

日期: 2011年9月1日  
行业: 原料药/医药商业



赵冰  
021-53519888-1902  
Zhaobing1704@hotmail.com  
执业证书编号: S0870511030004

# 制剂项目增加利润 新建连锁提振品牌

## 基本数据 (2011H1)

报告日股价 (元)	13.99
12mth A 股价格区间 (元)	11.16/16.85
总股本 (百万股)	125.33
无限售 A 股/总股本	79.22%
流通市值 (亿元)	13.89
每股净资产 (元)	4.24
PBR (X)	3.30
DPS (Y10, 元)	不分配

## 主要股东 (2011H1)

绍兴市旅游集团有限公司	22.53%
安徽安粮兴业有限公司	4.64%
杭州胡庆余堂集团有限公司	1.64%

## 收入结构 (2011H1)

医药商业	74.30%
医药工业	24.80%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



## ■ 动态事项:

公司公布非公开发行股票预案, 拟以不低于12.70元/股的价格向不超过十名特定对象非公开发行不超过4175万股股份。其中, 控股股东绍兴市旅游集团有限公司认购的数量不低于非公开发行数量的10%。此次非公开发行股票拟募集资金总额不超过5.3亿元, 募集资金项目主要是三个: 浙江震元科技园区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项目; 现代医药物流配送中心项目。

## ■ 事项点评:

### 制剂升级改造项目提高公司整体盈利水平

此次制剂升级改造项目建成后, 公司将新增年产 3000 万瓶冻干粉针、500 万支小水针、30000 万片 (粒) 口服固体制剂、4000 万袋/粒头孢类口服固体制剂的生产能力。由于公司业绩基数较低, 制剂利润很高, 所以公司扩大制剂生产和销售, 利润大幅增长将成为大概率事件。此次制剂扩产, 很多产品均有广阔的市场前景: 1) 注射用泮托拉唑钠: 泮托拉唑是继奥美拉唑、兰索拉唑的升级产品, 2010 年, 奥美拉唑系列产品在中国的销售金额超过了 100 亿元, 泮托拉唑也达到了 32.44 亿元, 预计在未来几年里泮托拉唑将逐步替代奥美拉唑, 并将保持很高的增长速度。2) 氯诺昔康制剂: 氯诺昔康是一种新的昔康类非甾体抗炎药, 主要用于治疗关节炎等各种炎症疼痛。现在氯诺昔康也被广泛用于手术后镇痛, 与杜冷丁配用, 减少患者对于杜冷丁的上瘾程度, 今年氯诺昔康增加了人工流产后镇痛等适应症。公司该产品 2010 年在全国占有率达到 68%, 并且在工艺方面具有明显的优势, 生产技术在国内外处于领先水平, 前景看好。3) 美他多辛胶囊: 该产品是一种代谢平衡药, 临床用于治疗酒精性肝病的药物, 临床使用安全性高, 尚无严重不良反应的报道。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%。公司即将拿到美他多辛针剂批文, 随后将做大规模的推广, 国内仅公司和山东齐都药业拿到批文, 产品市场前景十分看好。

### 扩大“震元堂”老字号影响力, 零售医药连锁做精做强

公司连锁药店以中药饮片为主要经营特色, 采取“名店、名医、名药”相结合的经营模式, 增发项目拟拓展震元堂两翼, 并在诸暨、柯桥各开设大型 1 家直营零售旗舰店, 在浙江省内重点地区开设 30 家直营门店、专柜。绍兴市的震元堂单店销售额在 2008 年为 6152 万元, 列全国第十六位; 2010 年超过 8 千万, 全国名列第十; 今年有望销售

报告编号: YGQ11-CT08

相关报告: YGQ11-CT07

首次报告日期: 2010 年 12 月 23 日

额有望过亿。“震元堂”的品牌价值早在 2008 年就已经估计有 6 亿多，排名在浙江省第二。此次增发扩建后，公司连锁门店、专柜数量将达到 100 家以上，布局将更加合理，中华老字号“震元堂”营业面积将扩大一倍，品牌效应将进一步体现。

