

日期: 2014年7月31日

行业: 原料药



张凤展
021-53519888-1932
zhangfengzhan@shzq.com
执业证书编号: S0870511030001

收入增速大幅放缓, 毛利率略有改善

基本数据 (2014H1)

报告日股价 (元)	17.35
12mth A 股价格区间 (元)	13.4/19.74
总股本 (百万股)	167.06
无限售 A 股/总股本	81.6%
流通市值 (亿元)	23.65
每股净资产 (元)	7.22
PBR (X)	2.40

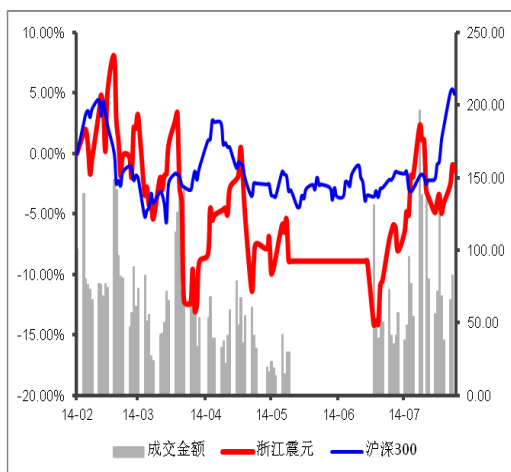
主要股东 (2014H1)

绍兴市旅游集团有限公司	19.94%
上海浦东科技投资有限公司	2.48%
中国人寿	2.14%

收入结构 (2014H1)

医药工业	27%
医药商业	83%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ14-CT01

首次报告日期: 2014年4月29日

相关报告:

公司动态事项

公司公布2014年度半年报: 公司实现营业收入(合并) 10.23亿元, 较上年增长2.07%, 归属于上市公司股东的净利润3,382.06万元, 较上年增长5.44%。

表 1 主要经营数据

	2014H1	2013H1	增减 (%)
营业收入 (元)	1,022,752,626.86	1,002,042,259.83	2.07
归属于上市公司 股东的净利润 (元)	33,820,567.14	32,076,427.79	5.44
归属于上市公司 股东的扣除非经 常性损益的净利 润 (元)	32,550,631.61	31,836,061.61	2.24
经营活动产生的 现金流量净额 (元)	-29,275,403.98	-72,045,068.96	——
基本每股收益 (元/股)	0.20	0.19	5.26
稀释每股收益 (元/股)	0.20	0.19	5.26
加权平均净资产 收益率 (%)	2.85	2.87	-0.02 个百分点

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

事项点评

销售收入减速, 毛利率略有改善

公司 2014 年上半年营业收入同比增长 2.03%。收入增速放缓, 收入增长主要来自于医药商业, 医药制造业务尤其是制剂销售放缓幅度较大。具体来看, 上半年原料药销售略有好转, 收入增长为-10%, 毛利率水平略有提高, 主要源自于罗红霉素底部反弹和硫酸奈替米星新市场的打开。制剂业务上半年销售收入同比增长-11%, 下滑速度远高于预期, 制剂毛利率水平也下降近 2 个百分点。上半年, 重点品种氯诺昔康继续保持良好增长态势。美他多辛系列产品依然处市场培育阶段。上半年制剂业务的负增长和公司上半年进行新版 GSP、GMP 认

证有一定关系，预计随着认证结束，下半年业务会有一定恢复。

公司的医药商业业务上半年的增速下滑，但依然正增长，其中医药批发业务同比增长 4%，毛利率提高近 1 个百分点，医药零售业务同比增长 9%，毛利率略有下降。

2014 年上半年，公司陆续启动了生命健康产业项目建设。一是设立子公司——绍兴震元堂健康管理有限公司，专业从事医疗服务、健康管理及促进、以及健康相关的服务等；根据规划部署，该公司正在紧张有序地筹建中，首个项目母婴护理服务项目已启动，母婴护理中心整体改造、人员招聘培训、营销等工作正在紧张进行。二是全资子公司震元制药为充分发挥微生物发酵的优势，培育和增强企业新利润增长点，设立全资子公司从事保健食品、新食品原料的生产与销售，目前小球藻保健食品生产项目按计划推进，进入扩大生产阶段。三是为更好地满足百姓对健康用品的消费需求，经过紧张的筹备和装修工作，震元堂健康生活馆于 5 月份开业运行。

表 2 分业务情况

报告期	2014H1	2013 A	2013H2	2013H1
工业-医药制造				
收入	16729	34,370.42	15,695.56	18,674.86
g	-10%	-3%	4%	-8%
毛利	4372	9,986.32	4,744.80	5,241.52
毛利率(%)	26%	29.05	30%	28.07
医药制造-原料药销售				
收入	8637	16,469.30	6,873.39	9,595.91
g	-10%	-21%	-11%	-28%
毛利	485	893.74	308.11	585.63
毛利率(%)	5.61%	5.43	4%	6.10
医药制造-制剂销售				
收入	8092	17,901.12	8,822.17	9,078.95
g	-11%	23%	19%	28%
毛利	3887	9,092.58	4,436.70	4,655.88
毛利率(%)	48%	50.79	50%	51.28
医药商业				
收入	84793	165,677.22	85,048.68	80,628.54
g	5.16%	15%	17%	13%
毛利	10142	18,476.67	9,818.18	8,658.49
毛利率(%)	12%	11.15	12%	10.74
医药批发（主要是母公司）				
收入	67643	133,239.80	68,319.88	64,919.92
g	4%	14%	17%	11%
毛利	5114	8,754.53	4,705.76	4,048.77
毛利率(%)	8%	6.57	7%	6.24

