

期待解酒药美他多辛放量

增持 首次评级

目标价格：16.50元

投资要点：

- 📖 原料药向制剂药转型，解酒药美他多辛的放量是未来最大看点
- 📖 医药商业是绍兴地区龙头，具备强大的渠道优势与老字号中医特色
- 📖 定向增发成功，募投项目提升制剂药产能、扩张门店与改善财务状况

报告摘要：

- **公司正处在原料药向制剂药转型阶段，解酒药美他多辛会是未来最大看点。**公司在生产传统原料药上优势明显，市占率不是唯一就是第一。同时公司原料药逐渐淡出低端，在生产新药上加大投入，向国际高端市场进军的出口业务有重大突破。另外以氯诺昔康、伏格列波糖为代表的制剂药逐步发力，新药增长迅猛，其中解酒护肝药美他多辛未来的放量将会是公司未来利润增长的最大看点。
- **公司医药商业业务是绍兴地区龙头，渠道优势明显，中药饮片零售业务等中医特色业务作用凸显。**公司是绍兴当地规模最大的医药流通企业，具备浙江省内地级与县级市的配送能力。稳固区域市占率的同时不断做强医院直销业务，同时通过收购来拓宽销售渠道。公司医药零售业务围绕“震元堂”这一百年老字号稳步扩张，门店提供特色中医服务，传统优势中药饮片销售增长势头强劲。
- **定向增发成功，募投项目提升公司竞争力，改善财务状况。**2012年11月公司募集资金到位，募投项目包括制剂药生产线、直营门店及营销网络建设项目与现代医药物流配送中心，以及补充流动资金。
- **盈利预测与估值。**预计公司2012-2014年营业收入分别为20.02、24.38、30.05亿元，增速分别为16%、22%、23%；净利润0.48、0.91、1.35亿元，增速52%、91%、48%。EPS 0.29、0.55、0.81元，以2013年1月23日收盘价13.59元计，对应的P/E分别为47倍、25倍、17倍。给予公司2013年30倍P/E，未来6个月目标价为16.50元，首次给予“增持”评级。

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88085965

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



相关研究

《中福实业：平潭全面建设助力公司业绩反转》

2013/1/22

《政策驱动，军工产业空间巨大》

2013/1/16

《劲胜股份：智能终端产业链上的金花待放》

2013/1/15

《超华科技：内涵与外延发展同时刺激高增长》

2013/1/14

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	1,503.3	1,719.5	2,001.6	2,438.2	3,004.5
增长率(%)	17.8	14.4	16.4%	21.8%	23.2%
归母净利润(百万)	23.6	33.5	50.4	96.1	142.4
增长率(%)	18.6	41.9	50.3	90.7	48.1
每股收益	0.17	0.25	0.29	0.55	0.81
市盈率	83.62	55.88	46.97	24.76	16.81

目录

一、医药工商业并重的区域百年老店.....	6
(一) 公司概况.....	6
(二) 公司组织架构.....	6
(三) 公司经营业绩分析.....	7
二、公司核心竞争优势分析.....	9
(一) 医药工业多项产品处于市场领先地位.....	9
1、震元制药是公司利润的最大来源.....	9
2、公司罗红霉素、制霉菌素等原料药产品市占率领先.....	11
3、公司原料药产品出口贸易取得突破.....	12
4、公司大力发展制剂药业务，未来发展空间巨大.....	13
(1) 氯诺昔康：抗炎镇痛药，有较强的价格优势，被广泛使用.....	13
(2) 伏格列波糖：降糖药，市占率大，副作用少，可与其他药物联合应用.....	14
(3) 泮托拉唑钠：治疗胃溃疡，稳定性好，药物间相互作用小，生物利用率高.....	16
(4) 美他多辛：真正解酒药，加快乙醛代谢，市场前景无比广阔，是未来最大看点.....	16
(二) 医药商业是有中医特色的区域龙头.....	19
1、公司医药商业批发业务是绍兴区域龙头.....	20
(1) 医药商业批发行业受政府利好政策刺激将继续保持增长.....	20
(2) 公司在绍兴地区优势明显，通过收购扩张销售渠道.....	24
2、公司医药商业零售业务分析.....	26
(1) 我国医药商业零售行业增长强劲，未来增长潜力巨大.....	26
(2) 公司零售门店稳步扩张，震元堂是有中医特色的老字号.....	27
3、公司传统优势中药饮片领域分析.....	29
(1) 中药饮片行业需求驱动高增长，老牌厂商更加有优势.....	29
(2) 公司中药饮片业务是传统优势，通过增发募资扩大产能.....	33
4、公司医药商业业务在浙江省内面临激烈竞争.....	34
三、非公开发行提高竞争力，改善财务状况.....	36
(一) 非公开发行概况.....	36
(二) 拟投资项目分析.....	36
1、浙江震元制药有限公司震元科技园区二期升级改造项目（制剂产品）.....	36
2、直营门店及营销网络建设项目.....	37
3、现代医药物流配送中心建设项目.....	37
4、补充流动资金项目.....	37
四、盈利预测与风险提示.....	38
(一) 盈利预测.....	38
1、盈利预测逻辑与核心假设.....	38
2、盈利预测结果.....	39
(二) 风险提示.....	39
财务报表及附录.....	40

插图

图 1: 公司股权结构图.....	6
图 2: 公司主营业务收入增长情况.....	7
图 3: 公司净利润增长情况.....	7
图 4: 公司毛利率、净利率变动情况.....	8
图 5: 公司费用率变动情况.....	8
图 6: 公司主营业务收入按行业构成.....	8
图 7: 公司毛利按行业构成.....	8
图 8: 2012H 公司分行业毛利率对比.....	8
图 9: 公司医药工业与医药商业历年毛利率对比.....	8
图 10: 震元制药营收及占公司比重.....	9
图 11: 震元制药净利润及占公司比重.....	9
图 12: 震元制药营收及增长情况.....	9
图 13: 震元制药净利润及增长情况.....	9
图 14: 震元制药毛利率与净利率.....	10
图 15: 公司罗红霉素营收及占比情况.....	12
图 16: 公司罗红霉素毛利及占比情况.....	12
图 17: 公司国外销售收入及增长情况.....	13
图 18: 公司国外与国内销售对比情况.....	13
图 19: 美国糖尿病每万人诊疗人次.....	16
图 20: 白酒（折 65 度）销量及增长情况.....	17
图 21: 人体酒精代谢过程示意图.....	18
图 22: 公司医药商业营业收入及增长情况.....	20
图 23: 公司医药商业毛利及增长情况.....	20
图 24: 公司医药商业毛利率增长情况.....	20
图 25: 药品流通行业商品销售额及增长情况.....	21
图 26: 医药批发企业数量.....	21
图 27: 卫生费用构成变动情况.....	22
图 28: 新农合参与率与人均筹资额增长情况.....	22
图 29: 社区卫生服务站与服务中心数量.....	23
图 30: 医院终端药品市场规模及增长情况.....	23
图 31: 浙江省 2011 年各地区人均 GDP 比较.....	23
图 32: 绍兴户籍总人口数及增长情况.....	23
图 33: 母公司营业收入及增长情况.....	24
图 34: 母公司净利润及增长情况.....	24
图 35: 直销业务模式示意图.....	25
图 36: 调拨（分销）业务模式示意图.....	25
图 37: 我国药品零售连锁企业数量及增长情况.....	26
图 38: 我国零售药店门店数量及增长情况.....	26
图 39: 连锁药店百强销售额及增长情况.....	26
图 40: 震元连锁营业收入及增长情况.....	27
图 41: 震元连锁净利润及增长情况.....	27
图 42: 震元连锁毛利率与净利率增长情况.....	27

图 43: 震元连锁旗舰店.....	28
图 44: 震元堂老药铺.....	28
图 45: 震元连锁历年门店数量.....	29
图 46: 中药饮片行业产业链.....	29
图 47: 中药饮片加工行业营收及增长情况.....	30
图 48: 中药饮片加工行业利润总额及增长情况.....	30
图 49: 中药饮片销售收入占医药工业销售收入比重.....	30
图 50: 中药饮片与医药工业收入增长率.....	30
图 51: 人参类中药材单价变化情况.....	31
图 52: 当归、茯苓、杜仲、川芎单价变化情况.....	31
图 53: 65 岁及以上人口占比情况.....	32
图 54: 中药饮片加工出口交货值及增长情况.....	32
图 55: 震元堂中医馆.....	34
图 56: 震元堂参茸系列.....	34
图 57: 震元堂大补酒.....	34
图 58: 2012Q3 浙江医药商业上市公司营收对比.....	35
图 59: 2012Q3 浙江医药商业上市公司净利润对比.....	35
图 60: 公司与浙江医药商业上市公司毛利率对比.....	35
图 61: 公司与浙江医药商业上市公司净利率对比.....	35
图 62: 公司与行业流动比率及速动比率对比.....	38
图 63: 公司与行业资产负债率对比.....	38

表格

表 1: 公司主要子公司经营情况及业绩	6
表 2: 震元制药主要产品情况	10
表 3: 氯诺西康的主要应用领域与功效	13
表 4: 氯诺昔康与芬太尼、曲马多在无痛人流上的对比	14
表 5: 伏格列波糖与阿卡波糖对比	15
表 6: 伏格列波糖的额外降血脂作用	15
表 7: 伏格列波糖减轻糖尿病人动脉硬化的作用	15
表 8: 注射用泮托拉唑钠优点一览	16
表 9: 美他多辛药效综述	17
表 10: 公司美他多辛胶囊与注射液对比	19
表 11: 医药商业相关产业政策	21
表 12: 绍兴市医药供销公司在增资控股前后的股权结构	25
表 13: 2011 年中国药店单店销售额排行榜前十名	29
表 14: 中药饮片相关产业政策	32
表 15: 医药商业巨头在浙江省内的收购情况	34
表 16: 公司与其他浙江医药商业上市公司对比情况	36
表 17: 非公开发行募集资金拟投资项目	36
表 18: 非公开发行投资医药制剂项目	37
表 19: 营业收入增长率预测按行业细分	38
表 20: 营业收入预测按行业细分	39
表 21: 浙江震元 2012-2014 年财务报表预测	40
表 22: 浙江震元 2012-2014 年财务指标预测	41

一、医药工商业并重的区域百年老店

（一）公司概况

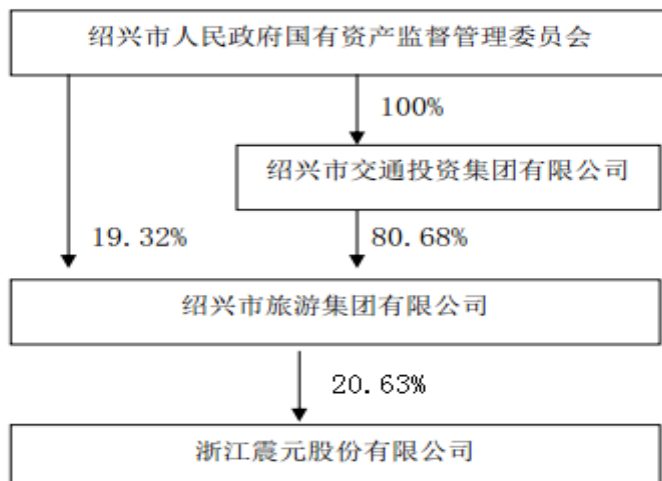
浙江震元股份有限公司（以下简称浙江震元，股票代码 000705）是浙江绍兴地区最大的工商业并重的医药综合企业。公司前身是 1971 年创建的国营浙江绍兴医药采购供应站，1984 年在绍兴地市机构改革过程中经合并绍兴市（县）医药公司后，逐步发展为二、三级批发与零售合一的医药企业。公司目前注册资本 1.67 亿元，1997 年初发行上市。业务范围包括医药商业的批发、零售和医药工业产品销售，主要工业产品有制霉素、罗红霉素、氯诺昔康、硫酸西索米星、硫酸奈替米星、伏格列波糖、泮托拉唑钠、美他多辛等原料药及制剂。

公司先后被授予中国服务业 500 强企业、中国 100 强医药企业、中华老字号品牌价值百强企业、省服务业 80 强企业、省医药商业 10 强企业、省级文明单位、绍兴市首批劳动关系和谐企业等荣誉。公司零售业务品牌“震元堂”是浙江省著名的医药百年品牌，被国家商务部认定为首批“中华老字号”。“震元”品牌被评为“亚洲名优品牌奖”，“震元”商标为浙江省著名商标。

（二）公司组织架构

公司下设两家分公司，拥有浙江震元制药有限公司、浙江震元医药连锁有限公司等六家控股子公司。公司大股东为绍兴市旅游集团有限公司，实际控制人是绍兴市国资委。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，宏源证券

表 1：公司主要子公司经营情况及业绩

子公司名称	持股比例	主要业务
浙江震元制药有限公司	100%	主要从事制药业务，主要产品有制霉素、罗红霉素、氯诺昔康、伏格列波糖、美他多辛等。12 年上半年营业收入 2 亿元，净利润 1488 万元。
浙江震元医药连锁有限公司	87.08%	主要从事医药零售连锁，现有连锁药店 75 家。12 年上半年营业收入 1.32

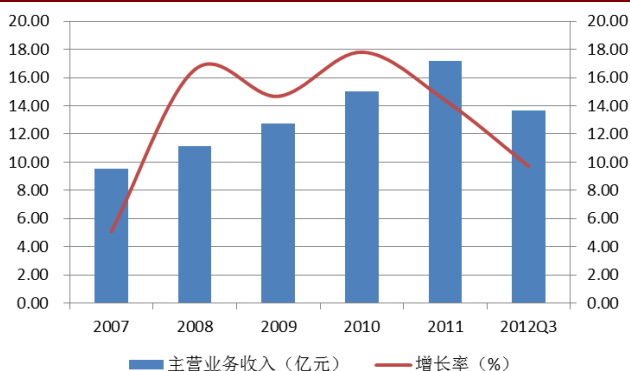
绍兴震元医疗器械化学试剂有限公司	51%	亿元，净利润 441 万元。 主要从事医疗器械、化学试剂及化学原料、玻璃仪器等的批发和零售。12 年上半年营业收入 1629 万元，净利润 10 万元。
绍兴震元医药经营有限责任公司	51.94%	主要从事中药材、抗生素、化学药制剂、中药饮片等的批发和零售。12 年上半年营业收入 7137 万元，净利润 1 万元。
绍兴市震元商务咨询有限公司	100%	主要从事经济信息咨询、会展服务、市场营销策划等。12 年上半年营业收入 114 万元，净利润 65 万元。
浙江新光药品有限公司	100%	主要从事医药批发业务。12 年上半年营业收入 1226 万元，净利润 3 万元。

资料来源：公司公告，宏源证券

(三) 公司经营业绩分析

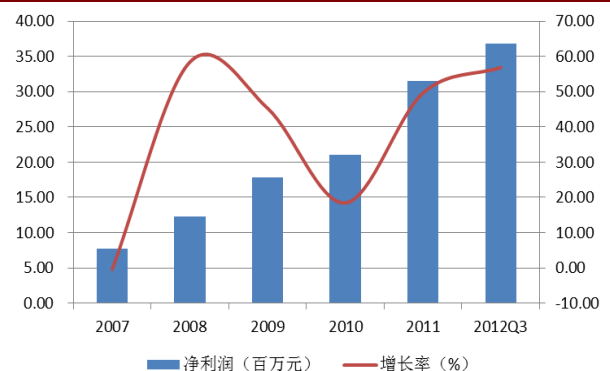
公司近年来营业收入与净利润稳步增长。2012 年前三季度，营业收入 13.66 亿元，同比增长 9.7%，归属上市公司股东净利润 3,684 万元，同比增长 56.87%。其中公司第三季度营收同比增长 15.66%，净利润同比增长 67.73%，呈现单季度加速增长的趋势。公司预计 2012 年全年净利润同比增长 50%-70%。

图 2：公司主营业务收入增长情况



资料来源：wind，宏源证券

图 3：公司净利润增长情况

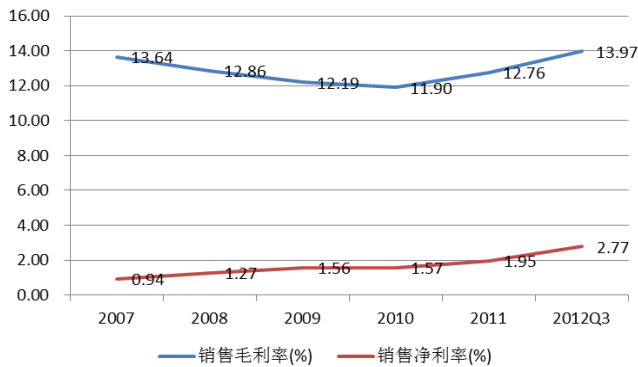


资料来源：wind，宏源证券

公司自 2010 年来毛利率稳步提升，2012 年第三季度达到 13.97%，同比提升了 1.2 个百分点，其中第三季度单季度毛利率为 14.7%，为 2002 年以来单季度的新高。这主要得益于公司经营情况持续好转，产品结构调整，制剂新药与中药饮片的销售快速增长。公司于 2012 年开始实施营销改革，随着改革的深入，毛利率有望继续提升。期间费用率呈现下降趋势，导致公司净利率五年来稳步提升，2012 年三季度已达 2.77%。

