

丰富制剂产品线, 布局母婴护理大健康

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报, 实现营业收入 24.4 亿元, 同比增长 12.69%, 实现归母净利润 4528 万元, 同比增长 35.01%, 扣非后归母净利润 3839 万元, 同比增长 65.23%。
- **商业增长较快, 工业增速平稳。** 1) 公司加大对区域分销品种的规模运作、连锁客户的延伸开发, 药品批发实现收入 16.53 亿元, 同比增长 16.27%; 2) 着力做好零售门店拓展和 DTC 药房建设工作, 全年新开门店 8 家, 已在善禄堂、震元堂、上虞健康药店等三家药店开设了 DTC 药房, 零售临床品种销售实现翻番, 全年实现销售 4.22 亿元, 同比增长 10.67%; 3) 工业方面受 G20 停产影响, 增速基本保持不变, 工业实现收入 3.45 亿元, 其中原料药 1.55 亿元, 制剂 1.9 亿元; 4) 此外, 随着“两票制”推行, 行业集中度不断提升, 公司作为绍兴医药商业龙头积极整合资源调整结构, 药品、中药饮片销售、利润均持续增长。
- **制剂产品线逐渐丰富, 腺苷蛋氨酸销售有突破。** 1) 腺苷蛋氨酸实现产业化, 作为护肝药, 全年实现收入超过 2000 万元, 该产品已经进入批量生产阶段, 国内只有两家且工艺较难, 预计后续申报的企业数量有限, 前景看好; 2) 氯诺昔康功能为镇痛, 2016 年销售收入超过 5000 万, 预计 2017 年增速超过 20%; 3) 盐酸头孢他美酯在进入浙江省目录后增速较快, 公司具有该产品的儿童剂型, 为市场稀缺品种, 收入规模约 1000 万元; 4) 其余品种如伏格列波糖等均为 2000-3000 万级别, 预计保持稳定增长; 5) 我们认为公司医药工业收入 2016 年受 G20 停产影响增速放缓, 预计 2017 年出现恢复性增长, 增速或超 20%。
- **积极推进中医中药产业链的延伸和扩展。** 1) 全年新增 10 个种植基地, 基地总数达 20 个; 2) 设立全资子公司绍兴震元中药饮片, 推进中药饮片质量控制; 3) 着力做好中药饮片公司的增产增效工作, 逐步提高中药饮片的生产效率。
- **依托集团品牌优势, 布局大健康。** 增资控股绍兴市同源健康管理有限公司, 从集团及上市公司层面培育母婴护理、康复医疗大健康业务, 已产生 681 万收入。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.17 元、0.22 元、0.28 元, 对应市盈率分别为 72 倍、56 倍、44 倍, 我们认为公司作为绍兴市国资唯一医药资产平台, 存在国企改革预期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品、零售药店盈利或不达预期; 药品降价幅度或超预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2440.00	2765.42	3173.90	3671.56
增长率	12.69%	13.34%	14.77%	15.68%
归属母公司净利润(百万元)	45.28	58.27	74.77	94.07
增长率	35.01%	28.70%	28.31%	25.81%
每股收益 EPS(元)	0.14	0.17	0.22	0.28
净资产收益率 ROE	3.56%	4.50%	5.47%	6.44%
PE	92	72	56	44
PB	3.17	3.13	2.96	2.77

数据来源: Wind, 西南证券

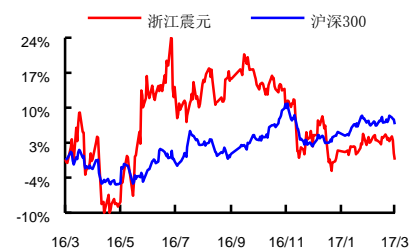
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.34
流通 A 股(亿股)	2.82
52 周内股价区间(元)	11.21-15.45
总市值(亿元)	41.67
总资产(亿元)	20.17
每股净资产(元)	3.87

相关研究

1. 浙江震元(000705): 中报业绩出色, 工商业转型升级 (2016-07-19)
2. 浙江震元(000705): 牵手绍兴二院, 打造国医馆 (2016-07-09)
3. 浙江震元(000705): 工商业齐发力, 业绩预告靓丽 (2016-06-28)
4. 浙江震元(000705): 区域流通龙头, 多元化助推企业发展 (2016-05-24)

关键假设：

假设 1：预计未来 3 年公司制剂产品线有望出现恢复性增长，其中腺苷蛋氨酸竞争格局较好，销售额有望实现 30% 以上增长；

假设 2：预计未来 3 年公司原料药价格恢复性上涨能够维持，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，预计原料药价格小幅上升 5%；

假设 3：公司增资控股绍兴市同源健康管理有限公司，从集团及上市公司层面培育母婴护理、康复医疗大健康业务，预计母婴护理业务受益二胎爆发，业务量有望出现 30% 以上的增长。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
总计				
营业收入	2,440.00	2,765.41	3,173.90	3,671.55
YoY	12.69%	13.34%	14.77%	15.68%
营业成本	2,089.32	2,347.92	2,690.42	3,100.73
毛利率	14.37%	15.10%	15.23%	15.55%
药品批发				
收入	1,653.24	1,901.23	2,186.41	2,514.37
yoy	16.27%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	1,541.97	1,771.94	2,037.73	2,343.39
毛利率	6.73%	6.80%	6.80%	6.80%
药品零售				
收入	422.46	464.71	511.18	562.29
yoy	10.63%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	301.94	325.29	357.82	393.61
毛利率	28.53%	30.00%	30.00%	30.00%
原料药				
收入	154.70	162.44	178.68	205.48
yoy	-0.10%	5.00%	10.00%	15.00%
成本	124.52	129.95	142.94	164.38
毛利率	19.51%	20.00%	20.00%	20.00%
制剂				
收入	190.16	228.19	285.24	370.81
yoy	-0.25%	20.00%	25.00%	30.00%
成本	112.60	114.10	142.62	185.41
毛利率	40.79%	50.00%	50.00%	50.00%
母婴护理				
收入	6.81	8.85	12.39	18.59

