



业绩符合预期，工业板块未来增长值得期待

——浙江震元（000705）点评

2017年10月30日

推荐/维持

浙江震元

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件:

公司发布三季报, 实现收入 18.83 亿, 同比增长 5.90%, 实现归母净利润 4651.51 万元, 同比增长 68.88%, 实现扣非后净利润 4044.15 万元, 同比增长 70.75%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入(百万元)	603.83	580.02	594.53	661.63	624.24	630.22	628.77
增长率(%)	11.89%	15.55%	13.40%	10.38%	3.38%	8.65%	5.76%
毛利率(%)	13.18%	14.94%	13.01%	16.19%	12.97%	18.43%	16.76%
期间费用率(%)	10.98%	10.62%	12.23%	11.70%	10.30%	11.06%	14.97%
营业利润率(%)	1.89%	3.72%	0.49%	3.43%	2.20%	6.54%	1.09%
净利润(百万元)	8.45	17.90	2.15	18.26	11.29	32.91	3.98
增长率(%)	21.00%	-5893.88%	247.47%	-29.28%	33.61%	83.87%	85.22%
每股盈利(季度, 元)	0.02	0.05	0.01	0.05	0.03	0.09	0.01
资产负债率(%)	37.16%	36.22%	35.28%	34.87%	36.65%	35.09%	34.26%
净资产收益率(%)	0.66%	1.39%	0.17%	1.39%	0.85%	2.41%	0.29%
总资产收益率(%)	0.41%	0.89%	0.11%	0.91%	0.54%	1.56%	0.19%

观点:

1、收入增长稳健，业绩符合预期

公司收入端、利润端均延续了中报的增长情况, 整体符合预期。分业务来看, 工业板块我们估计整体收入增速在 15-20%左右, 其中制剂增速 15-20%, 原料药增速在 20-25%左右; 商业板块整体收入增速估计在 0-5%左右, 其中中药材及中药饮片估计实现增速 10-15%, 药品中成药估计增速在 5%左右, 整体收入增速较低主要是调拨业务短期受到一定影响。

值得注意的是, 公司前三季度经营性现金流量净额为 6188.28 万元, 较去年同期的-58.20 万元大幅改善, 主要原因是下游的回款变好以及对上游的应付账款增加所致。

2、浙江省 8 月 1 日执行两票制，调拨转纯销正在进行时

浙江省两票制在 2017 年 8 月 1 日已经开始实施，过渡期至 2017 年 10 月 31 日。而从公司的报表来看，公司预付款项在 9 月 31 日为 4431 万元，较去年同期增长 67.11%，主要是公司预付浙江省独家总经销品种货款所致，我们认为公司原有的调拨业务正在逐渐转向纯销业务，商业板块整体毛利率有望提升。

3、工业板块两大增长逻辑：腺苷蛋氨酸产能释放+西索米星原料药供应 Achaogen 重磅抗生素 Plazomicin

从公司未来的成长性来看，工业板块值得期待，腺苷蛋氨酸及西索米星原料药放量有望带来巨大业绩弹性：

- ◆ **腺苷蛋氨酸**：一直困扰公司腺苷蛋氨酸产能的工艺问题目前已经解决，公司也在积极推动腺苷蛋氨酸原料扩产项目保证未来供应。腺苷蛋氨酸目前国内仅有原研雅培、海正、震元拥有批文，2016 年样本医院销售额为 3.02 亿元，我们估计整体市场在 12 亿以上，目前震元仅占 2% 的市场份额，2016 年随着公司产能问题解决，有望迅速放量，我们预计今年全年有望在去年 2000 多万收入的基础上实现翻倍以上增长。
- ◆ **西索米星原料药**：公司是 Achaogen 重磅抗生素 Plazomicin 原料的主要供应商。Plazomicin 属于新一代氨基糖苷类抗生素，可以克服目前氨基糖苷类抗生素的临床耐药，由氨基糖苷类抗生素 Sisomicin（西索米星）为起始原料，经化学合成得到。此前，Plazomicin 针对多药耐药性的肠杆菌科细菌（包括碳青霉烯类抗生素耐药性肠杆菌（CRE））引起的严重感染（包括复杂性尿路感染（cUTI）、血液感染及其他感染）开展两项 III 期临床试验，Achaogen 公司在 2016 年 12 月已公布临床数据，均取得良性结果，此后 Achaogen 股价最大涨幅达到 10 倍左右。Achaogen 计划在 2017 年向美国 FDA 提交新药申请（NDA），以及在 2018 年向欧盟 EMA 提交市场准入申请（MMA）。我们认为，公司作为 Plazomicin 原料的主要供应商，将会显著受益于 Plazomicin 未来的放量，为公司贡献巨大业绩弹性。