公司对费用的控制能力良好，期间费用率五年来呈现稳中有降的趋势。2012 年第三季度销售费用率与管理费用率仅同比提高了 0.21 与 0.06 个百分点。公司由于短期借款增加，财务费用增加了 293 万元，使得财务费用率同比提高了 0.18 个百分点。

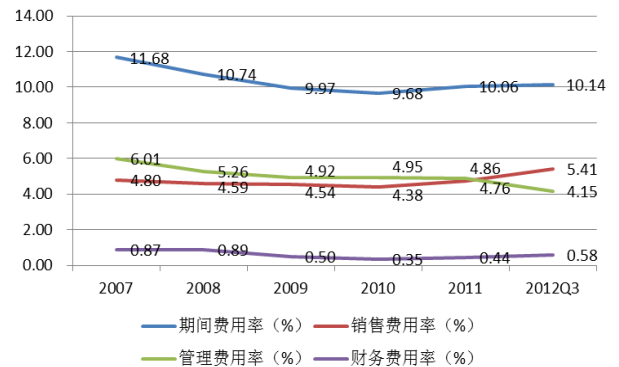
图 4: 公司毛利率、净利率变动情况



资料来源: wind, 宏源证券

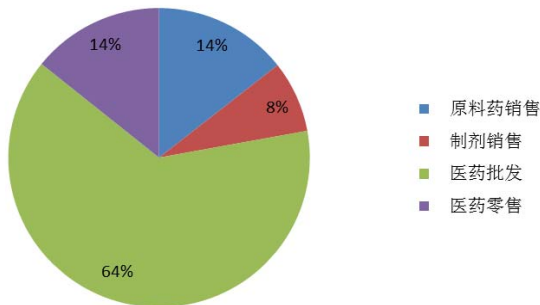
公司主营业务构成中的医药商业收入(包括医药批发与零售)占比达 78%, 2012 年上半年共计 7.16 亿元, 同比增加 11.13%。对公司毛利贡献最大的是包括原料药销售与制剂药销售的医药工业, 2012 上半年医药工业毛利率达到 23.44%, 其中制剂药销售毛利率高达 43.02%。公司目前正处于从原料药向制剂药过渡的进程当中, 未来公司原料药逐渐淡出低端市场, 转向进军国际高端市场, 而制剂药也淡出普药, 转而发展新药, 未来有望对公司毛利率的提升贡献更多。

图 5: 公司费用率变动情况



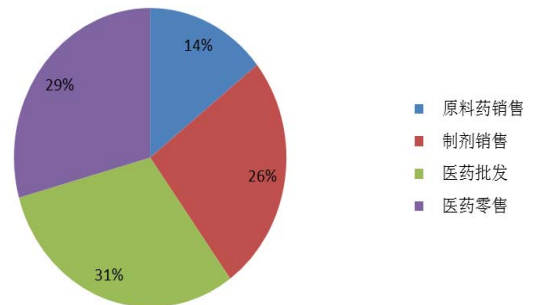
资料来源: wind, 宏源证券

图 6: 公司主营业务收入按行业构成



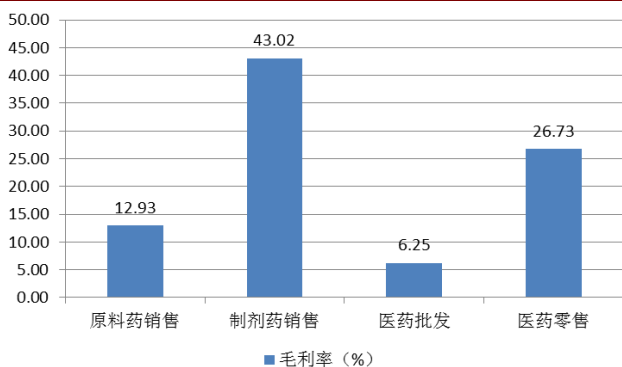
资料来源: wind, 宏源证券

图 7: 公司毛利按行业构成



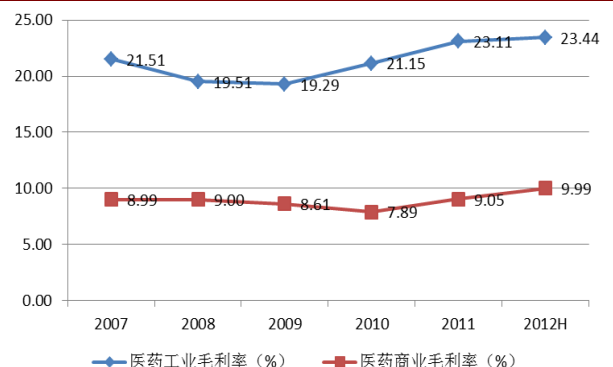
资料来源: wind, 宏源证券

图 8: 2012H 公司分行业毛利率对比



资料来源: wind, 宏源证券

图 9: 公司医药工业与医药商业历年毛利率对比



资料来源: wind, 宏源证券

二、公司核心竞争优势分析

(一) 医药工业多项产品处于市场领先地位

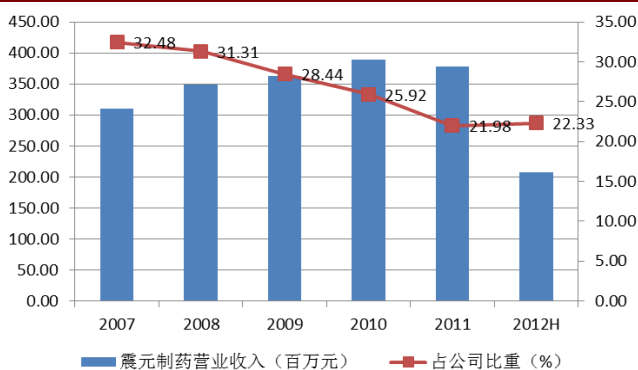
1、震元制药是公司利润的最大来源

公司的全资子公司浙江震元制药有限公司成立于1972年，是国内独家生产制霉菌素企业与全球最大的罗红霉素生产厂商，专业生产大环内酯类、氨基糖苷类、头孢菌素类、多烯类抗真菌抗生素等原料药及制剂产品。震元制药继2008年之后再次被认定为浙江省2011年高新技术企业，认定有效期3年，2011~2013年按照15%的优惠税率计缴企业所得税。

2011年9月，震元制药与沈寅初院士牵头的专家团队签约，并被授予“院士专家工作站”，有利于震元制药研发能力的提升，加快推动公司新药研发和产业化。震元制药与中国科学院上海有机化学研究所、中国科学院上海药物所、上海医药工业研究院、中国药科大学、浙江大学等科研机构与院校建立了长期的友好合作关系，目前有20多个新产品正在开发之中，累计获得11项专利。

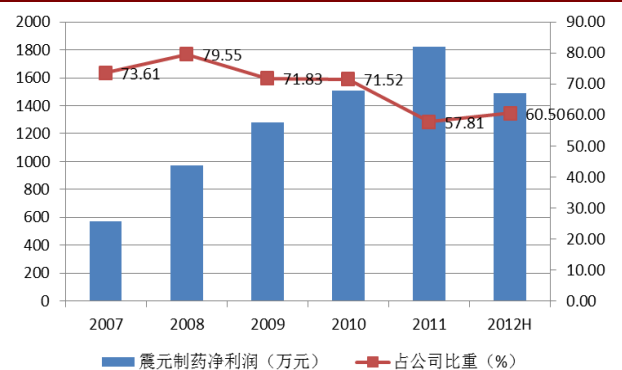
2012年上半年震元制药实现营业收入2亿元，净利润1,488万元，同比分别增长-5.22%和74.44%，毛利率和净利率均呈现逐年上升趋势。震元制药净利润占公司净利润比重达60.5%，医药工业仍是公司利润的最大来源，但呈现下降的趋势。

图 10: 震元制药营收及占公司比重



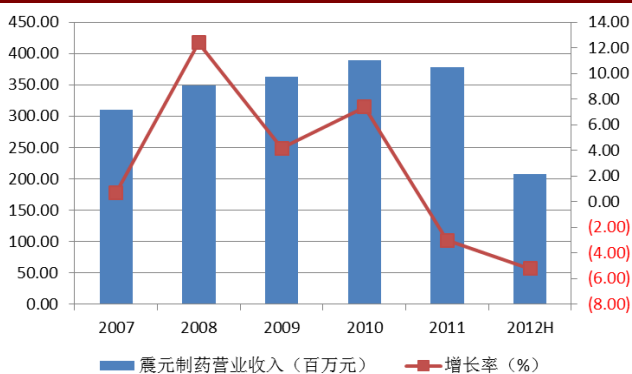
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 11: 震元制药净利润及占公司比重



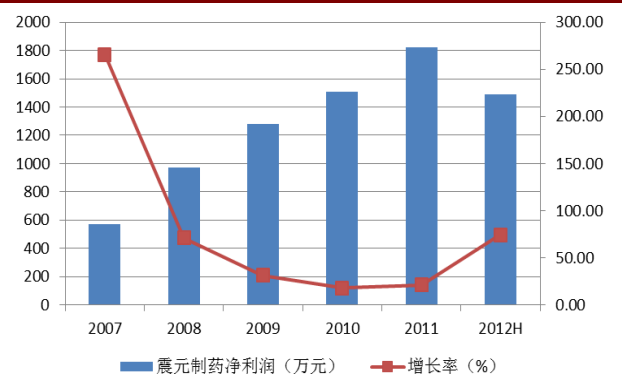
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 12: 震元制药营收及增长情况



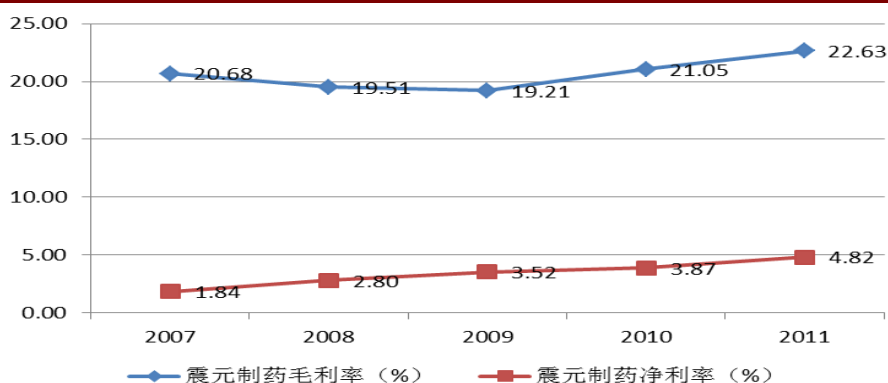
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 13: 震元制药净利润及增长情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 14: 震元制药毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 宏源证券

震元制药从 2004 年开始调整制药工业产品结构, 由单纯的抗生素生产转向多用途、多元化产品。震元制药在工艺技术与营销策略上加以改进, 一批“不是唯一就是第一”的原料药冠军品种继续保持市场领先地位, 同时制剂药投入加大, 新的强势品种增长较快, 虽然目前销售收入占比仍然比较小, 但未来有望得到显著提升。目前原料药销售收入占比约为 65%。

2012 年公司医药工业销售额下降约 5%, 主要是原料药销售的下降所致, 制剂药增长了 18%。其中新药盈利能力高的销售更好。新药的增长很快, 2011 年制剂药中新药与普药的比例在 1.18:1, 而 2012 年该比例上升为 1.5:1。2012 年新药销售额超过亿元, 超过了原来 9000 万的预期。普药销售也有平均 8% 的增长。一般而言, 普药的毛利率达到 10% 就相当好, 而新药的毛利率至少会有 30%-50%。

表 2: 震元制药主要产品情况

产品名称	分类	制备工艺	治疗领域	是否基药	医保情况	销售情况
原料药						
罗红霉素	大环内酯类 抗生素	化学合成	抗细菌	否	乙类	市占率第一, 全球最大原料药生产商
制霉菌素	多烯型抗生 素	发酵	抗真菌	是	甲类	国内独家生产企业
硫酸西索米星	氨基糖甙类 抗生素	发酵	抗细菌	否	乙类	全球唯一生产企业
硫酸奈替米星	半合成氨基 糖甙类抗生 素	化学合成	抗细菌	否	乙类	国内最大生产商
制剂药						
氯诺昔康	非甾体类消 炎镇痛药	化学合成	急性疼痛、关节疼痛、 术后轻中度疼痛	否	乙类	二类新药, 国内市占率第一, 占比 70% 多, 销售额 3000 多万元, 30% 左右的增长
头孢他美酯	β-内酰胺类 抗生素	半合成	抗细菌	否	省级医 保	国内市占率第一, 干混悬剂销量好, 由于国家限抗已不是销售重点
阿奇霉素	大环内酯类 抗生素	化学合成	抗细菌	是	甲类	市占率不高

葛根素	心血管中药注射液	化学合成	冠心病、心绞痛	否	乙类	市占率不高,2012年销售额约1000万元,增长率不高,预计2013年增长10%多
伏格列波糖	α-葡萄糖苷酶抑制剂 降糖药	化学合成 或发酵+ 半合成	糖尿病	否	乙类	国内首仿,竞争对手多,毛利率50%多,2012年销售额800多万,目标是30%的增长
泮托拉唑钠	质子泵抑制剂	化学合成	消化系统疾病	否	乙类	市占率不高,2012年销售额超过1000万,增长40%不到,产能不足
醋酸奥曲肽	天然生长抑素的八肽衍生物	化学合成	消化道出血、胰腺炎	否	乙类	2012年销售额在1,500万左右
s-腺苷蛋氨酸	甲基供体	化学合成 或发酵或 酶促转化	胆汁淤积、肝病	否	乙类	在研药
石杉碱甲片	胆碱酯酶抑制剂	中草药中 提取或发 酵或化学 合成	老年痴呆症	否	乙类	2012年销售额400多万
盐酸托烷司琼	外周神经元及中枢神经系统5-HT ₃ 受体的竞争拮抗剂	化学合成	化疗及术后止吐	否	乙类	2012年销售额400多万,毛利率超过70%
美他多辛	乙醛脱氢酶激活剂	化学合成	酒精性肝病、急性酒精中毒	否	非医保	二类新药,国内首仿,国内市占率第一,片剂胶囊剂已上市,注射剂待批

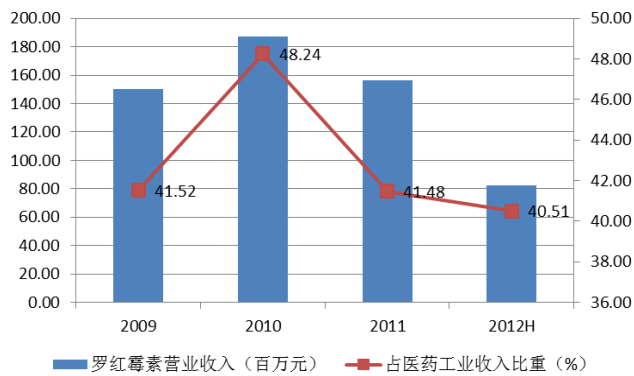
资料来源:网络资料,宏源证券

2、公司罗红霉素、制霉素等原料药产品市占率领先

公司是全国最大的罗红霉素供应商,也是国内最早生产罗红霉素原料药的企业。1995年,震元制药罗红霉素原料药及其制剂产品的研制成功,填补了国内新一代大环内酯类抗生素的空白,被评为1995年度国家级新产品。目前年产量约350吨,在国内抗细菌感染类产品市场占有率第一。1995年,我国以四类新药最先批准浙江震元制药生产,片剂以商品名“泰罗”上市。震元制药参与制定了2000年和2010年的药典,因此对罗红霉素的销售价格可以有影响作用,这一点上市场优势地位明显。

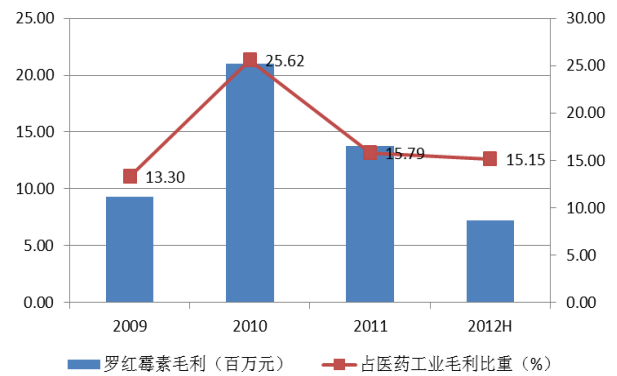
罗红霉素原料药是公司最大的单品种,2012年上半年销售收入达到8,244万元,毛利率8.77%。2010年以来罗红霉素原料药对公司医药工业收入及毛利贡献呈下降趋势,这与罗红霉素价格走势密切相关,也是由于公司正处在原料药转型阶段所致。2012年罗红霉素销售单价下降超过20%,销量增长9%,导致销售额下降约12%。近期大宗抗生素价格平稳,出口需求反弹,行业基本面有较为明显的回暖走势。