	2016A	2017E	2018E	2019E
yoy		30.00%	40.00%	50.00%
成本	5.16	6.64	9.30	13.94
毛利率	24.23%	25.00%	25.00%	25.00%
其他				
收入	12.63	-	-	-
yoy		-	-	-
成本	3.13	-	-	-
毛利率	75.22%	-	-	-

数据来源: Wind, 西南证券

综上所述, 我们预计公司 2017-2019 年的营业收入增速分别为 13.34%、14.77%和 15.68%, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.17 元、0.22 元、0.28 元 (原预测 2017-2018 年 EPS 为 0.20 元、0.26 元, 因 G20 及环保改造停产等因素, 对公司经营造成一定影响), 对应市盈率分别为 72 倍、56 倍、44 倍, 我们认为公司作为绍兴市国资唯一医药资产平台, 存在国企改革预期, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2440.00	2765.42	3173.90	3671.56	净利润	46.75	59.91	77.01	96.89
营业成本	2089.32	2347.92	2690.42	3100.74	折旧与摊销	50.81	39.33	39.33	39.33
营业税金及附加	13.05	11.38	13.80	16.29	财务费用	-6.89	-5.68	-6.91	-8.61
销售费用	173.87	195.06	224.35	259.69	资产减值损失	2.13	7.50	6.73	6.47
管理费用	111.09	139.78	155.12	181.49	经营营运资本变动	24.60	-71.66	-27.54	-60.01
财务费用	-6.89	-5.68	-6.91	-8.61	其他	-1.42	-5.89	-6.73	-6.74
资产减值损失	2.13	7.50	6.73	6.47	经营活动现金流净额	115.99	23.51	81.88	67.34
投资收益	1.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-18.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-100.13	21.60	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-118.89	21.60	0.00	0.00
营业利润	58.61	69.45	90.39	115.48	短期借款	60.00	23.60	-47.95	-26.18
其他非经营损益	-0.14	2.84	2.97	2.41	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	58.47	72.29	93.36	117.88	股权融资	-0.34	0.00	0.00	0.00
所得税	11.72	12.38	16.35	20.99	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	46.75	59.91	77.01	96.89	其他	-13.38	-37.69	6.91	8.61
少数股东损益	1.48	1.64	2.24	2.83	筹资活动现金流净额	46.28	-14.09	-41.04	-17.57
归属母公司股东净利润	45.28	58.27	74.77	94.07	现金流量净额	44.27	31.02	40.85	49.77
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	245.52	276.54	317.39	367.16	成长能力				
应收和预付款项	498.53	593.39	676.14	778.43	销售收入增长率	12.78%	13.34%	14.77%	15.68%
存货	343.26	416.00	464.74	540.81	营业利润增长率	72.28%	18.50%	30.15%	27.75%
其他流动资产	15.10	20.54	20.64	25.01	净利润增长率	26.13%	28.13%	28.54%	25.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.83%	0.56%	19.12%	19.04%
投资性房地产	17.87	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	532.80	499.30	465.81	432.32	毛利率	14.37%	15.10%	15.23%	15.55%
无形资产和开发支出	49.28	44.35	39.42	34.50	三费率	11.40%	11.90%	11.74%	11.78%
其他非流动资产	314.79	313.88	312.97	312.06	净利率	1.92%	2.17%	2.43%	2.64%
资产总计	2017.14	2164.00	2297.13	2490.28	ROE	3.56%	4.50%	5.47%	6.44%
短期借款	60.50	84.10	36.15	9.97	ROA	2.32%	2.77%	3.35%	3.89%
应付和预收款项	590.37	696.28	794.94	911.26	ROIC	4.04%	4.90%	6.12%	7.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.20%	3.73%	3.87%	3.98%
其他负债	52.48	53.29	58.71	64.83	营运能力				
负债合计	703.35	833.68	889.80	986.06	总资产周转率	1.23	1.32	1.42	1.53
股本	334.12	334.12	334.12	334.12	固定资产周转率	5.35	5.40	6.63	8.25
资本公积	536.81	536.81	536.81	536.81	应收账款周转率	5.89	5.95	5.94	5.98
留存收益	379.00	437.27	512.04	606.11	存货周转率	5.81	6.17	6.09	6.15
归属母公司股东权益	1293.31	1308.21	1382.97	1477.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.67%	—	—	—
少数股东权益	20.48	22.11	24.36	27.18	资本结构				
股东权益合计	1313.79	1330.32	1407.33	1504.22	资产负债率	34.87%	38.52%	38.74%	39.60%
负债和股东权益合计	2017.14	2164.00	2297.13	2490.28	带息债务/总负债	8.60%	10.09%	4.06%	1.01%
					流动比率	1.61	1.61	1.70	1.77
					速动比率	1.11	1.10	1.17	1.21
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.17	0.22	0.28
					每股净资产	3.93	3.98	4.21	4.50
					每股经营现金	0.35	0.07	0.25	0.20
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn