

审慎推荐-A (首次)

浙江震元 000705.SZ

目标估值: NA

当前股价: 10.91 元

2011 年 10 月 9 日

区域医药龙头，价值重估

基础数据

上证综指	2359
总股本(万股)	12533
已上市流通股(万股)	9929
总市值(亿元)	14
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	48.7%
主要股东	绍兴市旅游集团
主要股东持股比例	22.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-22	-11	-4
相对表现	-13	10	8



相关报告

李珊珊, CPA

0755-83734347

lishsh@cmschina.com.cn

S1090511040046

徐列海

0755-83271609

xuliehai@cmschina.com.cn

S1090511080001

廖星昊, CIIA (研究助理)

0755-83271617

张同 (研究助理)

0755-83287995

浙江震元是绍兴市最大的医药流通企业，业务范围涵盖医药批发、零售和工业，“震元堂”是浙江省知名的老字号门店。我们认为，这是一个安全边际极高的投资标的，重估净资产价值和定向增发价格为现在股价提供双保险。我们预计 2011~2013 年公司实现 EPS 0.22 元、0.29 元和 0.39 元，对应 PE 为 49 倍、37 倍、28 倍，首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。

- **区域性医药商业龙头。**公司是绍兴规模最大的医药流通企业，子公司浙江震元医药连锁下辖 70 家门店，旗下拥有“震元堂”、“光裕堂”等老字号门店，其中“震元堂”2010 年含税收入达到 8500 万元（净利率高达 11%），在全国连锁药店单店销售额排名第 10 位，品牌价值达 6.35 亿元。此外，公司的老字号门店还包括光裕堂、老三瑞等。
- **主导产品要么第一，要么唯一。**公司主导产品如罗红霉素、制霉素、氯诺昔康、头孢他美酯等，要么国内独家生产，要么市场份额排名第一，竞争压力较小。硫酸奈替米星已于今年 4 月通过欧盟 GMP 认证，有望实现原料药向规范市场的出口。随着制剂新厂区的建成，制剂业务有望在 2013 年获得突破性增长。
- **净资产严重低估。**目前来看，公司几块主要资产（办公大楼、胜利西路旧厂区、自有连锁门店、袍江工业园区、绍兴银行股权、仓储基地和品牌价值）增值明显，财务报表中 5.48 亿的净资产已不能充分反应公司现有的价值。我们粗略估算几块主要资产的账面价值仅 9000 万元，而重估价值为 24.85 亿元。公司目前所有净资产重估价值已经近 30 亿元，总市值仅 13.67 亿元。
- **价值重估，首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。**我们预计 2011~2013 年公司营业收入同比增长 20%、22%和 27%，净利润增长 31%、32%和 34%，实现 EPS 0.22 元、0.29 元和 0.39 元，对应 PE 为 49 倍、37 倍、28 倍。我们认为，震元是一家优秀的地域性医药企业，“震元堂”品牌深入人心，主要产品要么第一，要么唯一，重估净资产价值和定向增发价格为现在股价提供双保险，定向增发项目有望打开公司业绩增长的瓶颈。我们首次给予维持“审慎推荐-A”的投资评级。

