

业绩改善明显，关注腺苷蛋氨酸及原料药增长

——浙江震元（000705）2017年中报点评

2017年08月04日

推荐/维持

浙江震元

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

浙江震元发布 2017 年中报，实现收入 12.54 亿，同比增长 5.96%，实现归母净利润 4269 万元，同比增长 65.17%，实现扣非后净利润 3830 万元，同比增长 67.63%。

从 Q2 单季来看，实现收入 6.30 亿元，同比增长 8.65%，实现归母净利润 3171 万元，同比增长 78.87%，实现扣非后净利润 2949 万元，同比增长 90.03%，二季度改善明显。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	599.39	603.83	580.02	588.99	667.17	624.24	630.22
增长率（%）	10.01%	11.89%	15.55%	12.34%	11.31%	3.38%	8.65%
毛利率（%）	16.02%	13.18%	14.94%	12.35%	16.75%	12.97%	18.43%
期间费用率（%）	12.70%	10.98%	10.62%	11.80%	12.09%	10.30%	11.06%
营业利润率（%）	2.52%	1.89%	3.72%	0.51%	3.39%	2.20%	6.54%
净利润（百万元）	25.82	8.45	17.90	2.24	18.16	11.29	32.91
增长率（%）	-10244.97	21.00%	-5893.88%	263.02%	-29.65%	33.61%	83.87%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.02	0.05	0.01	0.05	0.03	0.09
资产负债率（%）	34.19%	37.16%	36.22%	35.28%	34.87%	36.65%	35.09%
净资产收益率（%）	2.01%	0.66%	1.39%	0.17%	1.38%	0.85%	2.41%
总资产收益率（%）	1.32%	0.41%	0.89%	0.11%	0.90%	0.54%	1.56%

观点：

1、公司业务向好，二季度改善明显

公司各版块业务向好，上半年归母净利润及扣非后净利润分别同比增长 65.17%、67.63%，而二季度单季改善尤为明显，单季归母净利润及扣非净利润分别同比增长 78.87%、90.03%，由于去年三季度的低基数（仅有 150 万元净利润），未来表现业绩增速将会持续亮眼。

分业务来看：

1) 工业板块: 上半年整体实现收入 2.11 亿元, 同比增长 26.13%, 整体毛利率为 31.45%, 较去年同期上涨 0.24pp。

- ◆ **制剂:** 制剂板块恢复性增长, 腺苷蛋氨酸工艺解决放量可期。公司制剂板块上半年实现收入 9893 万元, 同比增长 23.49%, 毛利率为 39.29%, 较上年同期下降 1.93pp。公司去年因为口服固体制剂车间 GMP 认证以及 G20 会议影响, 产能受到限制, 今年制剂板块产能问题得到解决, 实现恢复性增长。同时, 公司重磅潜力品种腺苷蛋氨酸工艺问题已经解决, 我们预计 2017 年上半年实现 2000 万左右销售额, 我们预计全年实现翻倍左右增长。
- ◆ **原料药:** 米星类出口放量迅速, 制霉素价格上涨。公司原料药板块上半年实现收入 1.10 亿元, 同比增长 29.93%, 毛利率为 24.60%, 较上年同期上涨 3.10pp。公司原料药收入及毛利增长的主要原因我们认为有两点: ①米星类出口放量迅速。公司出口业务主要是西索米星、奈替米星原料药, 上半年实现收入 2501 万元, 同比增长 114.36%。②制霉素价格大幅上涨。制霉素原料药为公司独家产品, 根据我们草根调研情况, 目前制霉素价格较去年同期价格已经翻倍, 为公司贡献收入及毛利率的增长, 我们估计上半年制霉素销售额约为 2000-3000 万元。

2) 商业板块: 上半年整体实现收入 10.44 亿元, 同比增长 2.65%, 整体毛利率为 12.53%, 较去年同期上涨 1.32pp。

- ◆ **中药材及中药饮片:** 实现稳健增长。公司中药材及中药饮片业务上半年整体实现收入 1.20 亿元, 同比增长 13.42%, 毛利率为 34.75%, 由于其较高的毛利率, 带动公司商业板块整体毛利率提升。其中, 中药饮片上半年实现收入 7676 万元。
- ◆ **药品中成药:** 实现稳健增长。公司药品中成药上半年实现收入 8.52 亿元, 同比增长 4.89%, 毛利率为 7.85%, 同比增长 1.29pp, 我们判断是由于零售业务增速快于批发业务, 占比提升所致。

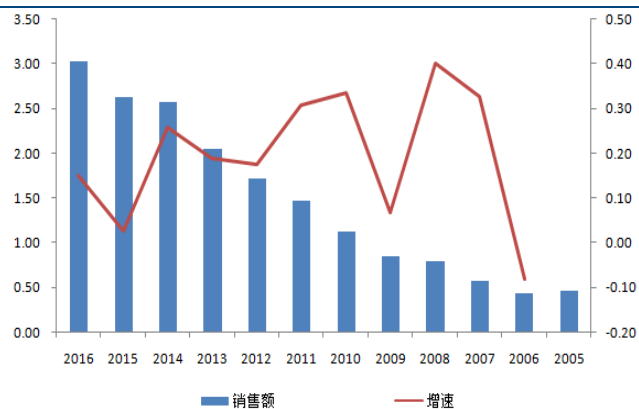
此外, 商业板块按渠道来划分 (因为存在分部间抵消的情况, 两项业务大于商业板块整体收入), 公司批发业务上半年实现收入 9.55 亿元, 基本保持稳定, 零售连锁业务上半年实现收入 2.31 亿元同比增长 12.72%, 其中 DTC 药房较去年同期增长 82.37%, 公司摸索 DTC 药房模式初见成效。

