

医药商业III



李劲松、王晞

医药行业研究员

021-38565948

lijinsong@xyzq.com.cn

浙江震元（000705）

小型的医药公司

中性（首次）

市场数据

报告日期	2009-3-17
收盘价(元)	6.23
52周最高/最低(元)	9.18/4.10
总股本(百万股)	125.33
流通股本(百万股)	99.29
总市值(百万元)	780.80
流通市值(百万元)	618.58
每股净资产(元)	3.86

股价走势



相关报告

投资要点

- 近日我们与机构投资者拜访了公司，就生产经营和未来规划与公司管理层进行了沟通。

工商业并举，区域型药企

- **特色原料药企。**公司的工业销售规模并不大，2008 年实现了 3.48 亿元的销售收入。工业生产的主体是公司控股 92.63% 的浙江震元制药有限公司，主要产品为比较早期的抗生素类的罗红霉素的原料药和制剂、制霉素原料药。由于品种较老，销售规模不大导致了工业的整体毛利率仅为 19.51%，明显低于同类的医药工业企业。2008 年实现的主营业务利润 6800 万元，净利润 974 万元。
- **区域特点明显的商业。**占公司主要销售收入的约 70% 的收入来源于医药商业。公司的医药商业形态主要有医药连锁、纯销。医药连锁由公司参股 77.09% 的浙江震元医药连锁有限公司为主体进行经营。设有 26 个连锁药店，主要分布在绍兴当地。2008 年实现销售收入 1.36 亿元，主营业务利润 3090 万元，净利润则达到 464 万元。净利率达到了 ~3%，主要是由于公司的连锁以当地历史悠久的震元堂为主体，品牌优势使得高毛利的中药材和补品占销售的主导地位。医院配送等传统医药商业业务由母公司负责经营，主要是分布于浙江地区，特别是在绍兴当地的医院占有较高的市场份额。
- **经营存在改善的空间。**公司的整体员工达到了 1500 余人。其中母公司的医药商业的销售规模仅为 7 亿元左右，但是员工总数达到了 700 余人。人均实现的销售收入仅为 100 万元，明显低于行业的平均水平。此外财务报表显示尽管公司的医药商业占大头，但是每股经营性现金流高达 0.26 元，远高于每股盈利 0.08 元。

未来强化经营能力，改善盈利空间

- **开拓制剂市场。**由于现有工业业务的主营是低毛利的原料药导致盈利能力不强，公司利用原料药生产的优势开始逐渐向制剂业务进行拓展。自前年开始公司建设制剂的销售网络。目前公司已经有了乐菲、达路等具有良好销售前景的潜力制剂品种。虽然时间不长，开拓的市场尚还不大，

但是成长空间大，毛利也远高于原料药业务。

- **连锁扩张。**连锁的主体震元堂的历史已经有了 300 多年，在浙江地区有了很好的声誉，公司也计划利用品牌优势在绍兴地区进行扩张。其中重点是进行高毛利的补品和高端中药材的切片产品为主导。
- **强化当地医院配送优势。**公司的商业利用当地的优势介入当地医院药房配送。目前已经实现了 8 家二级和乡医院的整体配送，今年将扩大到 15 家医院。在掌握了当地的渠道资源后，未来公司在商业的盈利能力有望增强。
- **未来经营稳步成长。**公司制定了三年的发展规划，计划在三年实现盈利能力翻倍。以公司现有的经营情况，我们认为实现的可能性很大。

资产存在重估的空间

- **净资产被明显低估。**1) 公司在绍兴市中心的办公大楼建于 12 年前，当初的账面价值仅为 1000 万元。2) 公司的制药分公司搬迁在市区内有 62.5 亩土地可供公司进一步开发。3) 公司在 2000 年的时候在开发区以 6 万元每亩的价格购买了 500 亩的土地供制药公司、仓储中心建设。考虑到绍兴地区的土地价格在近几年飞涨，这三块资产被明显低估。因此我们认为财务报表显示公司的净资产为 3.86 元是不能充分反应公司的实际清算价值。。

盈利预测

考虑到公司未来的盈利能力逐步改善，我们预计 09~11 年 EPS 分别为 0.11、0.13、0.16 元。现有股价基本反映了公司的清算价值，考虑到公司的盈利能力快速大幅改善的空间不大，因此我们给予“中性”的评级

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元璇

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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。