□ **风险提示：**国家药品降价政策和宏观经济下滑的风险。

财务数据与估值

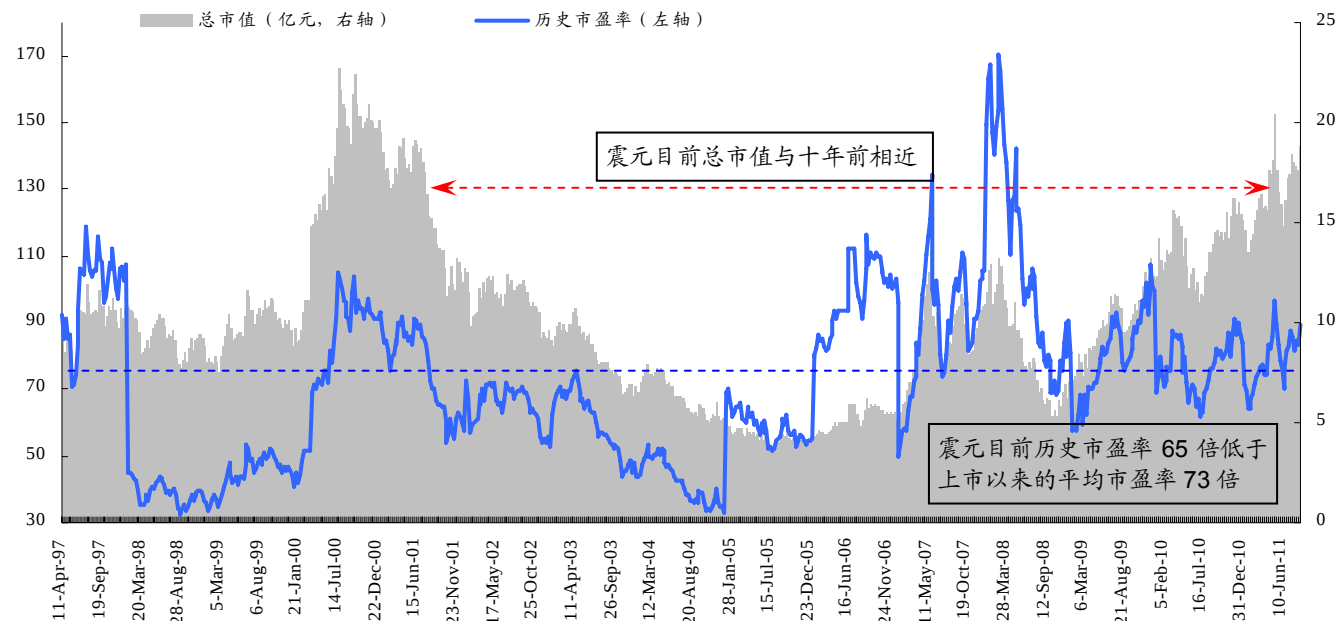
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1276	1503	1798	2192	2778
同比增长	15%	18%	20%	22%	27%
营业利润(百万元)	22	28	35	47	63
同比增长	30%	22%	29%	33%	35%
净利润(百万元)	18	21	28	37	49
同比增长	45%	19%	31%	32%	34%
每股收益(元)	0.14	0.17	0.22	0.29	0.39
PE	76.8	64.8	49.4	37.4	27.9
PB	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4

资料来源：招商证券

核心逻辑

浙江震元是绍兴市的一家老国有企业，97年初上市。上市初期市值约9亿元，在2000年7月达到峰值23亿元。目前的市值13.67亿元，仅相当于2000年3月的水平。

图 1：公司的总市值及历史市盈率

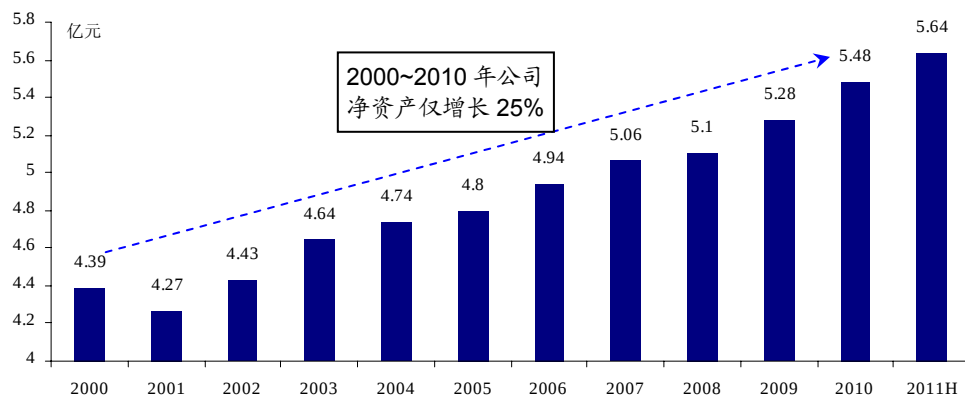


资料来源：WIND，招商证券研发中心

虽然公司 2010 年的净利润 2107 万元，与 2000 年净利润 2094 万元基本相近，目前历史 PE 约 70 倍，相对医药指数 36.5 倍的市盈率来说也不算低。那么，公司股价还有上升空间吗？