从财务指标上来看, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.66%、4.37%、-0.35%, 分别较去年同期变化+0.77pp, -0.38pp, -0.39pp, 整体变化不大, 其中销售费用率的增加主要是产品市场开拓费用的增加。

2、腺苷蛋氨酸工艺问题解决, 有望拉动制剂板块增长

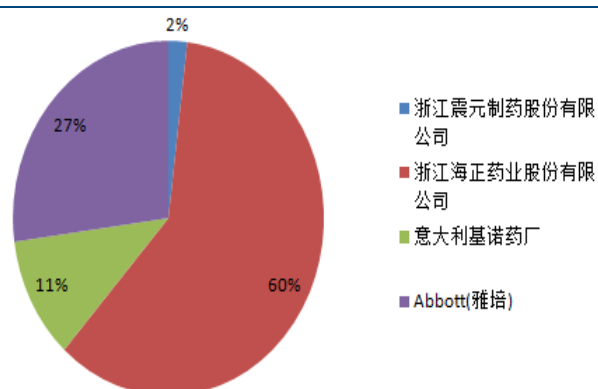
一直困扰公司腺苷蛋氨酸产能的工艺问题目前已经解决, 公司也在积极推动腺苷蛋氨酸原料扩产项目保证未来供应。腺苷蛋氨酸目前在国内仅有原研雅培、海正、震元拥有批文, 2016 年样本医院销售额为 3.02 亿元, 我们估计整体市场在 12 亿以上, 目前震元仅占 2% 的市场份额, 随着公司产能问题解决, 有望迅速放量, 我们预计今年全年有望实现翻倍以上增长。

图 1:腺苷蛋氨酸样本医院销售情况及增速



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

图 2: 腺苷蛋氨酸 2016 年样本医院竞争格局



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

结论:

我们预计公司2017年-2019年净利润为0.86、1.21、1.61亿元, 同比增长分别为89.91%、40.91%、33.12%, 对应PE分别为39x、28x、21x。我们认为, 公司业绩发生拐点, 传统工业业务受益于产能恢复和制霉菌素价格上涨, 而腺苷蛋氨酸未来有望为公司业绩带来巨大弹性, 维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	1115	1102	1189	1369	1610	营业收入	2164	2440	2657	3123	3721
货币资金	226	246	267	314	380	营业成本	1837	2089	2237	2603	3084
应收账款	397	431	469	551	657	营业税金及附加	7	13	14	17	20
其他应收款	9	11	12	15	17	营业费用	151	174	189	223	260
预付款项	40	27	12	-5	-24	管理费用	131	111	112	131	156
存货	372	343	368	428	507	财务费用	-3	-7	-5	-5	-5
其他流动资产	28	11	28	28	28	资产减值损失	10.24	2.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	823	915	782	747	713	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.83	1.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	383	529	482	437	393	营业利润	34	59	110	154	205
无形资产	37	49	44	39	34	营业外收入	13.88	4.20	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	96	178	178	178	178	营业外支出	4.99	4.33	0.00	0.00	0.00
资产总计	1938	2017	1971	2116	2323	利润总额	43	58	110	154	205
流动负债合计	636	683	471	527	615	所得税	6	12	22	31	41
短期借款	1	61	61	28	0	净利润	37	47	88	123	164
应付账款	359	380	159	224	311	少数股东损益	1	1	2	2	3
预收款项	9	9	10	11	13	归属母公司净利润	36	45	86	121	161
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	108	146	141	184	234
非流动负债合计	23	21	166	166	166	BPS (元)	0.11	0.14	0.26	0.36	0.48
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	660	703	637	693	781	成长能力					
少数股东权益	13	20	22	25	27	营业收入增长	3.95%	12.78%	8.90%	17.52%	19.15%
实收资本(或股本)	334	334	334	334	334	营业利润增长	-32.04	72.28%	87.13%	40.64%	32.90%
资本公积	537	537	537	537	537	归属于母公司净利润	89.81%	40.91%	89.81%	40.91%	33.12%
未分配利润	305	334	311	278	234	获利能力					
归属母公司股东权	1265	1293	1312	1399	1515	毛利率(%)	15.10%	14.37%	15.80%	16.64%	17.11%
负债和所有者权	1938	2017	1971	2116	2323	净利率(%)	1.71%	1.92%	3.30%	3.95%	4.41%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2.86%	3.50%	6.55%	8.66%	10.64%
经营活动现金流	57	116	-175	108	134	偿债能力					
净利润	37	47	88	123	164	资产负债率(%)	34%	35%	32%	33%	34%
折旧摊销	76	94	0	35	34	流动比率	1.75	1.61	2.53	2.60	2.62
财务费用	-3	-7	-5	-5	-5	速动比率	1.17	1.11	1.75	1.79	1.79
应付帐款的变化	0	0	-38	-82	-106	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	1	1	1	总资产周转率	1.16	1.23	1.33	1.53	1.68
投资活动现金流	-213	-119	100	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.16	6.60	9.86	16.31	13.91
长期股权投资减少	0	0	100	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.14	0.26	0.36	0.48
筹资活动现金流	-3	46	-19	-62	-68	每股净现金流(最新)	-0.47	0.13	-0.28	0.14	0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.79	3.87	3.93	4.19	4.53
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	91.64	72.00	39.19	27.81	20.89
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.66	2.60	2.57	2.41	2.22
现金净增加额	-158	43	-94	47	66	EV/EBITDA	29.19	21.82	22.37	16.74	12.77

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。