**现代物流配送项目，巩固绍兴地区医药商业龙头地位**

现代物流配送项目，拟对现有的药品物流中心进行升级改造，提升现有配送中心的配送能力和效率，提高配送运营能力。公司原来的仓储建于 02 年，当时是以 10 亿左右的销售规模建造的。而公司去年的销售就达到了 9 亿多，按照公司的 20%-30%的发展速度，升级改造势在必行。此次增发项目涉及到一个就是仓储的改造，增加一些电子设备，减少人工，降低物流成本，提高仓储资源的利用率，提高作业效率和准确率；第二就是为经营业务规模的拓展增加必要的资金，提升企业竞争力，提高公司盈利能力。建成后，配送中心将可支持年 20 亿元的销售规模，并巩固公司在绍兴及周边地区医药配送的龙头地位。

**■ 投资建议：**

**未来六个月内，维持“跑赢大市”评级**

预计公司 11、12 年实现每股收益为 0.30 元和 0.43 元，以 8 月 31 日收盘价 13.99 元计算，动态市盈率分别为 46.7 倍和 32.8 倍。同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 47.4 倍和 34.1 倍。公司目前的估值水平接近于行业平均水平，考虑到公司医药工业、商业发展稳健快速，业绩基数低，制剂扩产产品线丰富，不排除未来业绩超预期的可能，我们维持公司“跑赢大市”的评级。

**■ 数据预测与估值：**

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1503.28	1791.36	2126.54	2532.35
年增长率 (%)	17.8%	19.2%	18.7%	19.1%
归属于母公司的净利润	21.07	37.57	53.48	73.09
年增长率 (%)	18%	78%	42%	37%
每股收益 (元)	0.17	0.30	0.43	0.58
PER (X)	83.2	46.7	32.8	24.0

注：有关指标按当年股本摊薄

**■ 附表**
**附表 1 浙江震元损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)**

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,276.0</b>	<b>1,503.3</b>	<b>1,791.4</b>	<b>2,126.5</b>	<b>2,532.4</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,256.1</b>	<b>1,480.1</b>	<b>1,747.4</b>	<b>2,063.8</b>	<b>2,446.4</b>
营业成本	1,120.5	1,324.3	1,571.0	1,859.0	2,207.7
营业税金及附加	4.5	5.0	6.6	7.5	8.9
销售费用	58.0	65.8	76.7	88.9	103.3
管理费用	62.7	74.4	86.9	101.0	117.8
财务费用	6.4	5.2	6.2	7.4	8.8
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	2.5	4.3	3.0	3.3	3.5
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>四、营业利润</b>	<b>22.5</b>	<b>27.5</b>	<b>47.0</b>	<b>66.0</b>	<b>89.5</b>
加: 营业外收入	3.3	2.7	2.7	2.7	2.7
减: 营业外支出	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>五、利润总额</b>	<b>23.7</b>	<b>27.9</b>	<b>47.3</b>	<b>66.4</b>	<b>89.8</b>
减: 所得税	3.7	4.2	7.6	10.6	14.4
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>六、净利润</b>	<b>19.9</b>	<b>23.6</b>	<b>39.8</b>	<b>55.8</b>	<b>75.4</b>
减: 少数股东损益	2.1	2.5	2.2	2.3	2.3
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>17.8</b>	<b>21.1</b>	<b>37.6</b>	<b>53.5</b>	<b>73.1</b>
<b>七、摊薄每股收益 (元)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.17</b>	<b>0.30</b>	<b>0.43</b>	<b>0.58</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**附表 2 浙江震元历年财务指标**

指标名称	2007年	2008年	2009年	2010年
销售毛利率(%)	13.64	12.86	12.19	11.90
EBIT/主营业务收入(%)	2.22	2.35	2.36	2.15
销售净利率(%)	0.94	1.27	1.56	1.57
净资产收益率(全面摊薄)(%)	1.63	2.54	3.61	4.13
流动比率	1.28	1.34	1.37	1.32
速动比率	0.86	0.92	0.96	0.83
资产负债率(%)	42.96	43.09	44.60	50.31
存货周转率	5.18	6.04	6.65	6.04
应收账款周转率	5.94	6.56	5.96	5.81
总资产周转率	1.09	1.25	1.38	1.46
净利润同比增长率(%)	-24.88	58.41	45.30	18.44
每股收益(全面摊薄)	0.06	0.10	0.14	0.17
每股经营性现金流量	0.39	0.25	0.21	0.39
每股未分配利润	0.60	0.66	0.74	0.83
每股资本公积金	2.01	1.98	2.02	2.08

数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。