%,同比上升 3.71 个百分点,我们估计主要是毛利率较高的药品制造的业务在二季度收入占比提升导致。17Q2 销售费用同比+50.46%,增长较快;同期管理费用同比-16.80%,控制良好。
- 17H1 利润受二季度拉动明显。公司 17H1 营收 12.54 亿元,同比+5.96%;归母净利润 4268 万元,同比+65.17%;剔除利息的影响,归母净利润同比+48%左右。公司 17H1 毛利率 18.65%,同比+2.58 个百分点,我们估计主要系二季度毛利率较高的制药业务收入占比增加导致。销售费用同比+20%;管理费用同比-2.16%,费用增长合理。
- 医药商业: 17H1 母公司(药品批发业务)收入 8.44 亿元,同比+3.91%;毛利率 5.15%,同比下降 0.48 个百分点。我们估计公司配送业务受制业务规模,毛利率较低;且近期在两票制、二次议价等政策影响下毛利率有所下降。但母公司通过对费用的有效控制,实现了利润的增长。中药材及中药饮片业务收入 1.20 亿元,同比+13.43%,需要说明的是由于该数据增加了中药饮片零售,所以统计口径和去年中药材及中药饮片批发业务数据不具可比性;就盈利能力方面,中药饮片子公司 17H1 收入 7676 万元,净利润 679 万元,同比提升明显(16 年全年收入 8470 万元,净利润 750 万元)。连锁子公司(药品零售业务)17H1 收入 2.31 亿元,同比+12.72%;净利润 1007 万元,同比+22.06%,我们判断净利润增速快于收入增速原因系品种结构优化和通过增加人工效率实现了费用控制。

- 医药工业: 我们估计由于当期费用的安排,导致制药业务净利润同比下降。制药子公司 17H1 收入 2.11 亿元,同比+26.80%;毛利率 31.56%,同比+0.47

财务数据与估值

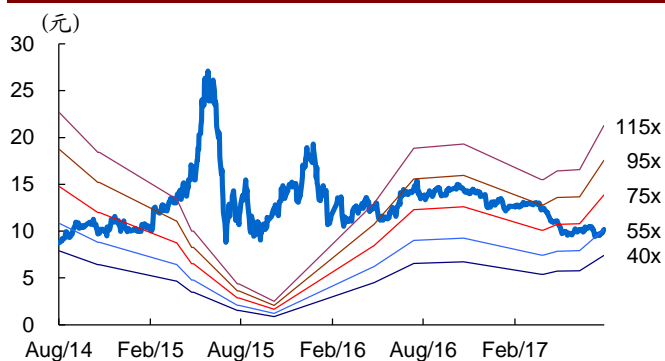
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2164	2440	2693	3047	3373
同比增长	4%	13%	10%	13%	11%
营业利润(百万元)	34	59	81	105	131
同比增长	-32%	72%	38%	30%	24%
净利润(百万元)	36	45	63	82	101
同比增长	-7%	25%	38%	30%	24%
每股收益(元)	0.07	0.14	0.19	0.24	0.30
PE	146.0	75.0	54.2	41.6	33.5
PB	4.2	2.6	2.9	2.7	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

个百分点；净利润 870 万元，同比下降 31.76%。**原料药业务**表现突出，17H1 收入 1.09 亿元，同比+29.92%；毛利率 24.60%，同比+3.11 个百分点。主要是出口的西索米星和奈替米星原料药受益国内环保趋严，17H1 出口收入 2500 万元，同比+114.36%；毛利率 37.58%，同比提升+6.80 个百分点，实现了量价齐升。**制剂业务** 17H1 收入 9893 万元，同比+23.49%；毛利率 39.29%，同比下降 1.93 个百分点，我们估计 17H1 腺苷蛋氨酸销售额 1000 万元左右。