在回答这个问题之前，先来看看公司报表披露的净资产价值：

图 2：公司净资产十年间仅增长 25%



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

我们发现，公司净资产十年间仅增长了 25%。进一步分析公司现有资产后发现，公司账面价值 9000 万的资产，重估价值高达 24.85 亿元。公司目前所有净资产的实际价值已经接近 30 亿元，而账面净资产仅 5.64 亿元，严重低估：

表 1：公司的净资产严重低估

	账面价值	重估价值
办公大楼	1000 万	6 亿
胜利西路旧厂区	0	2.5 亿
沿街营业用房	2000 万	4 亿
袍江工业园区	3500 万	2 亿
绍兴银行股权	2500 万	2 亿
仓储基地	0	2 亿
品牌价值	0	6.35 亿
合计	9000 万	24.85 亿

资料来源：招商证券研发中心

2011 年 8 月 20 日，公司公布非公开发行股票预案，拟向不超过十名特定对象非公开发行不超过 4175 万股股份，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的 90%，即发行价格不低于 12.70 元/股。9 月 23 日的临时股东大会表决通过了关于此次非公开发行股票的所有预案。而目前公司的股价仅 10.91 元，股价还需上涨 16.4% 才能达到增发价格。

可见，投资浙江震元的首要逻辑在于，这是一家安全边际极高的医药企业，净资产重估价值和非公开增发价格，为公司股价提供了双保险。

从基本面角度来看：

- **医药工业：**品种不错，主导产品要么国内独家生产，要么市场份额排名第一，竞争压力较小（参见正文表 5）。硫酸奈替米星原料药已于今年 4 月 15 日通过欧洲 GMP 认证，国外制药巨头如先灵葆雅、默克，以及意大利的部分制药公司已经与公司进行了接触，公司有望实现特色原料药向规范市场的出口。目前国外奈替米星原料药的价格是国内的 3 倍以上；
- **医药批发：**公司是绍兴市规模最大的医药批发企业，也是浙江省内唯一拥有对绍兴地区所有医疗机构统一配送权的企业，包括绍兴地区 12 家基层医院和当地最大的绍兴市人民医院、第二人民医院。此外，公司还拿到了 307 种基药和 105 种增补基药中 60% 品规的配送权；
- **医药零售：**公司下辖 70 家连锁门店，龙头门店“震元堂”创始于清朝乾隆 17 年（公元 1752 年），品牌价值达 6.35 亿元。震元堂 2010 年含税收入达到 8500 万元（净利率高达 11%），在全国连锁药店单店销售额排名第 10 位。此外，公司的老字号门店还包括光裕堂、老三瑞等。公司正依托“震元堂”的品牌影响力和公司突出的中药材调拨能力，期望做大做强医药零售，计划每年增加 5~10 家直营门店，五年内争取超过 100 家门店；并在大健康领域取得更大的发展，包括医疗服务、中

药饮片、保健品等（参见图 43）；

- **定向增发，开启发展新篇章：**此次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 5.3 亿元，投资项目包括浙江震元制药有限公司震元科技园区二期升级改造项目（制剂产品）、直营门店及营销网络建设项目、现代医药物流配送中心项目等。不仅有望带来公司制剂业务 2013 年的突破，还可以扩大“震元堂”营业面积，增加连锁门店数。物流配送中心能在很大程度上解决现有批发业务的瓶颈：公司原有仓储基地建于 02 年，当时是以 10 亿左右的销售规模建造的，而公司去年批发业务收入就达到了 9.75 亿。新建的配送中心将可支持年 20 亿元的销售规模，并巩固公司在绍兴及周边地区医药配送的龙头地位。

正文目录

一、公司概况.....	7
二、区域性的医药商业龙头	9
1、批发业务	9
2、零售业务	11
3、公司的医药商业业务正面临严峻挑战	15
三、医药工业：第一 or 唯一.....	17
四、进军中药饮片，打入高端保健品市场	24
五、定向增发开启发展新篇章.....	25
六、资产重估价值巨大	27
七、业绩预测与估值	28