图 15: 公司罗红霉素营收及占比情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 16: 公司罗红霉素毛利及占比情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

公司是国内唯一的制霉素原料药生产商。制霉素是一种多烯型抗生素, 上世纪 70 年代研制, 具广谱抗真菌作用。制霉素片是医保甲类品种, 也是国家基本药物品种, 受益于基层医疗市场的发展。震元制药的制霉素由于技术优势, 生产成本低, 享受较高毛利率, 价格多年保持 2000 元/kg。该产品一直供不应求, 未来不排除有提价的可能性。公司 2011 年通过制霉素粉的价增量增, 最大限度填补了罗红霉素销售放缓的缺口, 确保了公司原料药原有的市场领先地位。

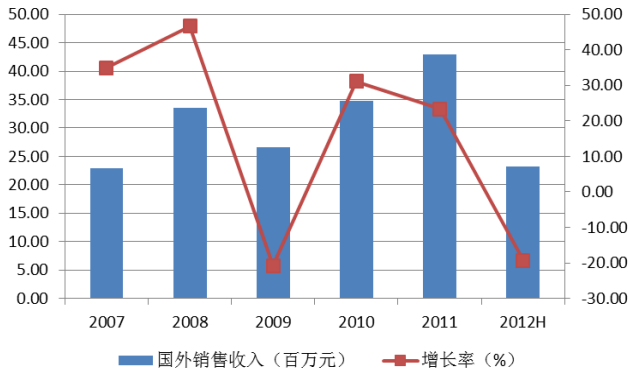
公司同时也是国内最大的硫酸奈替米星原料药生产商与全球唯一的硫酸西索米星原料药生产商。国内有能力生产这两种原料药的另两家主要企业无锡山禾集团福祈制药与福州福兴医药已基本停产。浙江震元的硫酸西索米星、硫酸奈替米星主要以原料药销售为主, 约占 80-90%。

3、公司原料药产品出口贸易取得突破

公司由国际贸易部负责原料药的出口工作。公司原料药以前一直向印度等非规范市场出口, 但是非规范市场的价格和国内价格接近, 毛利率并没有显著提高。

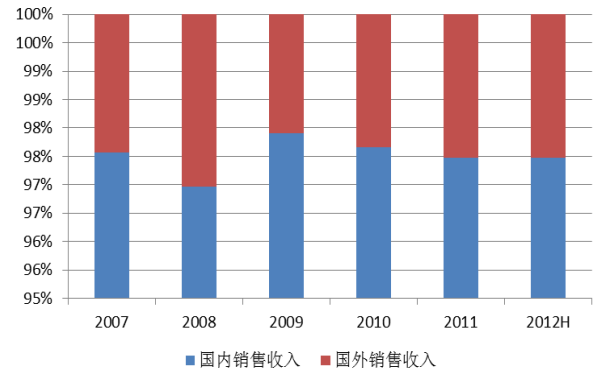
2009 年 8 月, 浙江震元的罗红霉素原料药获得欧洲 COS 证书。公司硫酸奈替米星原料药于 2008 年 6 月通过了欧洲 COS 认证, 并在 2011 年 4 月收到欧盟 GMP 证书, 证书有效期为 2 年, 从而具备了向欧洲地区出口的能力。公司通过接触一些欧美药企, 开始向规范市场出口原料药产品, 已成为默沙东旗下先灵葆雅在硫酸奈替米星 USP 版本上的唯一合作伙伴, 并已经向默克公司供货。硫酸奈替米星原料药在欧洲市场的销售价格为国内市场销售价格的 3 倍左右。另外, 2012 年 9 月公司硫酸西索米星原料药通过了美国 FDA 认证, 获准在美国上市销售, 是公司进军国际高端市场中的重要一步。公司特色原料药向规范市场的出口可以使公司享受高利润率, 并且有效弥补抗生素市场国内销量下滑的缺口。

图 17: 公司国外销售收入及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

图 18: 公司国外与国内销售对比情况



资料来源: wind, 宏源证券

4、公司大力发展制剂药业务，未来发展空间巨大

公司基于在原料药领域的领先地位，依托已建立的品牌优势大力发展制剂药业务，部分制剂产品如氯诺西康、泮托拉唑钠、伏格列波糖、美他多辛等在细分市场中排名居前，市场发展前景巨大。2012 年上半年，公司制剂药销售收入达到 7,109.08 万元，在公司医药工业收入中占比约为 35%。

(1) 氯诺昔康：抗炎镇痛药，有较强的价格优势，被广泛使用

氯诺昔康是一种新的昔康类非甾体抗炎镇痛药。非甾体类抗炎药是仅次于抗菌素、维生素的第三大类药，被广泛地用于治疗关节炎，特别是骨关节炎、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎以及红斑狼疮引起的各种炎症疼痛。根据有关机构统计，近几年非甾体类抗炎药医院用药销售呈增长走势，2009 年销售额达 20.36 亿元，2010 年达 23.85 亿元，2006 到 2010 年复合增长率达 17.99%。

氯诺昔康制剂是目前临床上最常用的非甾体类抗炎镇痛药物，该产品临床镇痛效果明显优于其它非甾体类抗炎镇痛类药品，和传统类非甾体类抗炎药品比较无特异性不良反应，典型不良反应的发生概率低，且适于长期治疗使用，无成瘾性，已逐步成为临床镇痛的一线用药，市场发展前景广阔。

与具有类似功能的盐酸曲马多、芬太尼、杜冷丁相比较，从等效剂量比来看，16mg 氯诺西康 \approx 0.2mg 芬太尼 \approx 20mg 杜冷丁 \approx 150mg 曲马多。氯诺昔康更多的被用在中到重度疼痛的镇痛上，功效强于杜冷丁与曲马多。从价格上看氯诺昔康比芬太尼也要便宜不少。芬太尼在百元以上，而公司的氯诺西康零售价只有 16 元多。此外，杜冷丁作用于中枢神经系统，有抑制呼吸（会致死）与使人成瘾这两个不良反应。氯诺昔康没有严重的不良反应，医生可以更加放心的开处方，市场空间巨大。

表 3: 氯诺西康的主要应用领域与功效

序号	应用领域	功效
1	在围术期镇痛	术后镇痛，疗效等同于吗啡与哌替啶，等同或优于曲马多。单独或联合阿片类药物，用于轻中重度疼痛，可达到满意的镇痛效果，又可减少阿片类药物典型的不良反应。而超前镇痛可以达到更满意的术后镇痛效果，有利于术后恢复。
2	骨科镇痛	手术准备期的应用，起到镇痛消炎消肿的作用，为骨科手术超前镇痛。简单的四肢手术，超前镇痛及术后镇痛，可单用氯诺西康和阿片类药物联合应用，对“幻肢痛”有一定的疗效。

3	癌痛的治疗,特别是骨转移痛的镇痛应用	有较强的良性骨痛镇痛作用,特别对中重度转移性骨痛同样具有良好的镇痛疗效,且在一定程度上改善术后机体的免疫紊乱。
4	无痛人流及无痛检查	氯诺西康复合丙泊酚麻醉可安全用于无痛人流,尤其减轻术后宫缩方面优于芬太尼和氯胺酮。
5	急性镇痛及部分内脏疼痛的治疗	氯诺西康针对创伤和尿路结石所致的急诊疼痛均有明显的缓解作用,并能缓解由疼痛所致的心率、血压和呼吸的反应,不良反应少而轻微。对于输尿管结石性急腹痛,氯诺西康和盐酸戊乙奎醚的联合使用比两者单独使用显示出更加迅速而又持久的镇痛作用,有效的解痉镇痛治疗有利于输尿管结石的下行,并可减少结石对输尿管壁的损伤。

资料来源:宏源证券

表 4: 氯诺昔康与芬太尼、曲马多无痛人流上的对比

药物	起效	呼吸循环抑制	苏醒(眩晕)	宫缩痛	抗炎
丙泊酚	快	有	快	有	无
丙泊酚+芬太尼	快	有	慢	有	无
丙泊酚+曲马多	快	有	慢	无	无
丙泊酚+氯诺昔康	快	无	快	无	有

资料来源:中华现代外科学杂志 2005,宏源证券

目前国内有四家公司可以生产注射用氯诺昔康,其中公司规模最大,占市场份额超过 70%,哈尔滨三联占比超过 10%,另外还有北京利祥与苏州天马。公司注射用氯诺昔康有冻干粉针与口服片剂两个剂型。震元制药从 1999 年开始致力于氯诺昔康原料药及制剂的研究,2004 年推向市场,以前是抗生素的原料药,推广经过了较长时间,2008 年以后彻底打开市场。近年销售额 3000 万元左右,增长速度为 30%。

(2) 伏格列波糖:降糖药,市占率大,副作用少,可与其他药物联合应用

伏格列波糖是新一代 α -葡萄糖苷酶抑制剂类降糖药,最早系日本武田公司研发,口服后能抑制小肠壁细胞 α -葡萄糖苷酶的活性,延缓摄入的碳水化合物的降解,从而降低餐后血糖水平。与同类产品拜耳公司的阿卡波糖相比,伏格列波糖用药剂量小,降糖作用更加平稳,副作用少,餐后无高胰岛素血症的出现,不易出现低血糖与肠子胀气的现象。伏格列波糖还可与其他降糖药物联合应用,比如磺脲类、二甲双胍、胰岛素等,联合用药时能使服药与降糖作用更加同步,减少其它降糖药物的用量,降低出现低血糖的危险,减少肥胖等副作用,特别适合早期糖尿病确诊病人联合用药治疗,严格控制餐后+空腹高血糖。另外,伏格列波糖可预防心血管并发症的发生,具有额外的降血脂与减轻糖尿病人动脉硬化的作用。

公司伏格列波糖 2012 年销售收入在 800-900 万元,其中上海市场增长 47%,广东市场增长 43%。公司计划 2013 年增长 30%。

表 5: 伏格列波糖与阿卡波糖对比

治疗指标	治疗时间	伏格列波糖	阿卡波糖
空腹血糖 (mg/dl)	治疗前	188.5 ± 11.9	183.0 ± 18.5
	治疗 2 星期后	137.5 ± 8.0	135.0 ± 15.3
	治疗 4 星期后	115.4 ± 8.0	129.4 ± 8.7
糖化蛋白 (%)	治疗前	29.9 ± 2.0	26.5 ± 2.0
	治疗 2 星期后	25.3 ± 1.8	22.7 ± 1.4
	治疗 4 星期后	22.5 ± 1.5	21.1 ± 1.6
糖化血红蛋白 (%)	治疗前	10.2 ± 0.5	10.1 ± 0.4
	治疗 4 星期后	8.6 ± 0.6	7.7 ± 0.5

 资料来源: *Journal of Diabetes and Its Complications 2004*, 宏源证券

表 6: 伏格列波糖的额外降血脂作用

治疗指标	用药前	用药后	结果
总胆固醇 (mmol/L)	5.63 ± 0.93	5.29 ± 0.9	降低
甘油三酯 (mmol/L)	1.82 ± 1.17	1.53 ± 0.73	降低
高密度脂蛋白 (mmol/L) (血液清道夫)	1.47 ± 0.43	1.55 ± 0.51	升高

 资料来源: *Diabetes Research and Clinical Practice 2005*, 宏源证券

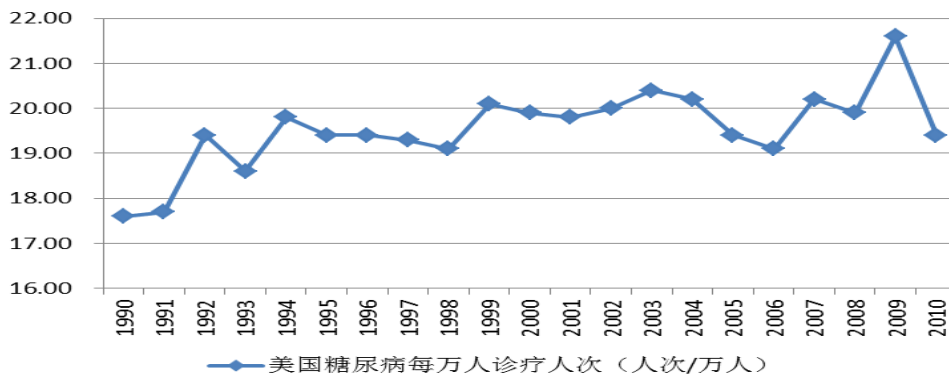
表 7: 伏格列波糖减轻糖尿病人动脉壁硬化的作用

治疗方案	治疗结果		
饮食控制			
磺脲类降糖药	硬化厚度增加	硬化厚度增加	硬化厚度增加
注射胰岛素			
伏格列波糖+饮食控制			
伏格列波糖+磺脲类降糖药	硬化厚度减轻	硬化厚度减轻	硬化厚度减轻
伏格列波糖+注射胰岛素			

 资料来源: *Diabetes Research and Clinical Practice 2005*, 宏源证券

据 2007 年“联合国糖尿病日”上发布的信息, 美国每名糖尿病患者的年治疗费用达 11,744 美元, 是非糖尿病患者的 2 倍多。中华医学会糖尿病学分会全国糖尿病调查协作组于 2007 年 6 月~2008 年 5 月对北京、上海、广州等 14 个省市自治区的调查显示, 年龄标化的总糖尿病患病率和糖尿病前期患病率分别为 9.7% 和 15.5%, 据此推算, 中国 9,240 万成年人有糖尿病, 1.482 亿成年人处于糖尿病前期。据 IMS Health 统计, 全球糖尿病市场规模由 2004 年的 167.98 亿美元增长到 2009 年 304.06 亿美元, 年复合增长率达到 12.6%, 在全球药品市场中排第 4 位。糖尿病患者数量的增加将推动糖尿病类药物市场的持续增长, 预计未来每年将会以 10-15% 的速度增长。

图 19: 美国糖尿病每万人诊疗人次



资料来源: wind, 宏源证券

(3) 泮托拉唑钠: 治疗胃溃疡, 稳定性好, 药物间相互作用小, 生物利用率高

泮托拉唑钠是继奥美拉唑、兰索拉唑之后在全球第 3 个上市的用于治疗消化系统疾病的质子泵抑制剂, 主要用来治疗胃溃疡, 类似于奥美拉唑的同类药。泮托拉唑钠曾入围全球七大药品市场销售前 500 强药物。消化系统疾病是人们日常生活中常见的一种多发病, 也是临床常见病多发病之一。现阶段, 随着人们工作、生活的日益忙碌以及心理压力的不断增大, 我国消化系统疾病的发病率也呈逐年递增的趋势。近年来泮托拉唑钠的市场销售额不断增长, 2006 年的销售金额仅为 6.88 亿元, 到 2010 年销售额增长到 32.44 亿元人民币, CARG 达到 47.4%, 预计在未来几年里泮托拉唑钠仍将至少保持 20% 的增长速度。

表 8: 注射用泮托拉唑钠优点一览

更符合治疗要求的 PH 选择性	抑酸机理独特	更少的药物间相互作用	生物利用率高
维持正常的生理环境又防止抑酸过度造成的杂菌感染。仅在胃内 PH 值为 1.0~3.0 时被激活, 在中性及弱酸性 (PH3.5~7.0) 环境中性质稳定。	在分子水平上, 作用位点比奥美拉唑与兰索拉唑具有更高的选择性, 作用位点也更加准确。	与细胞 P450 酶系的亲和力要比奥美拉唑和兰索拉唑低得多, 可通过 I、II 系统代谢, 因此不易发生药物代谢酶系的竞争性作用, 不易发生药物间相互作用。	首次给药即可达 80%, 而奥美拉唑首次给药的生物利用度仅为 35%。对细胞壁的组织渗透性更强, 作用更深入。

资料来源: 宏源证券

公司 2012 年注射用泮托拉唑钠产量超过 1000 万, 但是由于产能不够, 增长不到 40%。募投项目中的冻干粉针项目到 2014 年才能使用, 现在主要做委托加工, 腾出产能给其他药比如达路, 让其他的产品可以翻倍产能。预计 2013 年公司泮托拉唑钠有 50% 的增长。

(4) 美他多辛: 真正解酒药, 加快乙醛代谢, 市场前景无比广阔, 是未来最大看点

美他多辛是国内目前唯一的乙醛脱氢酶激活剂, 为意大利 20 世纪 80 年代上市的治疗酒精性肝病药物, 它能减轻乙醇戒断综合征及早期标记物氮的排除, 可作为治疗急、慢性

酒精中毒性疾病的一线用药。其在欧洲使用达 30 多年，临床使用安全性高，尚无严重不良反应的报道。我国《酒精性肝病诊疗指南》中重点提到美他多辛可以加速酒精从血液中清除、有助于改善酒精中毒症状和行为异常，已经被中华医学会定为治疗酒精性肝病的重要推荐使用药物。

