

## 机会与挑战并存

浙江震元 (000705)

**推荐** 首次覆盖

核心观点:

分析师

☎: 李平祝  
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

张金洋

☎: (8610) 83574546  
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn  
对本报告的编制提供信息

### 1. 事件

近日,我们对公司进行了跟踪。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 医药工业: 制剂是未来增长重点, 短期受招投标及新品尚处培育期影响, 但不乏亮点品种

公司医药工业部分2014年收入为3.18亿, 占比公司整体约为15%, 毛利占比公司整体约33%。公司未来会将重点放在发展制剂业务方面, 原料药方面将保持相对稳定。公司将逐步实现两个转型, 一个是原料药逐步向制剂转型, 另一个是制剂业务由普药逐步向特色专科药转型。

**制剂业务方面:** 2014年实现收入1.69亿, 占比公司工业部分收入约为53%, 毛利占比工业部分约82%, 是工业部分毛利的主要来源。2014年制剂业务收入有所下降(-5.38%), 主要和车间GMP认证延期、招投标价格下降、新车间尚处磨合期有关。2015年, 各省招投标有望陆续落地, 新车间尚需磨合, 公司仍将面临挑战。

未来公司会将制剂业务作为医药工业的重点来发展, 也将会是重要增长点, 并且将特色专科药作为重点的重点进行培育推广。公司主要品种主要包括氯诺昔康(约5000万, 市场份额在50-60%, 实现20%左右增长), 其他1000-3000万量级的品种有伏格列波糖、醋酸奥曲肽、盐酸托烷司琼等, 另外美他多辛(注射剂独家, 胶囊独家)尚需通过加强学术推广来提升销量, 腺苷蛋氨酸(国内三家)2014年10月获批, 去年尚没形成规模销售, 由于生产成本的问题, 公司正在积极改进工艺, 招投标也是影响销售上量的一个很重要的因素。我们认为公司颇具亮点并且未来着重看好的品种包括美他多辛、腺苷蛋氨酸、氯诺昔康, 我们认为都是过亿级别潜力品种。另外, 公司会特别重视特色专业药推动未来医药工业发展的策略, 对于市场前景较好的品种, 公司也会考虑收购。

**原料药业务方面:** 2014年实现收入1.48亿, 占比公司工业部分收入约为47%, 毛利占比工业部分约18%。公司是全球最大的罗红霉素生产企业之一, 是我国唯一的制霉素生产企业。2014年公司原料药业务总体下降9.88%, 主要原因是原料药市场总体不景气, 虽然公司抓住罗红霉素底部反弹机会在销量上实现两位数增长, 但较低的价格使收入同比下降。

公司未来整体的战略方向是实现制剂对原料药的逐步替代, 对于原料药总体思路是保持现有规模平稳, 要利用好现有产能, 如果未来有机会做高端特色原料药(比如通过发酵方式), 公司会考虑。

#### 市场数据 时间 2015.5.19

A股收盘价(元)	21.31
A股一年内最高价(元)	22.10
A股一年内最低价(元)	7.45
上证指数	4417.55
市净率	5.7
总股本(亿股)	3.34
实际流通A股(亿股)	2.73
流通A股市值(亿元)	58.12

#### 相关研究

## （二）医药商业：中药饮片业务、单体店做大做强、中医坐诊服务是未来发展重点

公司医药商业部分 2014 年收入为 17.48 亿，同比增长 5.53%，占比公司整体收入约为 85%，毛利占比公司整体约 67%。公司商业业务批发业务和零售业务。

**批发业务方面：**2014 年实现收入 13.87 亿，占比公司商业部分收入约为 79%，毛利占比商业部分约 47%。

2014 年批发业务同比增长 4.12%，今年将是公司批发业务面临挑战的一年，浙江省医改持续推进，零差率全面推广实施，二次议价在绍兴试点推开，在医院层面也基本上沿用了浙江省招标思路，排位靠前的品种价格砍得更多，虽然招标带来品种中标数量的提升有望对冲降价带来部分负面影响，但降价仍将给公司的批发业务带来一定挑战。

公司是绍兴地区规模最大的商业企业，公司近两年通过调整业务结构，强化纯销业务，毛利率有所提升。另外，公司将着重发展中药饮片业务，2014 年全年销售 9079 万，同比增长 7.91%。

**零售业务方面：**2014 年实现收入 3.61 亿，占比公司商业部分收入约为 21%，毛利占比商业部分约 53%。2014 年，公司零售连锁业务实现增长 11.3%。

公司是浙江绍兴地区最大的医药连锁企业，公司拥有的震元堂品牌具有较强的品牌力和区域影响力，目前拥有 70 余家连锁药店，以绍兴地区为主，杭州、宁波也有布局，在最近一期公布的中国药店单店榜 100 强中，震元堂排在第 5 位，单家销售已经过亿，另外还有三家门店也均在百强行列。公司采取中医坐诊服务拉动门店销售的模式，公司已经拥有 10 余家中医馆，这种模式最大的挑战是医生的稀缺性，公司未来会继续强化这种模式，但会把更多的精力用于现有店面的做大做强，也会扩大中医相关业务，增设经络养生馆和针灸室等服务性机构，以更好的促进零售连锁销售。我们认为震元堂品牌在绍兴地区拥有极强的影响力和品牌力，我们看好公司未来围绕此品牌的系列布局。

