

公司调研简报

0 库存的“罗红霉素”原料药

生物医药行业

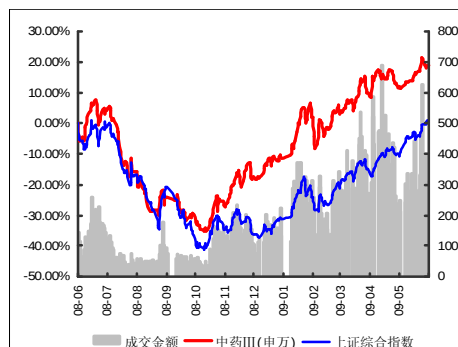
2009 年 7 月 29 日

评级：观望

交易数据

总市值	10.81 亿
总股本/流通 A 股(亿)	0.99/1.25
流通股比率	80.00%
当前价格	8.65

52 周走势



报告作者

医药行业高级研究员

洪阳

电话：0510-82832380

Email: hongy@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

浙江震元（000705.SZ）

这是我们江浙沪重点公司杭州调研的第三站，我们期望在这样一个具有典型医药商业和工业兼具的公司里，尤其是工业企业处于行业景气度高峰，商业处于区域龙头地位的企业，认识企业和行业的变化。

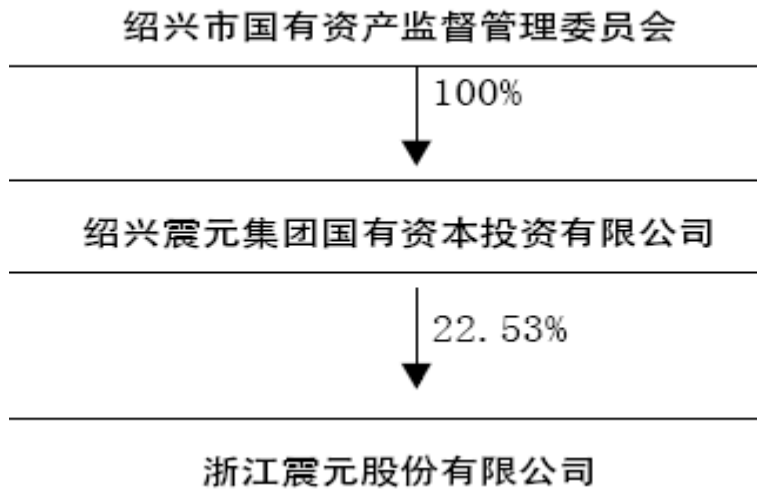
简报要点：

- Ø 浙江震元现在具备浙江省内地级与县级市的配送能力，但是很难进入到杭州市市场，目前华东医药在杭州的竞争力还是最强的。公司的主要经营范围还是集中在省内绍兴及周边地区，例如宁波、台州等地。
- Ø 浙江震元是浙江省内第一家开始建设连锁药店的企业，起始于2002年。目前连锁药店的规模和单店销售额都是排名浙江省第一。公司目前有连锁药店72家，大部分都是集中在绍兴地区。今年上半年新开四家，其中在余姚一家，另外还在绍兴城区新开一家“震元老药铺”，同时公司还计划进军杭州。
- Ø 浙江震元是我国最早研制成功罗红霉素并实现产业化的企业，经过扩产后，目前年产罗红霉素原料药260吨，为国内最大的原料药生产厂家，约占国内的80%市场份额。罗红霉素目前处于零库存状态，国内销售情况非常好，因此公司决定不出口，保国内市场。借此机会罗红霉素也乘势涨价，因而原料药的毛利率及净利率大幅上升。
- Ø 预计2009年和2010年的每股收益分别是0.136元和0.168元。我们对浙江震元的医药工业和商业分别用行业的平均估值进行分析，得出公司的合理价值区间在4.62-5.39亿元，折合每股3.69-4.30元。但鉴于公司的罗红霉素原料药处于高景气度状态，医药工业的盈利能力可能将大大超出我们的预测，因此给予“观望”评级。

一、公司的股权结构

大股东是绍兴震元国有资本投资有限公司，是绍兴市国资委下进行国有资产管理 and 处置的机构，但是以医药为主要经营实体。上市公司的董事会基本也都是大股东的领导层。因此对于资产收购和整合等就会涉及到国有资产等方面问题。