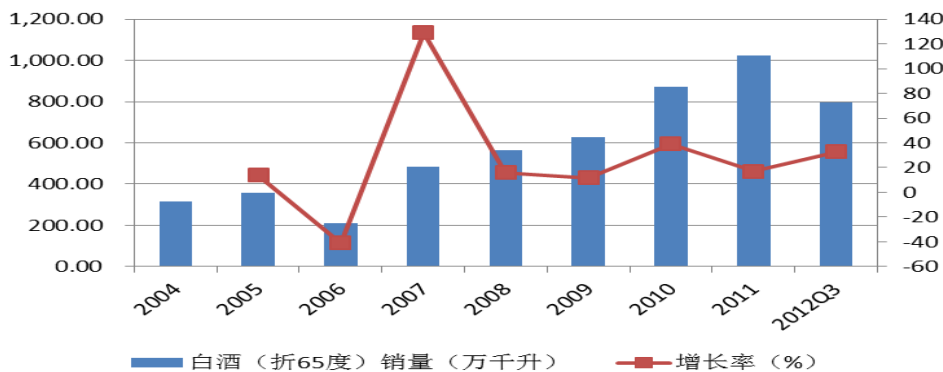
表 9: 美他多辛药效综述

序号	功效	机理	适应症
1	乙醛脱氢激活剂，能拮抗急、慢性酒精中毒引起的乙醇脱氢酶活性的降低	加快体内酒精的代谢排除。经本品治疗后血浆乙醇的半衰期减少 17%，血中总乙醇量减少 35%。	可用于大量饮酒后的“醒酒”，加快体内酒精的代谢排泄。
2	防止酒精引起的脂肪肝	美他多辛和辅酶 Q 都能有效防止酒精引起的肝细胞内堆脂肪积。 防止酒精引起的细胞膜成分改变和氧化还原系统失衡。	特别适用于有大量饮酒行为的脂肪肝病人。 可用于保护肝细胞，减少肝细胞内脂肪的蓄积。
3	改善酒精引起的精神和行为异常，能有效治疗酒精戒断综合症	使用后两组的 γ -GT、SGOT、SGPT 和红血球均有明显改善，说明对防止肝损伤有积极的意义。 能在皮质内增加 γ -氨基丁酸及乙酰胆碱的释放，维持 ATP 正常水平，具有抗焦虑及恢复记忆障碍，容易使患者保持禁酒状态。	即往肝损害，又未能完全禁酒者。 治疗“戒断综合症”。

资料来源：宏源证券

我国庞大的饮酒人群以及越来越庞大的酒精性肝病患病人群，促成了该类药物市场的巨大潜力。根据有关机构统计，我国用于酒精性肝病治疗的相关药物医院市场销售额由 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%。预计到 2016 年，用于酒精性肝病治疗的相关药物的医院市场销售额可达 325.41 亿元。

图 20: 白酒（折 65 度）销量及增长情况



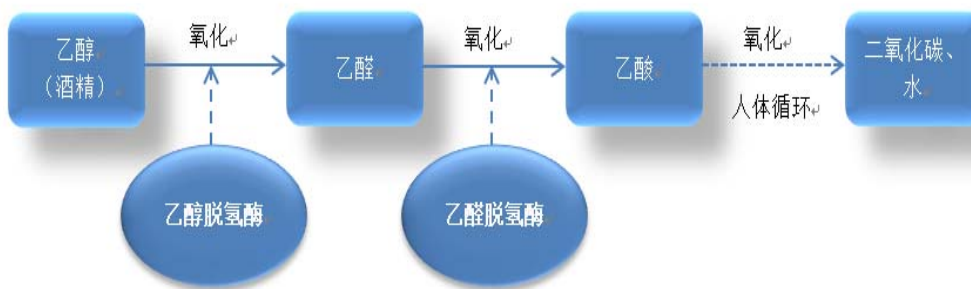
资料来源：wind，宏源证券

目前临床上促酒精代谢的药物很少，主要用保肝护肝药物进行治疗。医院治疗急性酒精中毒的常用方法有：1、使用盐酸纳诺酮，起到提神醒脑的作用。2、用葡萄糖、维生素水与生理盐水进行输液，可以稀释血液中过高的酒精浓度。3、使用适当的辅助促尿剂，

通过排水方式带动酒精少量排除。但是这些方法对酒精本身在人体内的代谢都没有作用。而美他多辛为乙醛脱氢酶激活剂，可以加快体内酒精的代谢排泄，在保护肝脏的同时可以真正用于醒酒。

酒精在人体内先由人体本身就有的乙醇脱氢酶将乙醇氧化成乙醛，再由乙醛脱氢酶将乙醛氧化成乙酸，代谢完后通过人体循环最终将乙酸氧化分解成二氧化碳和水。整个代谢过程中最为关键的就是乙醇脱氢酶与乙醛脱氢酶的氧化作用。乙醇脱氢酶的差异相对较小，代谢过程中其活性会消耗。而乙醛脱氢酶代谢的个体差异大。总体上东方人乙醛脱氢酶的基因有缺陷，导致其活性比较低，而欧洲人一般乙醛脱氢酶的活性高，代谢快。乙醛脱氢酶活性较低会阻碍乙醛的氧化，从而导致乙醛在人体中浓度增大，人喝酒时脸红即是乙醛浓度过高的表现。乙醛虽比甲醛毒性小，但是也有相当的毒性，体现在人体的各个脏器中，能够杀死肝脏细胞和变性，长期累积会导致中毒和器官损伤，甚至引发肝癌和肝硬化。美他多辛作为一种乙醛脱氢酶激活剂，能够加快乙醛的代谢速度，从而保护肝脏细胞与器官。

图 21: 人体酒精代谢过程示意图



资料来源: 宏源证券

震元制药的美他多辛属于国内首仿，2010 年国内市场占有率即达到 75%。抗氧化作用的护肝剂目前市场上很多，而公司的美他多辛兼具解酒与护肝双重功效，这是最大的亮点。公司美他多辛产品曾通过了二期临床试验。人喝醉一般代谢需要 5 小时左右才能使酒精变成二氧化碳与水，而酒精的吸收很快，依靠呕吐也只能除去一部分。当天喝醉第二天就开车的话，一般会被查出酒驾，而使用公司的美他多辛，此种情况基本上不会发生。正常人应酬之前半小时口服两粒公司生产的美他多辛片剂或胶囊，如果喝酒过程中喝多了则再补两粒，会感到有明显的差异，对改善头晕等酒后症状有非常好的效果。而且酒精浓度越高，解酒效果越好，白酒效果是最好的。市面上其他号称有解酒护肝功效的保健品实际上并没有这么明确的作用，而只是含有维生素等抗氧化的作用，其疗效也没有经过临床试验的验证。

目前全国只有本公司与山东齐都药业两家可以生产美他多辛，不会出现恶性竞争。公司美他多辛产品现在有片剂和胶囊剂，口服药剂 08 年即已经研发成功，销售量不是很大。注射剂型已经通过了国家药监局药品审评中心的现场检查，预计 2013 年上半年获得国家药监局发许可证后即可生产。口服药剂经药监局批准的说明书上出于谨慎的原因只说明了保护肝脏，而针剂未来的获批说明书上会具体说明乙醇代谢的药理作用。2013 年针剂

获批后将全面启动对注射剂型的宣传，期待市场进入一个爆发期。口服药剂目前还是处方药，说明书上目标人群是针对酒精肝患者，所以产品还未被市场认知。针剂的新说明说获批后将促进胶囊的销售。产品成功运营 5 年后有望做成 OTC 产品，就可以通过电视广告进一步宣传推广。目前处方药也不影响销售，关键是产品说明书上要有解酒的阐述。

从美他多辛的销售方面来看，胶囊剂每盒 8 粒，绍兴地区试销价 68 元，预计今年拿到针剂批文后可销售 2000 万元以上，后期成长空间广阔。公司目前在绍兴地区自有连锁药店试卖，摸索最佳销售模式。这种新药毛利率一般在 60% 以上，未来将成为公司重要的利润增长点。

表 10: 公司美他多辛胶囊与注射液对比

名称	规格	包装	用法用量	适应症	药理作用
美他多辛 胶囊	0.25g	8 粒/板 × 1 板/ 盒 (2 板/盒, 3 板/盒), 铝塑铝 包装	口服, 一次 0.5g (2 粒), 一日 2 次	酒精性肝病	改善由于长期饮酒导致的肝功能损害。
美他多辛 注射液	5ml: 0.3g	棕色安瓿瓶, 1 支/盒	静脉滴注, 稀 释后一次 0.9g (3 支), 一日 1 次	急性酒精中 毒	促进乙醇的代谢, 降低血浆乙醇水平, 减少乙醛与 脂肪酸乙酯的累积, 缩短乙醇中毒时的解毒时间。 改善由于长期饮酒导致的肝功能损害。防止酒精中 毒时的中枢神经系统递质的失衡。

资料来源: 宏源证券

另外, 公司还生产醋酸奥曲肽注射液, 也是销售过千万的品种, 主要用于治疗消化道出血和胰腺炎。注射用 s-腺苷蛋氨酸可以治疗胆汁淤积与重症肝病, 国外的原研药与海正药业的仿制药都已经上市, 有个成熟的市场。石杉碱甲片用来治疗老年痴呆症, 大概有 400 万的年销售。盐酸托烷司琼是化疗及术后止吐的经典品种, 年销售额约为 400 多万, 毛利率超过了 70%。葛根素冻干粉针可以用来治疗微血管扩张, 进行眼内高压辅助治疗, 受制于产能不足其销售额不到 1000 万。头孢他美酯 2002 年推出, 是三代抗生素, 由于国家限抗政策目前已经不是销售重点了。

目前公司的制剂生产车间在胜利西路老厂区, 由于政府规划老厂区需要全部搬迁。公司已经在袍江工业区建设新的制剂生产车间, 非公开发行股票募集的资金已全部到位, 拟投入 3 亿元建设震元科技园区二期升级改造项目 (制剂产品), 经我们实地调研, 厂房基本封顶, 正在进行内部施工, 预计 2013 年新厂区投产使用。2013 年有望成为公司制剂药业务的拐点。

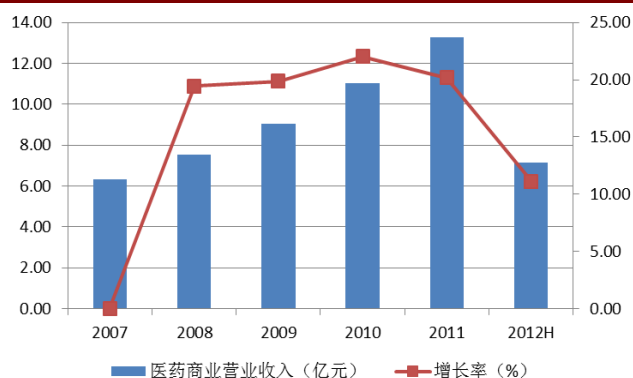
(二) 医药商业是有中医特色的区域龙头

公司 2012 年上半年医药商业收入为 7.16 亿元, 占公司总收入的 77.87%, 同比增长 11.13%, 毛利率为 9.99%, 近三年呈上升趋势。

公司医药商业业务的定位是绍兴区域龙头, 在绍兴当地市场占有率一直非常稳固。公司医药商业分为批发和零售业务。对比省内其他医药商业企业, 公司医药商业重点发展中医特色领域, 结合零售子公司、药材分公司的优势, 采用中医药“名店-名医-名药”的经

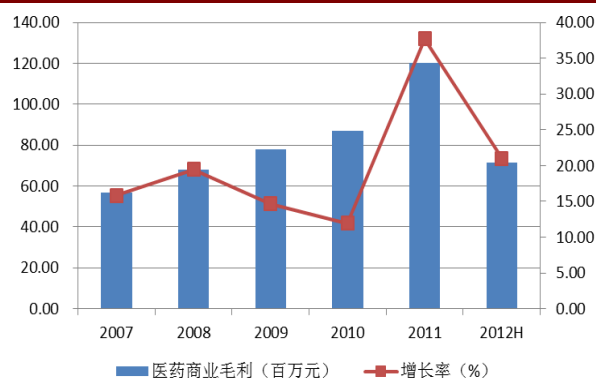
销模式，该模式受到市场的欢迎，促使公司毛利率小幅提升。

图 22: 公司医药商业营业收入及增长情况



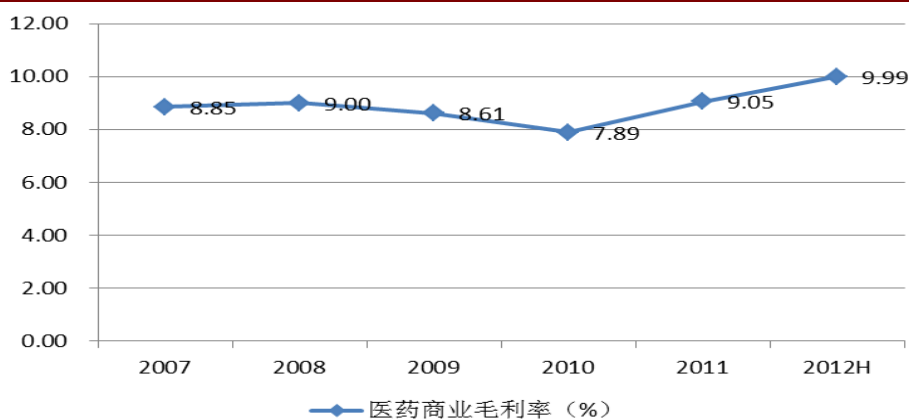
资料来源: wind, 宏源证券

图 23: 公司医药商业毛利及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

图 24: 公司医药商业毛利率增长情况



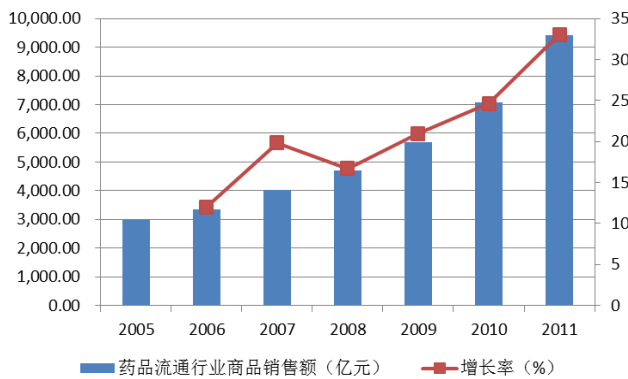
资料来源: wind, 宏源证券

1、公司医药商业批发业务是绍兴区域龙头

(1) 医药商业批发行业受政府利好政策刺激将继续保持增长

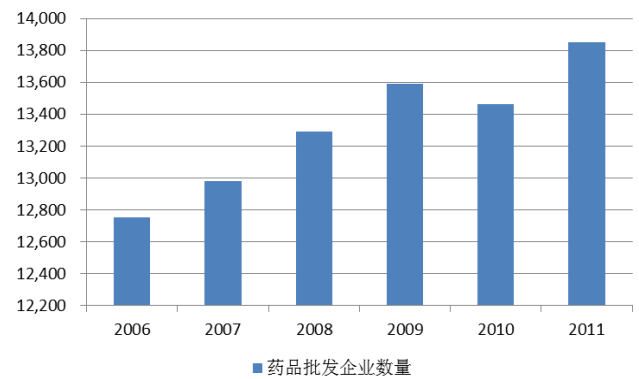
近年来我国医药商业保持了较快的发展,市场规模由2005年的3,000亿元增长到2011年的9,426亿元, CAGR 达到21%。医药批发企业的数量也从2006年的12,755个增长到2011年的13,853个。目前医药批发行业进入门槛不高,但规模较大的企业数量较少,行业处于不断整合的过程中,集中度不断提升。

图 25: 药品流通行业商品销售额及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

图 26: 医药批发企业数量



资料来源: wind, 宏源证券

从供给端来看,政府产业集中化、提高行业壁垒、日趋规范的行业管理与基药制度方面的政策导向,对医药商业行业总体上是长期利好。而随着药品医院市场终端的增长,新医疗改革背景下政府卫生投入的持续增加,新农合、社区医疗机构等基础医疗市场的覆盖面不断扩大,医药商业批发业务的需求端将继续保持快速增长。

A、2009年3月启动的新医改要求新开办企业以及GSP到期企业按照新的GSP认证标准认证,提高新开办药品经营企业的开办标准、老企业的换证标准,明确规定药品现代物流企业的标准。行业壁垒的提高将进一步优化产业结构,提升行业集中度,有利于优质企业的发展。

B、在十二五规划中,商务部提出形成1-3家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业,其中药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上。工业和信息化部提出,到2015年,销售收入超过500亿元的企业达到5个以上,超过100亿元的企业达到100个以上,前100位企业的销售收入占全行业的50%以上。国家集中化的产业政策导向有利于产业向大型医药商业企业集中。

C、国家通过严格实施GMP、GSP等行业管理标准,强化行业的规范化管理,促进产业升级。另外,基本药物制度的实施导致基本药物在基础医疗市场占有垄断性的市场份额,同时县级以下基础医疗市场由自然竞争状态走向集中招标采购状态。大型规范医药商业企业开始占据主导地位。

表 11: 医药商业相关产业政策

时间	部门	政策	主要要求
2009年3月	国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度,为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务。到2011年,基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民,基本药物制度初步建立,城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全。到2020年,覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度基本建立。