结论：

我们预计公司 2017 年-2019 年净利润为 0.81、1.18、1.58 亿元，同比增长分别为 78.86%、46.30%、33.10%，对应 PE 分别为 43x、29x、22x。我们认为，公司业绩正处在拐点，传统工业业务受益于产能恢复和制霉素价格上涨，而腺苷蛋氨酸、西索米星原料药未来有望为公司业绩带来巨大弹性，而商业板块受益于调拨转纯销，板块毛利率有望提升，维持“推荐”评级。

风险提示：

腺苷蛋氨酸、西索米星原料药销售不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1115	1102	1165	1341	1576	营业收入	2164	2440	2599	3054	3639
货币资金	226	246	262	307	372	营业成本	1837	2089	2192	2546	3016
应收账款	397	431	459	539	643	营业税金及附加	7	13	14	16	19
其他应收款	9	11	12	14	17	营业费用	151	174	185	218	255
预付款项	40	27	12	-4	-23	管理费用	131	111	109	128	153
存货	372	343	360	418	496	财务费用	-3	-7	-5	-5	-5
其他流动资产	28	11	28	28	28	资产减值损失	10.24	2.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	823	915	782	747	713	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.83	1.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	383	529	482	437	393	营业利润	34	59	103	151	201
无形资产	37	49	44	39	34	营业外收入	13.88	4.20	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	96	178	178	178	178	营业外支出	4.99	4.33	0.00	0.00	0.00
资产总计	1938	2017	1946	2087	2289	利润总额	43	58	103	151	201
流动负债合计	636	683	460	513	599	所得税	6	12	21	30	40
短期借款	1	61	61	28	0	净利润	37	47	83	121	160
应付账款	359	380	151	214	299	少数股东损益	1	1	2	2	3
预收款项	9	9	10	11	12	归属母公司净利润	36	45	81	118	158
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	108	146	135	181	230
非流动负债合计	23	21	156	156	156	BPS (元)	0.11	0.14	0.24	0.35	0.47
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	660	703	616	669	755	成长能力					
少数股东权益	13	20	22	25	27	营业收入增长	3.95%	12.78%	6.51%	17.52%	19.15%
实收资本(或股本)	334	334	334	334	334	营业利润增长	-32.04	72.28%	76.56%	45.89%	32.88%
资本公积	537	537	537	537	537	归属于母公司净利润	78.86%	46.30%	78.86%	46.30%	33.10%
未分配利润	305	334	312	280	237	获利能力					
归属母公司股东权	1265	1293	1308	1393	1507	毛利率(%)	15.10%	14.37%	15.65%	16.64%	17.11%
负债和所有者权	1938	2017	1946	2087	2289	净利率(%)	1.71%	1.92%	3.19%	3.95%	4.41%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		1.87%	2.24%	4.16%	5.68%	6.89%
经营活动现金流	57	116	-173	106	132	偿债能力					
净利润	37	47	83	121	160	资产负债率(%)	34%	35%	32%	32%	33%
折旧摊销	76	94	0	35	34	流动比率	1.75	1.61	2.53	2.61	2.63
财务费用	-3	-7	-5	-5	-5	速动比率	1.17	1.11	1.75	1.80	1.80
应付帐款的变化	0	0	-28	-80	-103	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	1	1	1	总资产周转率	1.16	1.23	1.31	1.51	1.66
投资活动现金流	-213	-119	100	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.16	6.60	9.79	16.75	14.20
长期股权投资减少	0	0	100	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.14	0.24	0.35	0.47
筹资活动现金流	-3	46	-18	-61	-67	每股净现金流(最新)	-0.47	0.13	-0.27	0.14	0.19
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.79	3.87	3.92	4.17	4.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	94.82	74.50	43.03	29.42	22.10
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.75	2.69	2.66	2.50	2.31
现金净增加额	-158	43	-90	46	65	EV/EBITDA	30.27	22.62	24.31	17.73	13.56

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。