图 1：浙江震元股权结构图



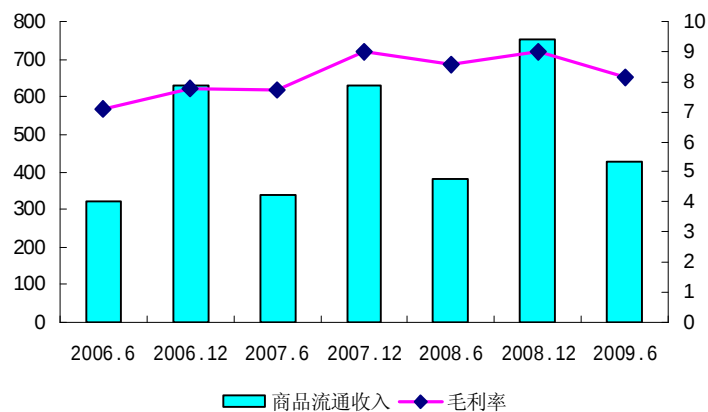
数据来源：国联证券研究所

二、医药商业板块

1、纯销业务：

医药商业 2008 年收入 7.55 亿元，同比增长 19.44%，2009 年上半年商业实现收入 4.31 亿元，同比增长 12.32%。公司的纯销和分销业务目前比例大概在 50%：50%左右，但是波动会比较大，由商业公司自己去调节。

图 2：浙江震元医药商业收入分析图



数据来源：国联证券研究所

浙江震元现在具备浙江省内地级与县级市的配送能力，但是很难进入到杭州市场，目前华东医药在杭州的竞争力还是最强的。公司的主要经营范围还是集中在省内绍兴及周边地区，例如宁波、台州等地。公司也曾经在上海、江苏、安徽等地布点，但是不太多，后来考虑到回款问题很复杂，就逐步缩小了外围扩张的力度。

公司今年上半年获得了市区 5 家和越城区 7 家医疗机构统一配送权，我们了解到绍兴市 5 家医院并不是当地的主流医院，但是公司是当地最大的绍兴市人民医院和二院的主要配送商。而越城区的 7 家医疗机构都是乡镇卫生院级别。属于基本社区和基础卫生医疗机构范畴，这应该是未来新医改的一个重要方向，如果新医改全面实施，我们认为浙江震元将有可能把绍兴地区的社区和基础医疗机构的统一配送权都获得。

目前，除了杭州以外，宁波、绍兴、台州等地级市的医疗消费水平都差不多。但是由于除了绍兴地区的浙江震元是上市公司外，其他地区都没有，因此为震元对省内异地扩张打下了基础，但是机制的限制将有可能阻碍进度，从而落后于华东医药和英特集团的扩张。医药一般现在以现款的方式回款给震元，震元可以用银行承兑汇票的方式回款给医药企业。

2、中成药分公司

中成药分公司去年收入 6 个亿，中成药公司今年上半年有两位数的增长。

3、药材子公司

2009 年上半年药材分公司进行重点客户培育、积极参与医院饮片招投标等措施，销售实现了快速增长。通过加强半夏等重点产品的生产购销、黄芪的规模吞吐以及饮片加工折率的提高，利润也实现了较大增长。

药材业务每年收入只有几千万，这部分主要包括药材贸易和中药饮片加工等业务，以后将拿出部分品种，以“震元”的品牌做精品饮片，公司目前自有的饮片厂每年收入几千万元，渠道一部分走药品分公司，另一部分走连锁药店。主要以浙江产药材及名贵和常用药材为主。这与华东医药不谋而合，可以看得出这也是未来医药商业的一个重要发展方向，即向上游做贴牌的 OEM 和中药饮片生产销售（饮片不需要招标，同时又具有医院和药店的渠道，更适合商业企业运作）。虽然浙江震元旗下有众多优质的老字号和老品牌，但是从企业的运营效率和品牌推广来看，它并不如华东。我们的建议是公司可以考虑借助其他全国性商业连锁渠道进行拓展推广，甚至可以与“康美药业”合作做贴牌，甚至是把品牌“租用”给康美药业。