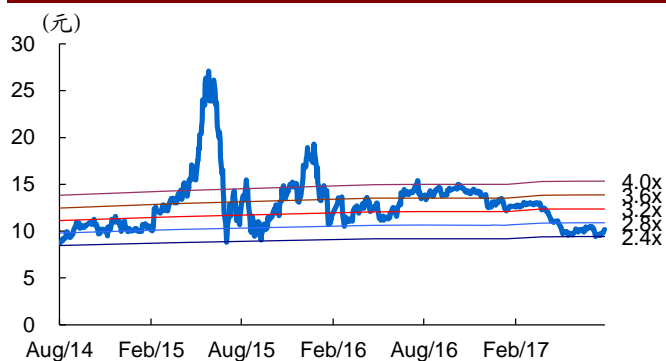
- **月子中心：同源健康 17 年有望实现盈利，扩张在即。**子公司同源健康 17H1 收入 537 万元，实现净利润 83 万元（16 年全年亏损 134 万元），我们预计 17 年其大概率实现盈利。公司第一家月子中心已经步入正轨，第二家的开办已经进入选址阶段。
- **维持“审慎推荐-A 评级”。**预计 17-19 年净利润分别增长 38%、30%和 24%，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.24 元和 0.30 元。我们期待公司腺苷蛋氨酸在工艺问题解决后的放量和米星类原料药出口的量价齐升，看好公司盈利空间未来的逐步释放，维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示：**两票制推行中公司下游客户流失；工业产品销售不达预期。

图 1：浙江震元历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：浙江震元历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1115	1102	1131	1274	1460
现金	226	246	218	245	324
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	43	30	33	37	41
应收款项	397	431	455	514	569
其它应收款	9	11	13	14	16
存货	372	343	368	411	453
其他	68	42	46	51	57
非流动资产	823	915	897	880	866
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	383	529	517	507	498
无形资产	37	49	44	40	36
其他	403	337	335	333	332
资产总计	1938	2017	2028	2154	2326
流动负债	636	683	796	869	977
短期借款	1	61	124	130	174
应付账款	359	380	417	467	514
预收账款	9	9	10	12	13
其他	268	232	244	261	276
长期负债	23	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0	0
其他	23	21	21	21	21
负债合计	660	703	816	890	998
股本	334	334	334	334	334
资本公积金	586	580	580	580	580
留存收益	345	379	275	325	385
少数股东权益	13	20	23	25	29
归属于母公司所有者权益	1265	1293	1189	1239	1300
负债及权益合计	1938	2017	2028	2154	2326

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	57	116	106	82	106
净利润	36	45	63	82	101
折旧摊销	44	51	59	57	55
财务费用	(0)	(6)	(9)	(9)	(9)
投资收益	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(16)	28	(8)	(52)	(47)
其它	(3)	(1)	3	6	7
投资活动现金流	(213)	(119)	(40)	(40)	(40)
资本支出	(198)	(43)	(40)	(40)	(40)
其他投资	(15)	(76)	0	0	0
筹资活动现金流	(3)	46	(93)	(15)	13
借款变动	234	358	63	6	44
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	18	(6)	0	0	0
股利分配	(260)	(312)	(167)	(31)	(41)
其他	6	7	11	10	10
现金净增加额	(158)	43	(28)	27	79

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2164	2440	2693	3047	3373
营业成本	1837	2089	2291	2563	2822
营业税金及附加	7	13	14	16	18
营业费用	151	174	193	218	241
管理费用	131	111	123	152	169
财务费用	(3)	(7)	(9)	(9)	(9)
资产减值损失	10	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	1	1	1
营业利润	34	59	81	105	131
营业外收入	14	4	4	4	4
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	43	58	81	105	130
所得税	6	12	16	21	26
净利润	37	47	65	84	105
少数股东损益	1	1	2	3	3
归属于母公司净利润	36	45	63	82	101
EPS (元)	0.07	0.14	0.19	0.24	0.30

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	13%	10%	13%	11%
营业利润	-32%	72%	38%	30%	24%
净利润	-7%	25%	38%	30%	24%
获利能力					
毛利率	15.1%	14.4%	14.9%	15.9%	16.3%
净利率	1.7%	1.9%	2.3%	2.7%	3.0%
ROE	2.9%	3.5%	5.3%	6.6%	7.8%
ROIC	2.1%	3.0%	4.3%	5.5%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	34.0%	34.9%	40.3%	41.3%	42.9%
净负债比率	0.0%	3.0%	6.1%	6.0%	7.5%
流动比率	1.8	1.6	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
存货周转率	5.4	5.8	6.4	6.6	6.5
应收帐款周转率	5.5	5.9	6.1	6.3	6.2
应付帐款周转率	5.2	5.7	5.7	5.8	5.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.07	0.14	0.19	0.24	0.30
每股经营现金	0.11	0.35	0.32	0.25	0.32
每股净资产	2.43	3.87	3.56	3.71	3.89
每股股利	0.60	0.50	0.09	0.12	0.15
估值比率					
PE	146.0	75.0	54.2	41.6	33.5
PB	4.2	2.6	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	19.5	14.3	10.7	9.1	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

团队荣誉：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。