2009年3月	国务院	《关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011年）的通知》	2009-2011年重点抓好五项改革：一是加快推进基本医疗保障制度建设；二是初步建立国家基本药物制度；三是健全基层医疗卫生服务体系；四是促进基本公共卫生服务逐步均等化；五是推进公立医院改革试点。
2009年8月	国务院	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》、《国家基本药物目录管理办法(暂行)》	初步建立基本药物供应保障体系。
2010年7月	卫生部、国务院纠风办、国家发改委、监察部、财政部、国家工商总局、国家食品药品监督管理局	《医疗机构药品集中采购工作规范》	坚决压缩流通渠道环节，委托配送一次完成。医疗单位要严格履行购销协议，对医药商业的付款期限为60天。
2011年	商务部	《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015年）》	形成1-3家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到2/3以上。县以下基层流通网络更加健全。骨干企业综合实力接近国际分销企业先进水平。

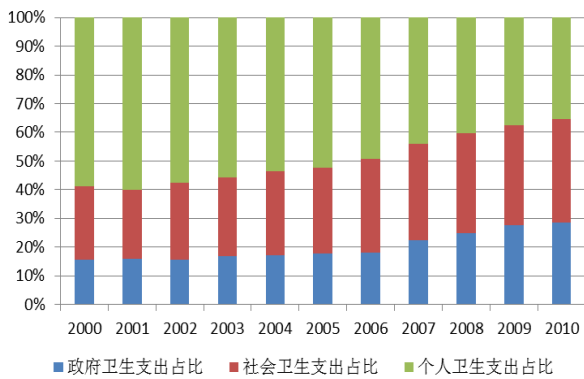
资料来源：国务院，商务部，宏源证券

随着国家医疗体制改革的正式实施，各类社会保障体系的建立健全以及政府投入的增加，个人卫生支出在各类卫生支出中的比重从2001年开始逐步渐低。由2000年的近60%降至2010年的35.5%。城镇居民医疗保险及新农合工作推向深入会促进未来个人卫生支出比重将进一步降低。同时随着政府卫生投入比例的逐步提高，居民的医疗需求将被不断激发，有利于推动医药行业的发展。

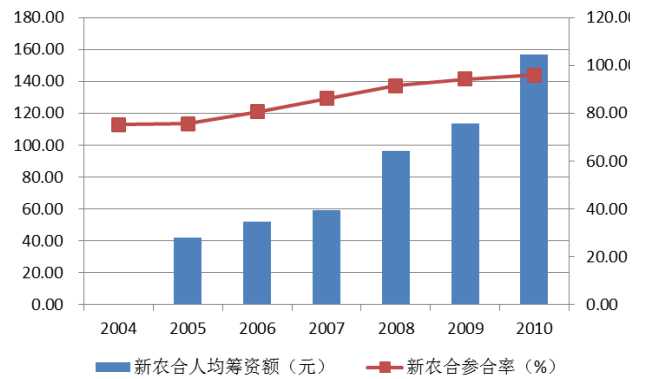
基础医疗市场主要包括两部分：以乡镇卫生院为主体的新农合定点医药机构和以社区卫生服务中心为主体的城镇居民医保定点医疗机构。近年来基础医疗市场发展迅速，目前新农合已达到“广覆盖”的标准。新农合自2003年开始试点，2006年参合率开始大幅增加，截至2010年底，全国参合人数为8.36亿人，参合率达到96%。从社区医疗的数量看，2011年底全国共建立7,861个社区卫生服务中心与24,999个卫生服务站，随着社区医疗网络的进一步完善，社区医疗市场还有广阔的发展空间。

图 27： 卫生费用构成变动情况

图 28： 新农合参与率与人均筹资额增长情况

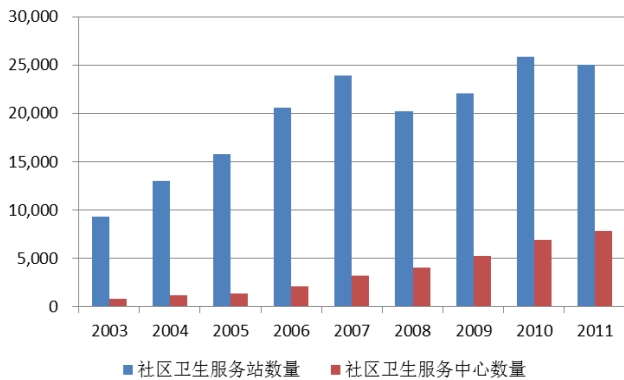


资料来源: wind, 宏源证券



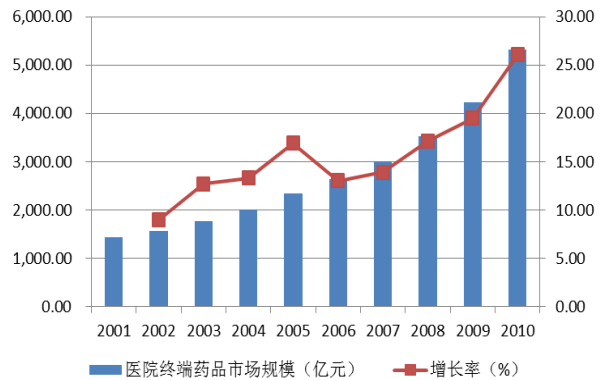
资料来源: wind, 宏源证券

图 29: 社区卫生服务站与服务中心数量



资料来源: wind, 宏源证券

图 30: 医院终端药品市场规模及增长情况

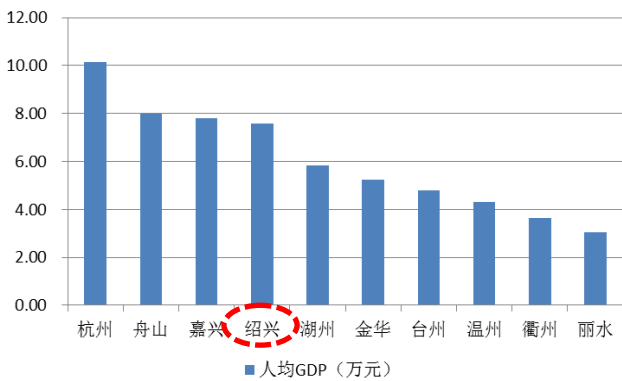


资料来源: wind, 宏源证券

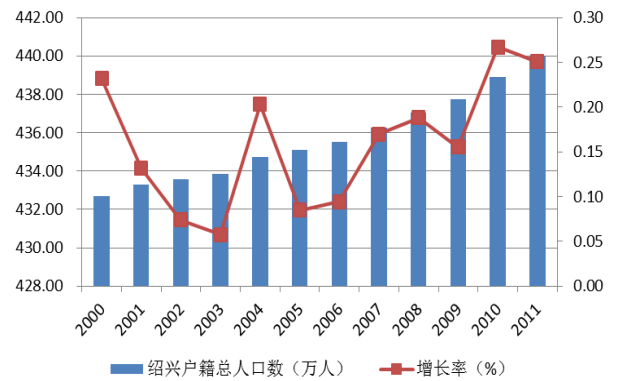
绍兴地区是我国经济快速发展的代表之一，经济发展水平较高，人民生活较为富裕，人口密集，人们健康和自我保护意识强，对医药产品的需求量日益增加。2011年绍兴市户籍总人口为440万人，年增长率为0.25%，全年全市实现生产总值3,291.23亿元，同比增长10.5%，经济总量为全省第三位；全市人均GDP达到75,820元，位居全省第四位，增速为18.90%，比浙江省平均水平高出4.32个百分点。绍兴地区经济的快速发展与人口的增长为公司的医药批发业务规模增长奠定了良好的基础。

图 31: 浙江省 2011 年各地区人均 GDP 比较

图 32: 绍兴户籍总人口数及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

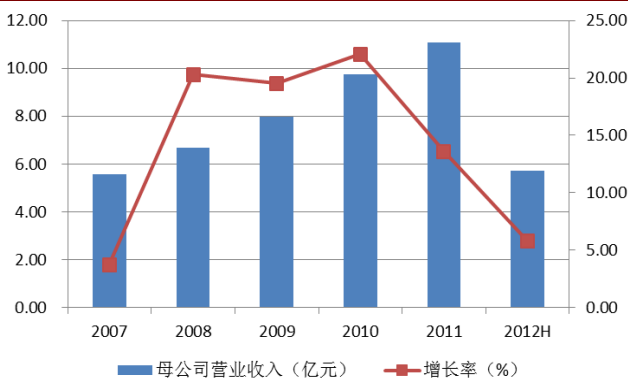


资料来源: wind, 宏源证券

(2) 公司在绍兴地区优势明显，通过收购扩张销售渠道

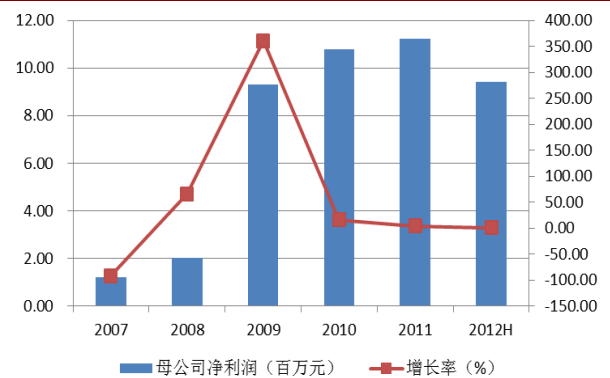
公司是绍兴当地规模最大的医药流通企业，具备浙江省内地级与县级市的配送能力，业务范围包括长三角地区，主要集中在绍兴地区，在杭州、宁波、台州等地区也有部分业务。公司没有大规模对外扩张，主要精力在深耕优势区域。公司批发业务在省内位居前十位，全国百强。2011年公司医药批发业务收入为11亿元，毛利6,521.7万元。2012年上半年公司医药批发业务收入为5.85亿元，同比增长9.43%，毛利3,659.14万元，同比增长10.31%，毛利率为6.25%。而行业毛利率在4%-5%，净利率不到1%，企业数量众多。

图 33: 母公司营业收入及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

图 34: 母公司净利润及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

公司是浙江省内唯一拥有对绍兴地区所有医疗机构统一配送权的企业，包括绍兴地区12家基层医院和当地最大的绍兴市人民医院与第二人民医院，医疗机构销售网络覆盖绍兴市县级及以上招标的31家医院、各乡镇社区医疗机构和乡村卫生室。2010年，公司商业批发顺利取得了12家市直和越城区镇（街）医疗机构统一配送资格的顺延，同时在全省307种国家基本药物、105种浙江省增补基本药物和大标品种的招投标中，均获得了超过60%品规的配送权。随着新医改的深入实施，基层医疗机构和基层用药市场有望获得突破性发展，公司向基层市场的扩张有望受益于新医改的方向。

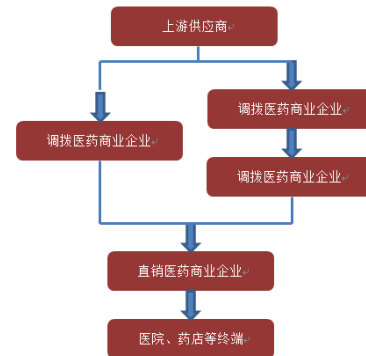
公司近几年在稳固绍兴地区的市场份额的同时，不断做强医院直销业务，过去调拨业务占比超过 75%，而现在直销业务占比已经上升到 70%左右。直销业务毛利率水平较高，终端掌控能力强，且与“两票制”的管理概念相契合，符合渠道扁平化的大趋势。另外，公司与绍兴地区医院的回款能力也在不断提升之中。公司与当地医院合作，大幅缩短回款周期，显著降低财务费用。

图 35: 直销业务模式示意图



资料来源: 宏源证券

图 36: 调拨(分销)业务模式示意图



资料来源: 宏源证券

公司旗下还拥有中药材批发和医疗器械批发业务: 药材分公司主要从事中药材贸易和中药饮片的加工业务, 拥有 GMP 认证的中药饮片和配方饮片加工车间, 是公司商业“中药大健康”的重要组成部分。目前浙江省内只有两家企业拥有中药材调拨能力, 公司做得最好。药材分公司不断创新业务, 提升增值服务, 煎药房代煎中药业务不断拓展, 目前已承接绍兴中医院、绍兴六院、绍兴七院等 5 家单位的中药代煎业务, 有力地推动了销售的增长。子公司绍兴震元医疗器械化学试剂有限公司主要从事医疗器械、化学试剂等的批发和零售业务, 2012 上半年收入 1629 万元, 净利润 10 万元。

为进一步做大公司的规模, 加强对医院的销售, 提高公司对医院终端市场的占有率, 巩固公司在绍兴地区医药销售的龙头企业地位, 公司在 2011 年 6 月完成以增资方式控股绍兴市医药供销有限责任公司 51.94% 的股权, 投资金额 664.7 万元。变更后企业名称为绍兴震元医药经营有限责任公司。绍兴供销公司主要从事药品批发, 主要客户是绍兴市人民医院和妇幼保健院, 2010 年含税销售收入约 2 亿元。增资控股完成后, 公司对医院的销售有所加强。

表 12: 绍兴市医药供销公司在增资控股前后的股权结构

增资控股前		增资控股后	
股东名称	股权比例	股东名称	股权比例
绍兴市人民医院	60.625%	浙江震元股份有限公司	52%
绍兴市妇幼保健院	36.25%	绍兴市人民医院	30%
黄江等 6 个自然人	3.125%	绍兴市妇幼保健院	18%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

2012 年 5 月, 公司出资 534.71 万元收购了浙江新光药品有限公司 100% 的股权, 现改名为绍兴震欣医药有限公司。原浙江新光药品有限公司成立于 2002 年 8 月, 年销售额在 2200 万元左右, 在当地占有一定的市场份额, 主要销售客户为嵊州与新昌的零售药店、村卫生室、个体诊所, 以及嵊州市的所有二级及以上医院和乡镇卫生院, 预计 2012 年销

售同比增长超过 22%。收购浙江新光药品有限公司，使公司商业销售网络下沉，有利于公司拓宽销售网络渠道，提升终端销售，进一步提高和巩固公司区域销售的龙头地位。

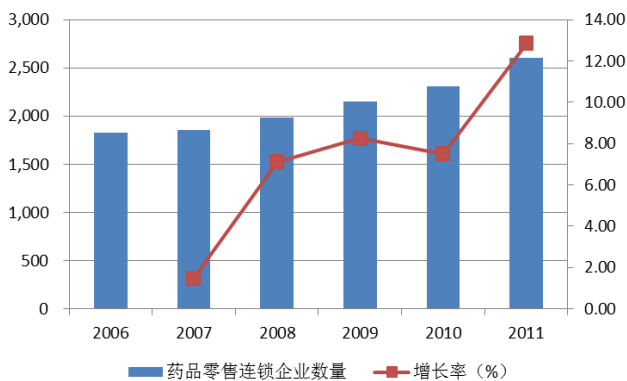
2、公司医药商业零售业务分析

(1) 我国医药商业零售行业增长强劲，未来增长潜力巨大

根据国家食品药品监督管理局统计，截至 2011 年底，全国共有药品零售连锁企业 2,607 家，下辖门店 14.7 万多家，零售单体药店 27.7 万多家，零售药店门店总数达 42.4 万多家。其中，连锁药店门店数已占我国药品零售门店总数的三分之一左右，成为市场的重要经营模式。药品零售 2011 年零售企业销售总额 1,885 亿元，同比增长 47.7%，城市社区和农村基层药品市场规模明显扩大。

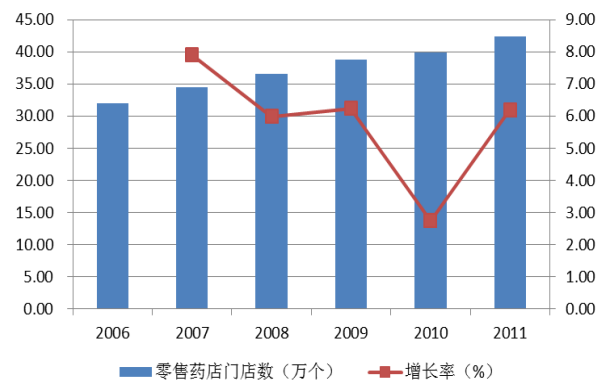
随着国民收入水平的不断提高以及人口老龄化的加快，人民生活需求和消费结构将发生重大变化，对医疗卫生服务和自我保健的需求将大幅度增加。同时，国家对医药产业积极引导，中央提出“政事分开、管办分开、医药分开、营利性和非营利性分开”的医改方向，以及“保基本、强基层、建机制”的医药卫生体制改革任务，要求建设覆盖城乡的公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系和药品供应保障体系，必将在推动医药卫生事业发展的同时，带动药品市场规模的增加，为包括医药零售业在内的药品流通行业带来新的机遇。《全国医药流通行业发展规划纲要（2010-2015）》更是明确“十二五”期间积极鼓励零售连锁业态的发展。在经济、需求、政策等多种因素的推动下，医药零售市场增长潜力巨大。