4、连锁药店

子公司浙江震元医药连锁有限公司 2008 年采取多种营销方式，销售同比增长 13.59%，2009 年上半年通过新开优质门店、加快医保定点药店的申报、有效

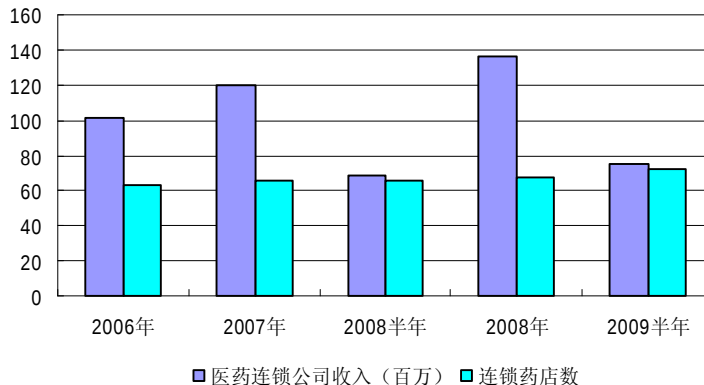
扩大销售。实现收入 7540 万元，同比 9.43%，净利润 263 万元，同比增长 25.24%，盈利能力明显提升。

浙江震元是浙江省内第一家开始建设连锁药店的企业，起始于 2002 年。目前连锁药店的规模和单店销售额都是排名浙江省第一。根据中国医药协会统计的 2008 年连锁药店单店销售额排名，在前 100 名中以单店销售 6152 万元，名列第十六位。当地有“看病要看胡宝书，吃药就吃震元堂”的说法。

公司目前有连锁药店 72 家，大部分都是集中在绍兴地区。今年上半年新开四家，其中在余姚一家，另外还在绍兴城区新开一家“震元老药铺”，同时公司还计划进军杭州，在清河坊旁开一家连锁药店。由于体制问题，公司担心大规模扩张带来的人员和管理问题，因此扩张比较谨慎，本着开一家做好一家，目前都是直营店。乡镇上的药店受新农合影响较大，但是由于在整个连锁药店中的比例较小，因此对于整体上影响不大，只是起到一个布点的作用。

公司虽然旗下老品牌众多，例如“震元堂”、“光裕堂（因鲁迅先生的小说而闻名）”、“震元老药铺”。但是公司的品牌意识薄弱，任意各子品牌推广，也没有一个统一的药店品牌，只是以浙江震元为标识。

图 3：浙江震元连锁药店数及销售金额图



数据来源：国联证券研究所

三、医药工业板块

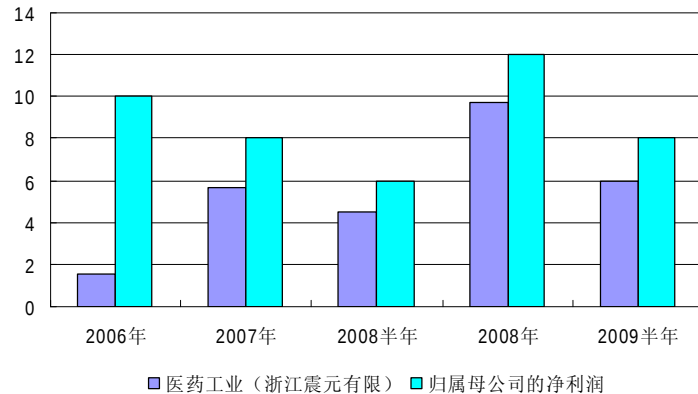
1、浙江震元制药有限——“利润之源”

公司的医药工业板块主要是控股子公司浙江震元制药有限公司（简称震元制药），浙江震元持有其 92.23% 的股权。是制霉素国内独家生产企业和全球最大的罗红霉素生产厂商，专业生产大环内酯类、氨基糖苷类、头孢菌素类等原料药及制剂产品。

震元制药的原料药车间已经搬走，今年办公室等行政机构也已经搬到新厂区，但是制剂车间由于涉及到新厂房的 GMP 认证等问题，尚需要时间，还保留在原地。原计划整体搬迁完成后，合作做连锁服务业项目，金融危机爆发后，

该项目就出现了停滞，未来是改变土地性质，开发房产项目，还是另作他用，目前还没有定论。

图 4: 浙江震元工业与母公司利润对比图



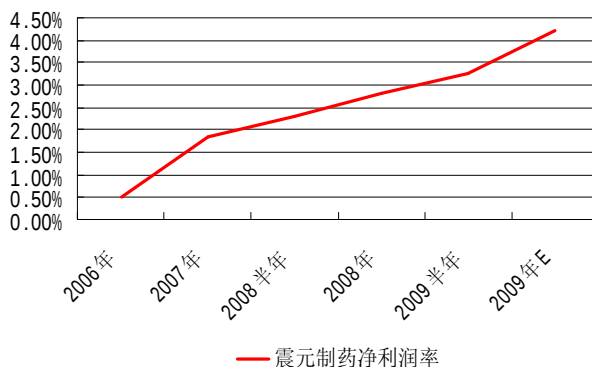
数据来源：国联证券研究所

2、原料药——“罗红霉素处于景气高峰”