		医药零售			
	收入	17150	32,437.42	16,728.79	15,708.63
	g	9%	18%	16%	20%
	毛利	5028	9,722.14	5,112.41	4,609.73
	毛利率(%)	29.32%	29.97	31%	29.35
		合计			
收入		101522	200048	100744	99303
	g	2.23%	11%	15%	8%
毛利		14514	28463	14563	13900
毛利率(%)		14.30%	14.23%	14.46%	14.00%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

费用率改善

公司上半年费用率逐步压缩，虽然营业费用高于去年同期水平，但是正逐步压缩，逐季改善，公司的管理费用率低于去年同期水平。整体来看，上半年公司各项费用率控制较好。

表 3 季度财务数据

报告期	2014 Q2	2014 Q1	2013Q4	2013 Q3	2013Q2	2013Q1
净资产收益率 ROE (%)	1.44	1.42	1.26	1.55	1.52	1.35
净资产收益率(扣除非经常损益) (%)	1.40	1.34	1.02	1.28	1.50	1.35
销售净利率 (%)	3.73	3.16	2.78	3.76	3.65	2.94
销售毛利率 (%)	15.41	14.35	15.88	13.63	15.32	13.99
营业利润/营业总收入 (%)	5.04	3.60	3.58	3.55	4.04	3.62
净利润/营业总收入 (%)	3.73	3.16	2.78	3.76	3.65	2.94
营业费用/营业总收入 (%)	5.80	6.08	8.33	5.11	5.35	5.33
管理费用/营业总收入 (%)	4.88	4.55	3.60	4.73	5.04	4.81
财务费用/营业总收入 (%)	-0.60	-0.07	-0.64	-0.08	-0.44	-0.07
经营活动净收益/利润总额 (%)	94.87	97.91	94.82	82.44	86.28	102.92
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%)	136.51	93.39	139.36	104.46	115.86	84.15
经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)	-1.71	-3.88	15.88	0.85	-11.94	-2.87
营业总收入同比增长率 (%)	0.52	3.47	20.39	9.55	13.73	3.05
营业总收入环比增长率 (%)	-11.60	0.96	12.39	0.22	-9.01	17.47
营业利润同比增长率 (%)	25.44	2.76	165.57	0.89	20.98	28.39
营业利润环比增长率 (%)	23.72	1.54	13.34	-11.90	1.35	162.42
净利润同比增长率 (%)	2.84	10.87	58.23	35.47	34.73	32.30
净利润环比增长率 (%)	4.48	14.68	-17.01	3.44	12.64	63.66

数据来源：wind 上海证券研究所

应收账款周转放缓

上半年公司的营运情况正常，存货周转保持稳定，应收装款周转略有放缓。

表 4 营运数据

报告期	2014 中报	214 一季报	2013 年报	2013 三季报	2013 中报	2013 一季报
营业周期	129.56	120.97	120.08	126.42	122.90	118.33
存货周转天数	58.26	51.98	58.40	58.84	59.01	56.02
应收账款周转天数	71.30	68.99	61.68	67.58	63.89	62.31
存货周转率	3.09	1.73	6.16	4.59	3.05	1.61
应收账款周转率	2.52	1.30	5.84	4.00	2.82	1.44
流动资产周转率	0.87	0.46	1.67	1.22	0.82	0.42
固定资产周转率	4.70	2.47	9.40	7.31	4.92	2.56
总资产周转率	0.58	0.31	1.19	0.89	0.60	0.31
应付账款周转率	2.50	1.29	5.19	3.82	2.62	1.33
应付账款周转天数	72.00	69.69	69.31	70.71	68.60	67.73
净营业周期	57.56	51.28	50.77	55.71	54.30	50.60

数据来源: wind 上海证券研究所

■ 投资建议

未来六个月内, 给予“谨慎增持”评级

公司上半年收入放缓, 其实是制剂业务增长大幅低于预期, 预计下半年随着认证完成, 会恢复正常, 公司商业部分外部发展不足, 增长平稳, 但增速放缓也较多。公司主要看点在于新产品腺苷蛋氨酸的获批, 以及向大健康领域的拓展。我们给予“谨慎增持”建议。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2018.15	2092.44	2240.79	2420.96
年增长率	11.36%	3.68%	7.09%	8.04%
归属于母公司的净利润	64.44	68.74	82.03	98.93
年增长率	35.17%	6.67%	19.34%	20.60%
每股收益(元)	0.386	0.411	0.491	0.592
PER (X)	44.98	42.17	35.33	29.30

注: 股本按照 167.06 百万股计算

附表 1 华北制药损益

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1719.50	1812.21	2018.15	2092.44	2240.79	2420.96
减：营业成本	1500.01	1553.52	1721.04	1786.86	1903.97	2045.05
营业税金及附加	5.95	6.46	6.55	6.79	7.27	7.86
营业费用	81.76	105.38	122.76	127.64	134.45	145.26
管理费用	83.54	80.43	91.29	92.07	100.84	108.94
财务费用	7.60	9.08	-6.31	-7.82	-8.79	-9.75
资产减值损失	2.65	5.39	11.19	6.41	6.41	6.41
加：投资收益	2.45	2.86	2.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	40.43	54.81	74.51	80.49	96.65	117.19
加：其他非经营损益	0.73	4.57	3.86	3.06	3.06	3.06
利润总额	41.16	59.38	78.37	83.55	99.71	120.25
减：所得税	7.64	12.06	12.58	13.37	15.95	19.24
净利润	33.53	47.32	65.79	70.18	83.75	101.01
减：少数股东损益	1.99	-0.35	1.35	1.44	1.72	2.08
归属母公司股东净利润	31.54	47.67	64.44	68.74	82.03	98.93

资料来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 张凤展

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
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	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
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	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。