图 37: 我国药品零售连锁企业数量及增长情况



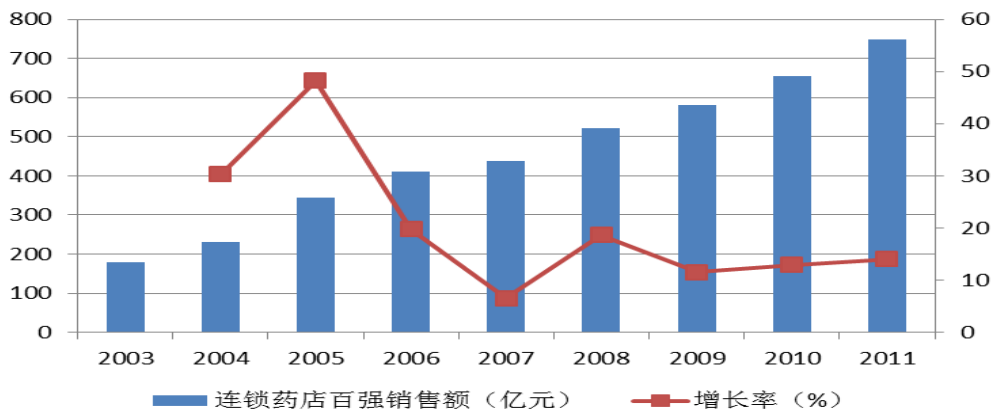
资料来源: wind, 宏源证券

图 38: 我国零售药店门店数量及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

图 39: 连锁药店百强销售额及增长情况



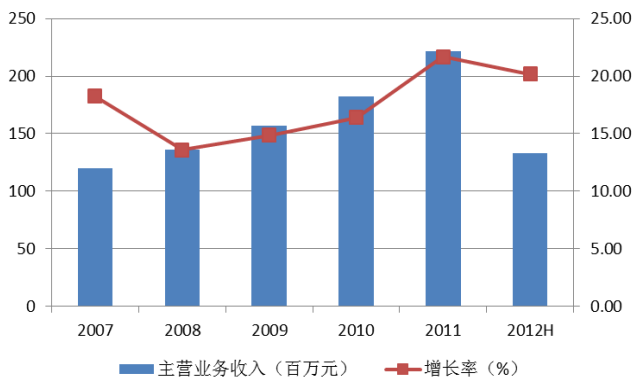
资料来源: 中国医药商业协会, 宏源证券

目前,全球大多数国家都实行医药分业,日本实施医院用药的比例在发达国家中较高,约为 38%。而中国由于医药分业试点尚未统一展开,医疗机构垄断了 70%以上药品销售量。作为直接面向消费者的终端环节,医药零售业未来前景看好。欧美地区社会零售药店已经成为社区健康领域的资源中心。占全球药品消费 1/4 的美国,其零售药店连锁程度和集中度都非常高,许多大型连锁药店就是百货超市型药店,例如大型百货超市沃尔玛在美国的药品零售已经进入了美国药品零售连锁排名前十位。我国“新医改”的“医药分家”要求,将会导致患者对药店需求的快速增长,一方面将会增加现有药店的消费规模,另一方面也将会导致对新设药店需求的增加。未来我国医药零售业,连锁程度和行业集中度将进一步增强。

(2) 公司零售门店稳步扩张,震元堂是有中医特色的老字号

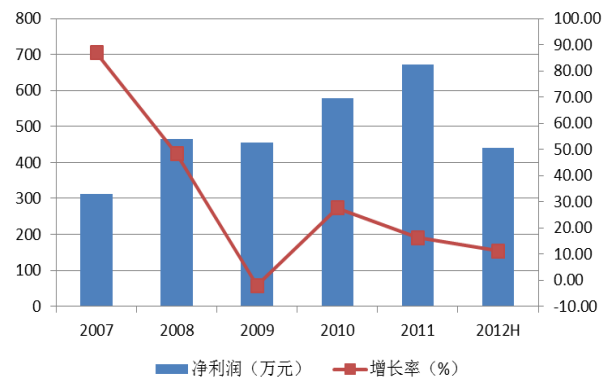
公司零售业务主要为控股子公司浙江震元医药连锁有限公司(以下简称“震元连锁”),是以百年老店“震元堂”为基础组建的浙江省第一家医药连锁企业,成立于 2001 年 4 月。2012 年上半年震元连锁销售收入 1.32 亿元,同比增长 20.19%,净利润 441 万元,同比增长 11.08%,是公司医药商业主要的利润来源。2011 年毛利率达到 24.74%,净利率为 3.03%,近年来呈现稳步上升的趋势。上市公司持股震元连锁 87%,且震元连锁管理层持股。

图 40: 震元连锁营业收入及增长情况



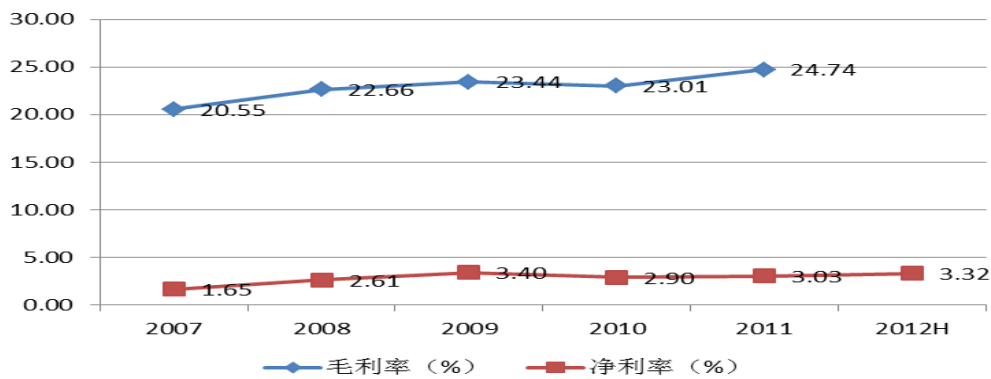
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 41: 震元连锁净利润及增长情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 42: 震元连锁毛利率与净利率增长情况



资料来源：公司公告，宏源证券

震元连锁是公司特色中医领域最重要的组成部分，主要门店设立为中医馆，提供中医坐堂等医疗服务。截至 2011 年，震元连锁拥有门店 75 家，为绍兴最大医药连锁企业。门店大多集中在绍兴，宁波余姚、杭州河坊街附近各有一家。2011 年在中国药店排行榜中，按销售收入排列处于第 73 位，比 2010 年提高了三位。位于绍兴市中心的“震元堂”旗舰店 2011 年单店销售额为 1.06 亿元，同比增长 24.45%，位列 2011 年中国药店单店销售额第六位（2010 年为第十位）。

公司现有门店基本为直营门店，其中属于“老字号”的门店有：震元堂、光裕堂、老三瑞、第一医药商店（天芝堂）、北海药店（天禄堂）、昌安药店（五连）等 6 家门店，经营历史均在百年以上，尤其以创始于清朝乾隆 17 年（公元 1752 年）的震元堂最为悠久。震元堂有“店运昌盛三百载，誉满江南数一家”之称，是国家商务部认定的首批“中华老字号”之一。此外，因鲁迅小说《从百草园到三味书屋》而闻名的光裕堂在 2008 年被认定为首批“浙江老字号”，2010 年该店销售突破千万元；2010 年，老三瑞又被认定为第二批“浙江老字号”。在中国品牌研究院 2007 年 7 月 9 日公布的《第二届中华老字号品牌价值百强榜》中，震元堂品牌价值列全国第 28 位（品牌价值为 6.35 亿元），全省排序第 2 位。同时，被授予“2007 最有价值中华老字号 30 强企业”荣誉称号。目前除“震元堂”以外，公司其他药店的规模并不大，旗下众多老品牌还是以“震元堂”为旗舰店。

公司近 5 年来门店数量保持相对稳定。未来公司计划拓展震元堂两翼，在绍兴新设两家直营零售旗舰店，在浙江省内重点地区开设 30 家直营门店、专柜。震元堂营业面积将进一步扩大，品牌效应有望得到进一步凸显。

图 43：震元连锁旗舰店



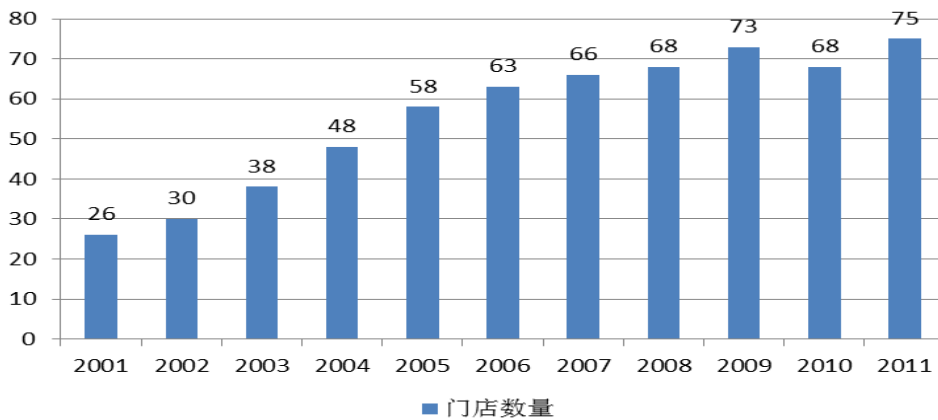
图 44：震元堂老药铺



资料来源：百度图片，宏源证券

资料来源：百度图片，宏源证券

图 45：震元连锁历年门店数量



资料来源：公司公告，宏源证券

表 13：2011 年中国药店单店销售额排行榜前十名

排名	单店名称	销售额（万元）	营业面积（平方米）
1	北京同仁堂集团同仁堂药店	31,173	3,786.7
2	重庆西部医药商城储奇门店	17,200	4,200
3	苏州市粤海大药房有限公司	14,168	1,350
4	四川德仁堂药业成都同仁堂总店	11,810.6	2,200
5	上海童涵春堂总店	11,385	1,100
6	浙江震元医药震元堂药店	10,578.27	1,225
7	上海余天成药业余天成堂药号	10,289.96	5,500
8	北京西单金象大药房	7,600	700
9	四川太极大药房旗舰店	7,215	1,053.9
10	天津桐君阁大药房和平路店	6,500	650

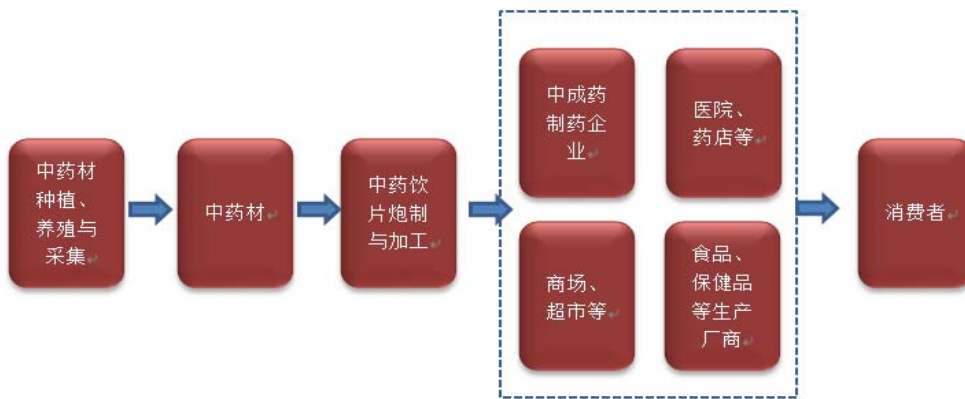
资料来源：中国药店网，宏源证券

3、公司传统优势中药饮片领域分析

（1）中药饮片行业需求驱动高增长，老牌厂商更加有优势

中药饮片是指按照中医药理论、规范化的中药炮制方法，将中药材经过加工制成的中药产品，可直接作为药剂配方服用或直接服用，或进一步加工为中成药产品。中药饮片广泛应用于中成药制造、医院、药店、食品保健品制造等行业。在我国，中药饮片是与中药材、中成药并列的中药产业的三大支柱之一，是中医临床防病、治病的重要手段。中药饮片处于中药产业的中间环节。

图 46：中药饮片行业产业链

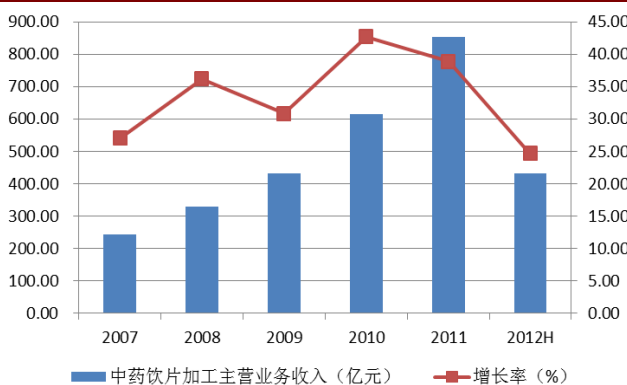


资料来源：宏源证券

2012年1-10月我国中药饮片加工行业实现主营业务收入770.8亿元，同比增长24.72%；实现累计利润总额53.72亿元，同比增长25.20%，超过医药行业的平均增速。中药饮片销售收入在整个医药工业中占比较小，2012年上半年占比为5.58%，近几年来呈现上升趋势，市场地位不断增强，未来发展空间很大。2010年以来中药饮片行业利润增速呈放缓趋势，但是资源型中药材价格上涨的大趋势不改，优势企业仍将分享其中的机遇。

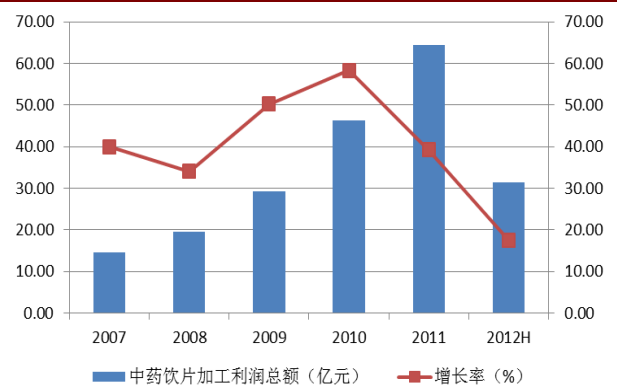
根据国家药监局认证公告，截至2010年底，我国获得GMP认证资格的中药饮片企业数量达到了1,032家。中药饮片行业销售收入前10名企业收入之和仅占行业的5%左右，而本行业内规模最大的企业康美药业市场份额仅占2%左右。因此本行业的市场集中度较低，具有核心竞争优势的企业较少，具有品牌优势的老牌生产商未来发展空间更大。未来随着行业的不断规范，部分小规模企业将逐渐被淘汰，行业的集中度将逐渐提升，也为中药饮片优势企业的不断壮大创造了空间。

图 47：中药饮片加工行业营收及增长情况



资料来源：wind，宏源证券

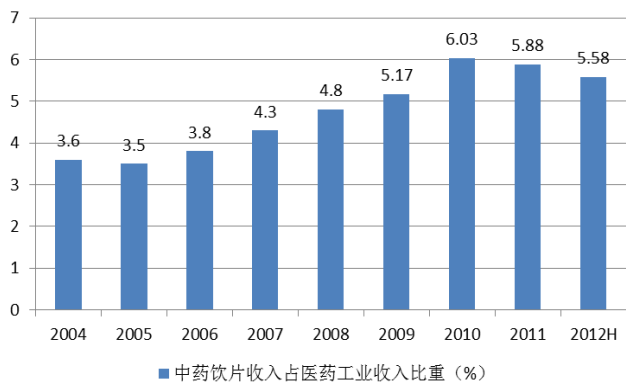
图 48：中药饮片加工行业利润总额及增长情况



资料来源：wind，宏源证券

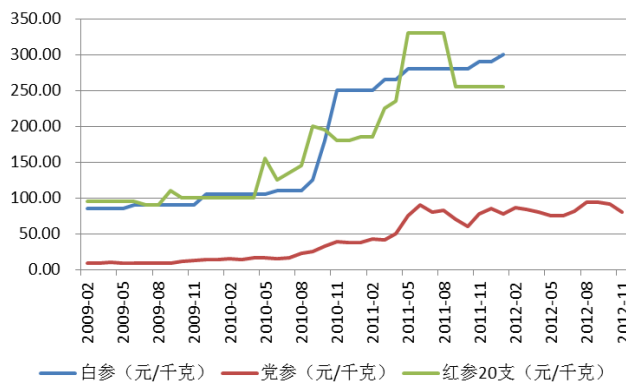
图 49：中药饮片销售收入占医药工业销售收入比重

图 50：中药饮片与医药工业收入增长率

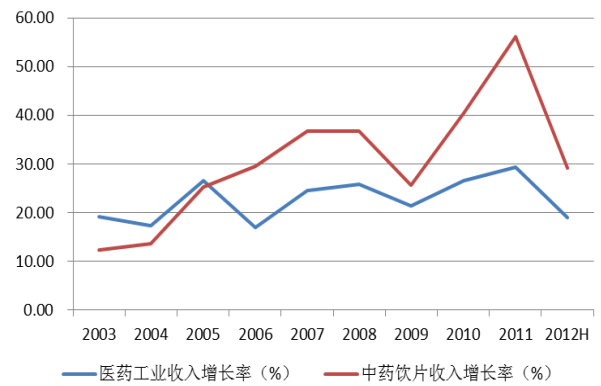


资料来源: wind, 宏源证券

图 51: 人参类中药材单价变化情况

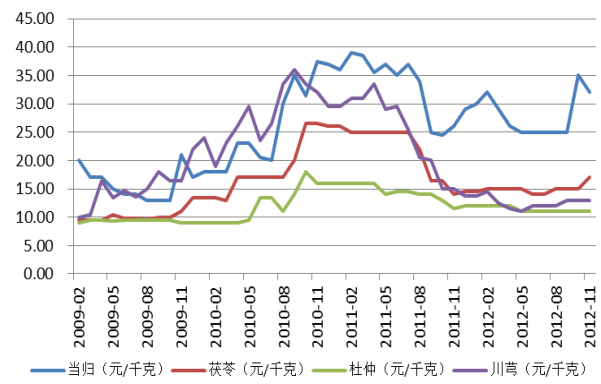


资料来源: wind, 宏源证券



资料来源: wind, 宏源证券

图 52: 当归、茯苓、杜仲、川芎单价变化情况



资料来源: wind, 宏源证券

我们从政策、市场等方面来分析中药饮片行业增长情况，其核心驱动力在于需求。政府对中医药发展的鼓励，中药饮片纳入医保，价格由市场调节，以及养生观念的广泛流行，大大促进了中药饮片需求的增加。