医药工业 2009 年上半年实现销售收入 1.83 亿元，出现了负增长，但是由于罗红霉素的供不应求，进而通过提价，毛利率得到大幅提升。

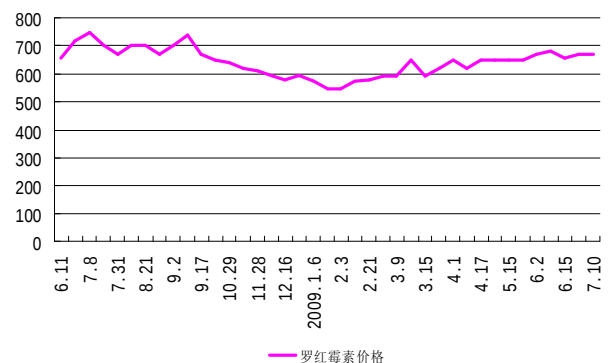
浙江震元是我国最早研制成功罗红霉素并实现产业化的企业，经过扩产后，目前年产罗红霉素原料药 260 吨，为国内最大的原料药生产厂家，约占国内的 80% 市场份额。罗红霉素目前处于零库存状态，国内销售情况非常好，因此公司决定不出口，保国内市场。借此机会罗红霉素也乘势涨价，因而原料药的毛利率及净利率大幅上升，虽然罗红霉素原料药的生产门槛很低，但是由于震元制药的市场份额极高，其他竞争对手又较小，同时通过下图，我们看到罗红霉素原料药是从去年 9 月份开始大幅下跌，今年 3-4 月份开始恢复向上，这基本上符合去年金融危机来临，各大制剂厂商缩减产能。而今年经济逐渐复苏后，产能开始释放带来的原料药需求大增的轨迹。目前的价格还没有达到前期高点，但是供应却严重不足。因此我们认为罗红霉素原料用的高价是可以持续的。

图 5: 震元制药净利润率趋势图



数据来源：国联证券研究所

图 6: 罗红霉素原料药一年价格走势



数据来源：国联证券研究所

同时我们通过公司半年报中预收款增长 42.66%，以及出口下降 51.36%也可以看出公司罗红霉素原料药正处于产品景气高峰！

三、公司战略

公司强调 2009 年是公司实现四年翻番目标的关键之年，这四年指的是 2008 年-2010 年，考核是各主要财务指标，既包括收入也包括利润指标，那么四年间的震元的复合增长率至少也达到 20%以上才可能实现。

未来的公司发展的重点是三大块：“浙江震元制药有限公司（简称制药公司）”、药材分公司（主要是指精品饮片）和连锁药店（每年保持两位数增长）

虽然公司也希望做再融资，但是由于要设计大股东的增资问题，对于国有控股来说这是一件很困难的问题，我们预计短期没有计划。

三、盈利预测及投资建议

我们对公司的盈利预测见后表，预计 2009 年和 2010 年的每股收益分别是 0.136 元和 0.168 元。我们对浙江震元的医药工业和商业分别用行业的平均估值进行分析，得出公司的合理价值区间在 4.62-5.39 亿元，折合每股 3.69-4.30 元。但鉴于公司的罗红霉素原料药处于高景气度状态，医药工业的盈利能力可能将大大超出我们的预测，因此给予“观望”评级。

医药工业	2009 年净利润（百万）	估值	市值(亿元)
化学原料药	13.36	19.89	2.67
化学制剂		25.75	3.44
医药商业	6.03	32.54	1.95
合计		4.62	5.39

净利润(百万)	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
医药商业	1.67	3.13	4.64	6.03	7.27
净利率	1.64%	2.61%	3.40%	4.00%	4.30%
医药工业	1.56	5.69	9.74	13.36	16.11
净利率	0.51%	1.84%	2.80%	4.10%	4.30%
归属母公司的净利润	10	8	12	17	21
每股收益（元）	0.082	0.062	0.098	0.136	0.168

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。