## （三）控股股东变更，大健康产业布局未来可期，国企改革或成中长期看点

2014 年 11 月 12 日，公司发布控股股东拟发生变更的公告，公告中描述：“为进一步推进绍兴市生命健康产业的发展，深化国资国企改革、理顺产权关系，经绍兴市委、市政府研究，决定组建绍兴震元健康产业集团有限公司。绍兴震元健康产业集团有限公司注册资本为 5 亿元，实际控制人为绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会。为此，控股股东绍兴市旅游集团有限公司持有“浙江震元”19.94%的股份拟划转至绍兴震元健康产业集团有限公司。”目前流程尚需要省里及国务院国资委审批。我们认为绍兴震元健康产业集团未来有望成为绍兴市国资委大健康产业的运营和整合平台，国企改革势在必行，只是时间进度尚不好把握，公司作为国资委下属的唯一的医药上市平台，未来有望成为未来集团大健康资产证券化的平台和通路，想象空间巨大，未来可期。

## （四）并购虽未成功，但积累了宝贵经验，对公司长远外延式布局具有积极意义

公司在 2014 年积极开展并购工作，筹划了一次并购，虽未成功，但却积累了宝贵经验，对公司长远外延式发展及布局具有积极意义，另外，从另一方面，也展现了公司领导层积极变革发展的意愿，从长远看，我们认为公司外延式发展值得期待。

## 3. 公司投资建议

预计 2015-17 年 EPS 分别为 0.13、0.14、0.17 元，对应 PE 分别为 169、151、128 倍。2015 年对于公司来说是机会与挑战并存的一年，工业受招投标影响，商业受二次议价影响，但我们仍看好公司长期发展，工业方面公司正在积极实现两个转型，原料药向制剂转型和普药制剂向特色专科制剂转型，美他多辛、腺苷蛋氨酸、氯诺昔康未来都是过亿级别品种；商业方面，公司着力打造中药饮片配送业务具有较大潜力，震元堂在绍兴地区极具品牌力，围绕震元堂品牌打造的中医中药甚至服务业务都极具前景；公司去年尝试的一单并购展现了公司领导层在外延式方面的意愿；股东更换体现了国资委做大做强健康产业的决心，国企改革势在必行，作为唯一医药上市平台的公司未来有望获益。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 4.主要风险因素

主力品种销售增速低于预期；国企改革进展低于预期。

### 主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2018.15	2081.23	2202.39	2426.49	2685.82
营业收入增长率	11.36%	3.13%	5.82%	10.18%	10.69%
净利润（百万元）	64.44	39.08	42.21	47.16	55.58
净利润增长率	39.02%	-37.97%	5.37%	11.74%	17.84%
EPS（元）	0.19	0.12	0.13	0.14	0.17
P/E	110	182	169	151	128
P/B	6.1	5.9	5.7	5.5	5.3
EV/EBITDA	32.7	92.7	47.1	45.0	42.9

资料来源：中国银河证券研究部

附表：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	370	326	445	543	665	营业收入	2018	2081	2202	2426	2686
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1721	1760	1858	2021	2208
应收账款	434	416	453	504	556	营业税金及附加	7	5	6	6	7
预付款项	51	39	49	47	58	销售费用	123	145	154	194	228
其他应收款	7	8	7	10	9	管理费用	91	123	130	146	175
存货	269	313	325	369	389	财务费用	-6	-6	-8	-10	-13
长期股权投资	39	0	0	0	0	资产减值损失	11	7	8	8	8
固定资产净额	222	388	355	272	190	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	151	49	0	0	0	投资收益	3	2	0	0	0
无形资产净值	37	38	33	28	22	营业利润	75	50	55	62	73
递延所得税资产	14	18	18	18	18	营业外净收入	4	-2	2	2	2
资产总计	1683	1730	1809	1901	2010	税前利润	78	48	57	64	76
短期借款	25	5	0	0	0	所得税	13	7	14	16	19
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	39%	-38%	5%	12%	18%
应付账款	447	473	515	560	614	归属母公司净利润	64	1	1	1	2
预收款项	7	8	9	10	11	少数股东损益	1	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.193	0.117	0.126	0.141	0.166
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.193	0.117	0.126	0.141	0.166
其他应付款	20	21	21	21	21	<b>指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	收入增长率	11%	3%	6%	10%	11%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	39%	-38%	5%	12%	18%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	5%	-41%	17%	9%	17%
其他非流动负债	7	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
负债合计	506	507	545	591	646	毛利率	15%	15%	16%	17%	18%
所有者权益合计	1,178	1,223	1,264	1,310	1,364	净利率	3%	2%	2%	2%	2%
<b>现金流量表(百万)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EBITDA/营业收入	5%	3%	6%	6%	6%
净利润	66	41	43	48	57	ROE(摊薄)	6%	3%	3%	4%	4%
折旧与摊销		31	116	86	110	ROIC	9%	5%	4%	5%	6%
经营活动现金流	18	82	116	86	110	<b>估值指标</b>					
投资活动现金流	-150	-103	2	2	2	P/E	110.50	182.20	168.70	150.97	128.12
融资活动现金流	5	-23	2	9	11	P/S	3.53	3.42	3.23	2.93	2.65
净现金流	-127	-44	120	97	122	P/B	6.09	5.88	5.69	5.49	5.27
期初现金余额		389	326	445	543	EV/EBITDA	32.67	92.71	47.05	45.05	42.86
期末现金余额		326	445	543	665	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)