(1) 从量的角度：近年来我国出台多项政策鼓励中医药行业的发展。从供给端上看，加大中医药事业投入，鼓励中药企业优势资源整合，建设现代中药产业制造基地、物流基地，打造一批知名中药生产、流通企业等。从需求端上看，将符合条件的中医医疗机构纳入医疗保险定点机构范围，按照中西药并重原则，合理确定国家基本药物目录中的中药品种，鼓励使用中药等。另外，政府对中药饮片制定不予支付的药品目录，推行全额报销。

(2) 从价的角度：多数地区中药饮片没有政府统一定价和最高限价的限制，价格市场化程度较高。主要原因在于中药饮片是农副产品，价格受中药材价格的季节性影响较大，不适合政府统一定价。再者，统一定价的前提是有质量标准，而中药饮片种类繁多，在品种、产地、规格等方面缺乏统一的国家质量和分类标准，统一定价没有基础。实践中，各地区一般根据实际情况，或完全以市场定价，或以中药材价格为基础上浮一定比例定价。

(3) 从内在的人口角度：近年来随着人口老龄化的趋势不断显现，居民收入的持续增加与养生理念的广泛流行，中药调理需求潜力在逐步释放，对中药饮片消费也是很大的长期推动。据世界卫生组织估计，中草药的开发利用在未来的 10 年内将在世界范围全面兴起。根据 SFDA 南方所的预测，未来五年内我国中药饮片行业的平均增长幅度仍将高于医药制造业的整体增长幅度。

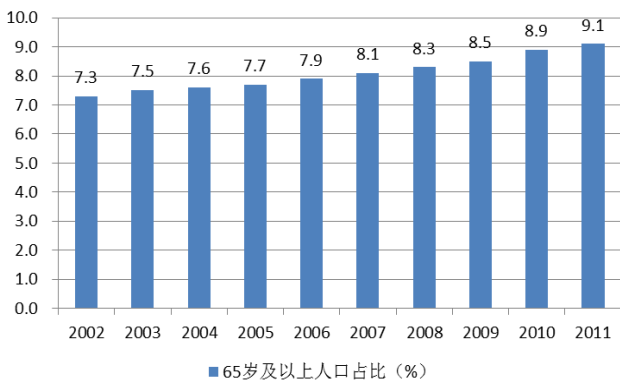
表 14: 中药饮片相关产业政策

时间	部门	政策	要求
2008 年 2 月	国家药监局	《关于加强中药饮片生产监督管理的通知》	未获得《药品 GMP 证书》的中药饮片生产企业一律不得从事中药饮片的生产经营活动。中药饮片经营企业、使用单位（药品生产企业、医疗机构）必须从具有《药品 GMP 证书》的中药饮片生产企业或具有中药饮片经营资质（批发）的药品经营企业购进饮片。凡持有《药品 GMP 证书》的中药饮片生产企业，必须严格按照工艺规程自行炮制生产，且只能生产销售认证范围内的品种。
2009 年 3 月	国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	充分发挥中医药（民族医药）作用，充分发挥中医药（民族医药）在疾病预防控制、应对突发公共卫生事件、医疗服务中的作用，采取扶持中医药发展政策，促进中医药继承和创新。
2009 年 4 月	国务院	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	促进中药资源可持续发展，加强对中药资源的保护、研究开发和合理利用，推进实施中药材生产质量管理规范，加强对中药饮片生产质量和中药材、中药饮片流通监管，鼓励中药企业优势资源整合，建设现代中药产业制造基地、物流基地，打造一批知名中药生产、流通企业。优化中药产品出口结构，提高中药出口产品附加值，扶持中药企业开拓国际市场。
2009 年 6 月	国务院	《促进生物产业加快发展的若干政策》	在现代生物产业发展重点领域，要积极发展对治疗常见病和重大疾病具有显著疗效的现代中药，将包括现代中药在内的生物产业列入未来大力发展的战略性新兴产业。
2009 年 8 月	国务院	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》、《国家基本药物目录管理办法（暂行）》	首次将中药饮片纳入基本药物，一方面保证群众的用药需求，另一方面也为了推动我国中医药事业的发展
2009 年 12 月	国家发改委办公厅、国家中医药管理局办公室	《关于组织实施现代中药产业发展专项的通知》	推动一批饮片、成药的生产过程质量控制关键技术应用，为形成中药生产过程控制技术标准和规范体系奠定基础，为整体提升中药产业的技术水平和技术含量提供示范引导形成一批合作关系清晰、合作实体明确、合作任务落实的产学研合作项目，充分发挥我国已有的中药研究公共技术平台的技术创新优势，推动建立技术开发合作机制，促进中药产业技术联盟的形成。
2010 年 10 月	工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	在中药领域加快现代技术在中药生产中的应用，推广先进的过程质量控制技术，鼓励企业建立中药材原料基地，发挥其带动中药材生产的作用，推进中药材生产产业化和 GAP 的实施。应用先进的栽培技术，推广规模化种植，保证中药材的质量和供应。建立和完善种子种苗基地、栽培试验示范基地，推动野生药材的家种，降低对野生药材的依赖，为现代中药可持续发展奠定基础。

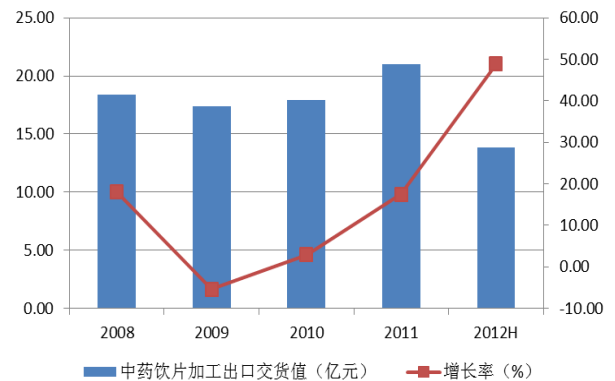
资料来源：国务院，科技部，发改委，中医药管理局，工信部，卫生部，食品药品监督管理局，宏源证券

图 53: 65 岁及以上人口占比情况

图 54: 中药饮片加工出口交货值及增长情况



资料来源: wind, 宏源证券



资料来源: wind, 宏源证券

(2) 公司中药饮片业务是传统优势, 通过增发募资扩大产能

中药饮片一直以来就是公司的优势。公司精选优质原材料开发推出了多个系列、多个规格的“震元”精制饮片和参茸产品, 并对拳头产品“震元堂大补药”进行了品质提升和包装更新, 获得了市场的广泛认可。在保障原药材质量的基础上, “震元”饮片较好地传承了百年老店震元堂对中药“切、炒、炙、煨”到“四组八刀”的制作工艺, 从传统膏方丹药到独家秘制的大补药, 其独特的饮片加工工艺被全面地保留传承了下来, 其中医药文化也因此被列入绍兴市非物质文化遗产保护名录, 并在积极申报省级“非遗”。公司还加工生产原产地药材“浙八味”, 即白术、白芍、杭白菊、浙贝、浙麦冬、温郁金、玄参、延胡索这八味重要中药材。另外, 公司往上游发展种植基地, 先后去丽水、温岭、新昌等地考察种植基地, 品种有质量保证。

公司中药饮片厂是浙江省第一批通过 GMP 认证的中药饮片生产企业, 年加工生产中药饮片近 500 余种, 年加工中药饮片能力 1000 余吨。公司生产的中药饮片曾多次在全国“神农杯”中药饮片质量评定中获得金奖。为进一步提高特色中药饮片的产能, 提高公司中药饮片竞争能力, 公司于 2010 年 6 月实施了中药饮片厂改扩建项目, 2012 年 8 月完工已正式投产, 年加工中药饮片由原来的 1000 吨达到 2000 吨左右, 进一步提高了中药饮片生产过程的质量控制和检测能力。2011 年公司中药材及中药饮片批发收入为 7100 万元, 2012 年上半年达到 4900 万元。

为了有效应对医药市场同质化的挑战, 2004 年震元堂中医馆开业, 积极引进多名浙江省内知名中医坐堂, 中医坐诊量按人次超过了绍兴中医院。“名店、名医、名药”相结合的形式促进了中药饮片销售, 取得较好的市场效果。随后, 在光裕堂、震元堂老药铺、杭州高银街药店等连锁门店进一步推广“名店、名医、名药”这一经营模式, 目前已有 12 家有中医坐诊, 还有一批在申报之中, 一共 100 多个医生, 每周过来 1-2 次。挂号费在绍兴 30-50 元, 挂号费全部给坐诊医生, 公司是去赚药品与中药饮片的钱。利用“名医坐堂”的方式可以强化中医的作用, 推广“震元”品牌精制饮片、参茸产品, 以此来构建显著的差异化竞争优势, 提升公司知名度与口碑, 并吸引高端消费者的注意力, 带动其他地区的病人来抓药。

2012 年 4 月坐落在越王城山脚下、占地 2000 平方米的震元堂国药馆开业, 常常早晨 5 点钟就开始排队。定期还会请到有名中医来做健康知识的讲座。绍兴地区有很多越医专科世家, 包括中医院的教授等, 公司都会请过来坐诊, 公司也在培养自己的医生队伍。

图 55: 震元堂中医馆



图 56: 震元堂参茸系列



图 57: 震元堂大补酒



资料来源: 百度图片, 宏源证券

4、公司医药商业业务在浙江省内面临激烈竞争

浙江省内医药商业领域正在上演着五强争霸的格局, 竞争日趋激烈。本土的另外两大区域龙头企业是华东医药和英特集团。外来医药商业巨头上海医药通过收购完善其华东商业网络, 国药控股亦早就开始在浙江的布局。这些医药商业巨头未来或将形成区域垄断、辐射全国的格局。

表 15: 医药商业巨头在浙江省内的收购情况

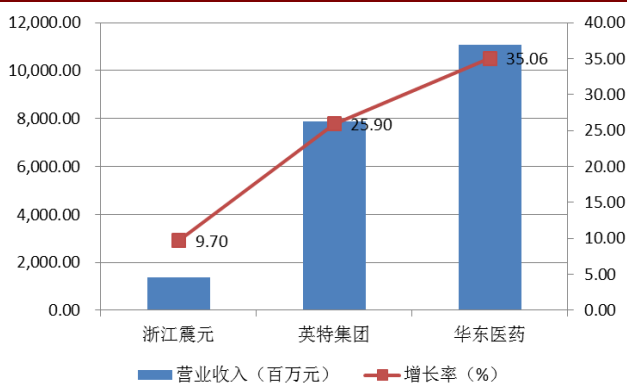
收购方	时间	被收购方	收购金额 (万元)	股权比例	被收购方简介
英特集团	2012 年 12 月	上虞医药有限责任公司	3,123.25	50%	上虞医药为绍兴地区排名第三的医药流通企业, 2011 年营业收入 5.17 亿元, 净利润 553 万元。
	2011 年 8 月	浙江鸿禾瑞堂药业有限公司	1,530	51%	鸿禾瑞堂专注于疫苗业务, 名列浙江省疫苗商业企业前三强。2010 年营业收入 4,197.93 万元, 净利润 122.14 万元。
	2011 年 1 月	浙江海斯医药有限公司	1,465.45	49%	海斯医药是衢州地区医药龙头企业之一。2010 年前三季度营业收入 7,150.92 万元, 净利润 148.26 万元。
	2010 年 12 月	温州市医药供销有限公司	2,990	51%	温州供销是温州地区医药流通企业排名前三甲的商业公司, 2010 年上半年营业收入 3.1 亿元, 其中 75% 以上来自基层医院的药品销售, 净利润 792 万元。
上海医药	2011 年 3 月	台州医药有限公司	15,000	53%, 后增持至 60%	台州医药核心业务为大医院纯销与基层医院药品配送, 2008~2010 年公司销售收入均保持在 15 亿元左右, 毛利率在 4%~5%
	2009 年	宁波医药股份有限公司	2,129.68	7.69%, 总计 58.74%	宁波医药是浙江省医药商业前十强企业, 2009 年上半年实现营业收入 13.25 亿元, 净利润为 2,464.62 万元。
国药控股	2011 年 8 月	浙江复星医药有限公司	3,666.6	68.6%	浙江复星 2010 年实现营业收入 2.6 亿元, 净利润-1,159 万元。
	2011 年 3 月	浙江温岭医药药材有限公司		100%	温岭医药位列全国医药百强之列, 近三年

2011年1月	浙江省缙云县医药有限公司	的销售收入持平在11亿元,90%以上的业务为医院纯销。 2009年销售收入为2.5亿元,实现利税336万元
---------	--------------	--

资料来源:公司公告,宏源证券

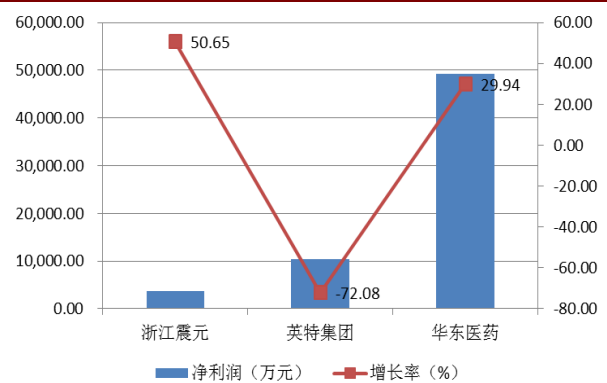
外来医药商业企业中,上海医药已经进入到杭州和宁波。2004年,上海医药控股宁波地区排名在前三位的宁波医药,目前持有71.3%的股份。上海医药收购的台州医药与宁波医药、杭州华氏医药形成呼应与对接,初步完成在浙江的布局,下一步或将在温州发起收购。国药控股目前已经在浙江12个地级市中的杭州、温州、舟山、丽水以及台州布局。华润医药在浙江目前只有衢州医药。本地巨头华东医药在浙江省内目前没有看到有收购动向,而长期在传统优势区域杭嘉湖地区积累的英特集团相继收购了宁波慈溪医药药材、温州供销和衢州海斯医药,并已在宁波慈溪、绍兴上虞设立现代医药物流中心,其商业网络已经日趋完整。2012年底英特集团完成对绍兴地区上虞医药的收购,对浙江震元的业务构成了一定的竞争。浙江震元相比同省的英特集团与华东医药,规模更小,势力范围也更小,在未来的市场竞争中取决于其内在增长动力与对市场的把握能力。

图 58: 2012Q3 浙江医药商业上市公司营收对比



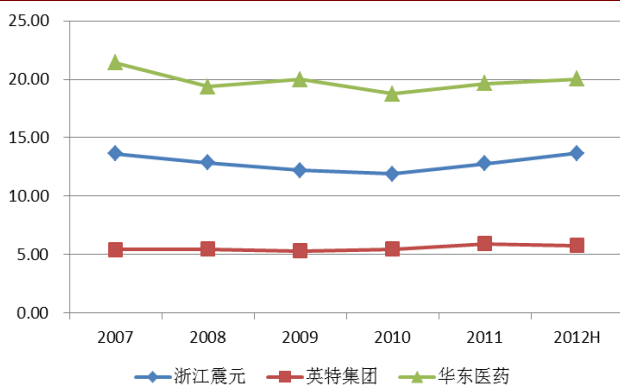
资料来源: wind, 宏源证券

图 59: 2012Q3 浙江医药商业上市公司净利润对比



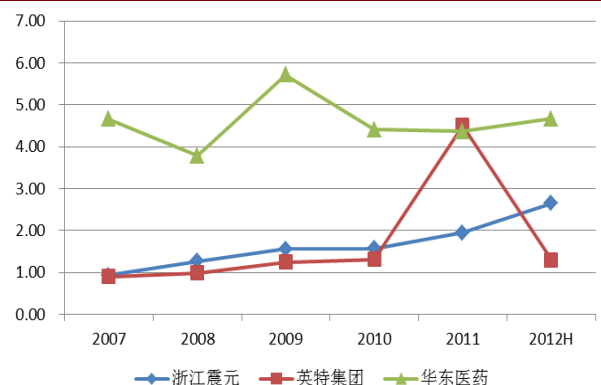
资料来源: wind, 宏源证券

图 60: 公司与浙江医药商业上市公司毛利率对比



资料来源: wind, 宏源证券

图 61: 公司与浙江医药商业上市公司净利率对比



资料来源: wind, 宏源证券

表 16: 公司与其他浙江医药商业上市公司对比情况

公司名称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	净利润复合 年增长率 (%)	营业总收入 复合年增长 率 (%)	市盈率 PE,TTM	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)
浙江震元	1.67	21.55	37.07	15.61	48.01	2.51	13.69
英特集团	2.07	16.99	114.26	27.65	31.44	1.14	6.25
华东医药	4.34	146.23	31.28	22.76	31.34	4.28	19.56

资料来源: wind, 宏源证券

三、非公开发行提高竞争力, 改善财务状况

(一) 非公开发行概况

2011 年 11 月, 公司公布了修改后的非公开发行预案。非公开发行的基准日为 2011 年 11 月 29 日, 发行的股票数量拟不超过 4,175 万股, 其中控股股东旅游集团认购的数量不低于本次非公开发行数量的 10%, 发行底价为 12.70 元/股, 募集资金总额不超过 5.3 亿元人民币。2012 年 11 月, 募集资金已全部到位。

表 17: 非公开发行募集资金拟投资项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	浙江震元制药有限公司震元科技园区二期升级改造 项目 (制剂产品)	30,000.00	27,900.00
2	直营门店及营销网络建设项目	12,349.65	10,700.00
3	现代医药物流配送中心建设项目	14,344.70	7,100.00
4	补充流动资金	7,300.00	7,300.00
	合计	63,994.35	53,000.00

资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 拟投资项目分析

1、浙江震元制药有限公司震元科技园区二期升级改造项目 (制剂产品)

震元制药部分制剂产品生产出现产能不足的情况, 影响了制剂产品市场占有率, 需要新建生产线以满足产能需求。本次增发扩产制剂项目主要为专科药生产线, 保障震元制药向专科药企业转型。

本项目总投资 3 亿元, 项目建设地点为袍江工业区震元科技园区内, 本项目建成后, 震元制药将新增年产 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。其中冻干粉针与小水针在建项目在 2013 年可以完成, 固体制剂项目 (包括冲剂与片剂) 要到 2014 年底完成。袍江工业区的土地在 2000 年购得, 占地 500 亩, 离市区 9 公里, 配套设施完善, 土地价格已经由当初购入时的 6.5 万/亩升至 60-70 万/亩。公司之前预留了 100 多亩地来做二期的升级改造项目, 预计今后还将进行原料药的设计与扩建项目。

表 18: 非公开发行投资医药制剂项目

细分项目	产品名称	项目投产后形成的产能
冻干粉针项目	注射用泮托拉唑钠	800 万瓶/年
	注射用乳糖酸阿奇霉素	1000 万瓶/年
	注射用氯诺昔康	800 万瓶/年
	注射用葛根素	400 万瓶/年
	合计	3000 万瓶/年
小水针项目	醋酸奥曲肽注射液	250 万支/年
	盐酸托烷司琼注射液	250 万支/年
	合计	500 万支/年
口服固体制剂项目	伏格列波糖胶囊	5000 万粒/年
	石杉碱甲片	5000 万片/年
	美他多辛胶囊	2500 万粒/年
	制霉素片	14500 万片/年
	氯诺昔康片	3000 万片/年
	合计	30000 万片(粒)/年
头孢类口服固体制剂项目	盐酸头孢他美酯干混悬剂	1000 万袋/年
	盐酸头孢他美酯胶囊	3000 万粒/年
	合计	4000 万袋(粒)/年

资料来源：公司公告，宏源证券

2、直营门店及营销网络建设项目

项目总投资人民币 12,349.65 万元，由公司直接实施。本项目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，拟拓展震元堂两翼，并在绍兴诸暨、柯桥地区各开设大型 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。项目建成后，公司（含震元连锁）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。

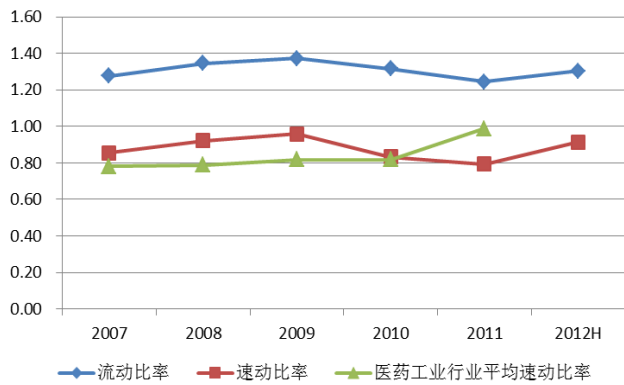
3、现代医药物流配送中心建设项目

项目总投资 14,344.70 万元，由公司直接实施。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；实现配送中心药品上架、传送、分拣、出库的半自动化或自动化，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；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。项目建成后，配送中心将可支持年 20 亿元的销售规模。

4、补充流动资金项目

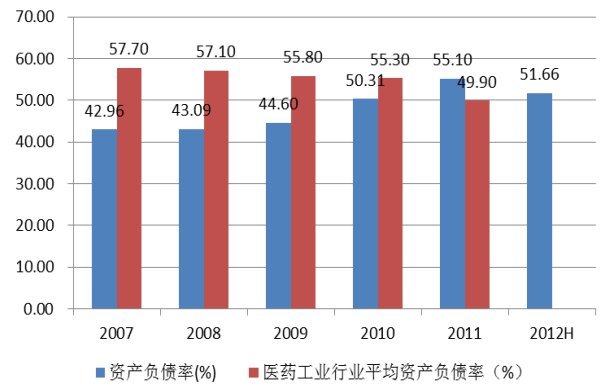
公司拟将本次非公开发行股票募集资金中的 7,300.00 万元用于补充流动资金需求。公司对流动资金的需求一直处于较为紧张状态，主要由于批发业务占主营业务收入比重较大，一方面公司向上游厂家采购货物需要支付一定比例的货款，另一方面，公司批发业务主要是通过招标方式为绍兴区域各大医院进行配送，而医院客户在市场中处于绝对优势地位，应收账款回收期通常延迟到 4-6 个月甚至更长。此次补充流动资金可以满足医药商业等业务实施进展所需的追加流动资金需求，也可以降低公司的资产负债率，提高偿债能力，降低财务风险，进一步提高公司的利润空间。

图 62: 公司与行业流动比率及速动比率对比



资料来源: wind, 宏源证券

图 63: 公司与行业资产负债率对比



资料来源: wind, 宏源证券

四、盈利预测与风险提示

(一) 盈利预测

1、盈利预测逻辑与核心假设

公司原料药产品在出口业务上取得一系列突破, 已经开始在欧美高端市场销售, 享受较高毛利率, 而制剂药产品也已经开始发力, 此次定向增发的募投项目中有 3 亿元投入制剂药生产线。结合调研结果与公司竞争力及发展前景, 给予 2012-2014 年原料药销售-27%、15%、15% 的增长率, 即分别为 1.83、2.10、2.42 亿元; 2012-2014 年制剂药销售 22%、30%、30% 的增长率, 即分别为 1.54、2.00、2.60 亿元。这样 2012-2014 年医药工业整体销售收入增长率分别为-5.00%、14.78%、22.32%, 即分别为 3.57、4.10、5.02 亿元。

公司医药批发业务给予 25%、25%、25% 的增长率, 即 13.83、17.28、21.60 亿元。公司近五年门店扩张速度较慢, 此次增发募投项目中包括 2 家旗舰店与 30 家直营店的扩张计划, 门店扩张速度较之前加快, 我们给予 2012-2014 年门店扩张速度分别为 15%、15%、15%, 即 86、99、114 家。经测算, 2011 年单店销售额为 310 万元, 我们给予 2012-2014 年单店销售额分别为 320 万元、330 万元、340 万元。这样我们得到医药零售业务的增长率分别为 16.22%、18.59%、18.48%, 即 2.58、3.06、3.63 亿元。综合以上得到医药商业业务整体增长率分别为 17.44%、22.54%、23.93%, 即 16.41、20.34、25.23 亿元。

另外, 各子行业分别预测未来毛利率, 最后得到综合毛利率 2012-2014 年分别为 13.2%、14.7%、15.5%。净利率分别为 2.39%、3.74%、4.50%。

表 19: 营业收入增长率预测按行业细分

营业收入 YoY	2012E	2013E	2014E
原料药销售(%)	-27	15	15
制剂药销售(%)	22	30	30
医药工业合计(%)	-5.00	14.78	22.32
医药批发(%)	25.00	25.00	25.00
医药零售(%)	16.22	18.59	18.48
医药商业合计(%)	23.53	23.99	24.02

其他(%)	40.00	40.00	40.00
合计(%)	17.44	22.54	23.93

资料来源：宏源证券

表 20：营业收入预测按行业细分

营业收入	2012E	2013E	2014E
原料药销售(百万元)	183	210	242
制剂药销售(百万元)	154	200	260
医药工业合计(百万元)	357	410	502
医药批发(百万元)	1,383	1,728	2,160
医药零售(百万元)	258	306	363
医药商业合计(百万元)	1,641	2,034	2,523
其他(百万元)	22	30	43
合计(百万元)	2,019	2,474	3,067

资料来源：宏源证券

2、盈利预测结果

预测 2012-2014 年公司营业收入分别为 20.02、24.38、30.05 亿元，净利润分别为 4,788 万元、9,131 万元、1.35 亿元，EPS 分别为 0.29、0.55、0.81 元。以 2013 年 1 月 23 日收盘价 13.59 元计，对应 2012、2013、2014 年 P/E 分别为 47 倍、25 倍、17 倍。综合考虑公司的竞争优势和未来的发展潜力，给予公司 30 倍 P/E，未来 6 个月目标价为 16.50 元，首次给予“增持”评级。

(二) 风险提示

- 1、政府招标政策变化、流通环节限价与医保控费等相关政策可能会对行业产生负面影响。
- 2、其他医药商业巨头向浙江省内乃至绍兴地区的扩张，加剧市场竞争。
- 3、美他多辛注射液获批时间低于预期，胶囊剂销售低于预期。

财务报表及附录

表 21: 浙江震元 2012-2014 年财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,503.3	1,719.5	2,001.6	2,438.2	3,004.5
减: 营业成本	1,324.3	1,500.0	1,737.4	2,080.1	2,540.1
营业税费	5.0	5.9	6.9	8.4	10.3
销售费用	65.8	81.8	96.1	112.2	132.2
管理费用	74.4	83.5	96.1	114.6	138.2
财务费用	5.2	7.6	7.7	9.8	13.4
资产减值损失	5.4	2.6	-0.2	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	4.3	2.4	2.5	2.5	2.5
营业利润	-	-	-	-	-
加: 营业外净收支	0.4	0.7	2.0	3.0	3.0
利润总额	27.9	41.2	62.2	118.7	175.8
减: 所得税	4.2	7.6	11.8	22.5	33.4
净利润(含少数股东权益)	23.6	33.5	50.4	96.1	142.4
减: 少数股东权益	2.5	2.0	2.5	4.8	7.1
净利润	21.1	31.5	47.88	91.31	135.24

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	127.4	142.1	85.1	48.8	60.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	270.3	308.2	356.4	434.2	535.0
应收票据	21.5	60.4	54.8	66.8	82.3
预付帐款	32.4	11.9	29.2	50.0	75.4
存货	264.4	300.7	357.0	427.4	521.9
其他流动资产	1.2	2.4	5.2	9.6	15.3
可供出售金融资产	26.2	21.2	20.0	20.0	20.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	29.6	29.6	29.6	29.6	29.6
投资性房地产	50.3	47.1	50.0	50.0	50.0
固定资产	208.7	217.3	330.1	438.2	535.9
在建工程	21.5	26.4	35.3	37.1	37.4
无形资产	39.8	39.3	41.9	46.3	50.5
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	1,103.7	1,220.7	1,411.5	1,677.5	2,036.2
短期债务	92.7	184.7	184.1	228.2	294.6
应付帐款	264.8	297.0	347.5	416.0	508.0
应付票据	138.7	115.9	133.3	159.6	194.9
其他流动负债	0.5	0.7	0.9	1.3	1.7
长期借款	-	-	-	-	-

其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	555.3	672.6	772.5	951.5	1,195.0
少数股东权益	28.3	7.9	10.4	15.2	22.4
股本	125.3	125.3	167.1	167.1	167.1
留存收益	394.8	414.8	461.5	543.6	651.8
股东权益	520.2	540.1	639.0	725.9	841.3

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	23.6	33.5	47.9	91.3	135.2
加: 折旧和摊销	31.3	32.2	29.8	41.7	53.7
资产减值准备	5.4	2.6	-0.2	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	4.7	6.9	7.7	9.8	13.4
投资收益	-4.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.5
少数股东损益	2.5	2.0	2.5	4.8	7.1
营运资金的变动	-12.6	-77.9	-20.7	-53.0	-68.0
经营活动产生现金流量	49.1	-4.1	64.5	92.1	138.9
投资活动产生现金流量	-20.0	-69.1	-150.3	-153.5	-153.5
融资活动产生现金流量	-10.2	83.8	32.3	25.1	26.0

资料来源: Wind, 宏源证券

表 22: 浙江震元 2012-2014 年财务指标预测

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	17.8%	14.4%	16.4%	21.8%	23.2%
营业利润增长率	22.4%	47.0%	49.0%	92.0%	49.4%
EBITDA 增长率	6.8%	26.3%	24.4%	71.1%	43.5%
EBIT 增长率	13.2%	46.8%	41.3%	84.8%	48.3%
NOPLAT 增长率	13.2%	41.8%	36.1%	84.8%	48.3%
净利润增长率	18.4%	49.7%	51.8%	90.7%	48.1%
投资资本增长率	-20.8%	18.0%	42.3%	24.9%	20.6%
净资产增长率	3.9%	-0.1%	16.6%	13.6%	15.9%
总资产增长率	15.9%	10.6%	15.6%	18.8%	21.4%
利润率					
毛利率	11.9%	12.8%	13.2%	14.7%	15.5%
营业利润率	1.8%	2.4%	3.0%	4.7%	5.7%
净利润率	1.4%	1.8%	2.4%	3.7%	4.5%
EBITDA/营业收入	4.1%	4.6%	4.9%	6.9%	8.0%
EBIT/营业收入	2.2%	2.8%	3.4%	5.1%	6.2%
NOPLAT/营业收入	1.9%	2.3%	2.7%	4.2%	5.0%
投资收益/利润总额	15.6%	5.9%	4.0%	2.1%	1.4%
非经常性损益/利润总额	1.3%	1.8%	3.2%	2.5%	1.7%
运营效率					

固定资产周转天数	53	45	49	57	58
流动营业资本周转天数	40	32	40	44	44
流动资产周转天数	156	162	155	143	140
货币资金周转天数	27	28	20	10	7
应收帐款周转天数	62	61	60	58	58
存货周转天数	53	59	59	58	57
应付帐款周转天数	55	59	58	56	55
净资产周转天数	129	115	107	101	94
总资产周转天数	246	243	237	228	222
投资回报率					
ROE	4.3%	6.1%	7.9%	13.2%	16.9%
ROA	2.1%	2.7%	3.6%	5.7%	7.0%
ROIC	5.4%	9.6%	11.1%	14.4%	17.1%
费用率					
销售费用率	4.4%	4.8%	4.8%	4.6%	4.4%
管理费用率	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%
财务费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
三费/营业收入	9.7%	10.1%	10.0%	9.7%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	50.3%	55.1%	54.7%	56.7%	58.7%
负债权益比	101.2%	122.7%	120.9%	131.1%	142.0%
流动比率	1.32	1.24	1.16	1.10	1.09
速动比率	0.83	0.79	0.70	0.65	0.65
利息保障倍数	6.28	6.32	8.87	12.79	13.93
分红指标					
DPS(元)	0.07	0.00	0.00	0.05	0.16
分红比率	41.6%	0.0%	0.0%	10.0%	20.0%
股息收益率	0.50%	0.00%	0.00%	0.39%	1.15%
业绩和估值指标					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.17	0.25	0.29	0.55	0.81
BVPS(元)	4.38	4.37	3.82	4.35	5.04
PE(X)	83.62	55.88	49.05	25.72	17.37
PB(X)	3.21	3.22	3.68	3.24	2.79
P/FCF	12.89	36.91	-14.41	-57.48	118.31
P/S	1.17	1.02	1.17	0.96	0.78
EV/EBITDA	26.73	21.88	24.85	15.08	10.82
CAGR(%)	52.1%	57.5%	63.6%	-	-
PEG	1.61	0.97	0.77	-	-
ROIC/WACC	0.57	1.01	1.16	1.51	1.79
REP	6.99	3.42	2.95	1.89	1.36

资料来源: Wind, 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师、中小市值上市公司研究组组长,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生,本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历,曾在多家券商任职,任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职,2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖:宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司:浙江震元、双塔食品、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有,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,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。