图表目录

图 1：公司的主营业务收入及增长	7
图 2：公司的净利润及增长	7
图 3：2011 年上半年公司主营业务收入构成.....	7
图 4：2011 年上半年公司主营业务毛利构成.....	7
图 5：公司股权结构及主要业务概况	8
图 6：公司医药商业收入及毛利率	9
图 7：母公司的收入及增长	9
图 8：母公司的净利润及增长.....	9
图 9：母公司的毛利率和净利率	10
图 10：公司零售门店遍布绍兴地区	11
图 11：震元堂内景.....	11
图 12：近年来公司的连锁药店数基本保持稳定.....	11
图 13：中国医药连锁百强销售额	13
图 14：震元医药连锁公司的收入及增长	14
图 15：震元医药连锁公司的净利润及增长.....	14
图 16：震元医药连锁公司的毛利率和净利率	14
图 17：震元制药是公司利润的主要来源，但占比趋于下降.....	17
图 18：震元制药的收入及增长.....	18
图 19：震元制药的净利润及增长	18
图 20：震元制药的毛利率和净利率	18
图 21：硫氰酸红霉素销售价格.....	20
图 22：罗红霉素销售价格.....	20
图 23：阿奇霉素销售价格.....	20
图 24：西索米星销售价格.....	20
图 25：奈替米星销售价格.....	20
图 26：22 城市样本医院罗红霉素的销售额	21
图 27：2010 年样本医院罗红霉素的市场格局	21

图 28: 22 城市样本医院制霉菌素的销售额	21
图 29: 2010 年样本医院制霉菌素的市场格局	21
图 30: 22 城市样本医院氯诺昔康的销售额	21
图 31: 2010 年样本医院氯诺昔康的市场格局	21
图 32: 22 城市样本医院头孢他美酯的销售额	22
图 33: 2010 年样本医院头孢他美酯的市场格局	22
图 34: 22 城市样本医院阿奇霉素的销售额	22
图 35: 2010 年样本医院阿奇霉素的市场格局	22
图 36: 22 城市样本医院硫酸西索米星的销售额	22
图 37: 2010 年样本医院硫酸西索米星的市场格局	22
图 38: 22 城市样本医院硫酸奈替米星的销售额	23
图 39: 2010 年样本医院硫酸奈替米星的市场格局	23
图 40: 22 城市样本医院注射用葛根素的销售额	23
图 41: 2010 年样本医院注射用葛根素的市场格局	23
图 42: 公司国外收入增速加快	24
图 43: “名店、名医、名药”促进公司中药保健业务的高速发展	25
图 44: 浙江震元历史 PE Band	29
图 45: 浙江震元历史 PB Band	29

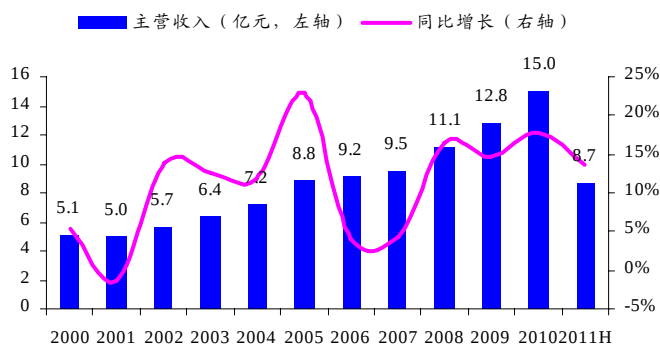
表 1: 绍兴医药供销公司在公司增资控股前后的股权结构	10
表 2: 2010 年中国药店单店销售额排行榜	12
表 3: 国内医药流通巨头加快在浙江省的部属	15
表 4: 公司医药商业业务盈利能力适中	16
表 5: 公司主要产品	19
表 6: 公司非公开发行股票的投资项目	26
表 7: 公司的净资产严重低估	28
表 8: 浙江震元分行业销售收入及盈利预测	28

一、公司概况

公司前身为原浙江省绍兴医药采购供应站，系 1971 年创建的国营医药商业二级站，1984 年在绍兴地市机构改革过程中经合并绍兴市（县）医药公司后，成为二、三级批发与零售合一的、绍兴地区最大的医药商业企业。目前设有两家分公司，拥有浙江震元制药有限公司、浙江震元医药连锁有限公司等四家控股子公司。公司大股东为绍兴市旅游集团有限公司，是绍兴市国资委下属企业。

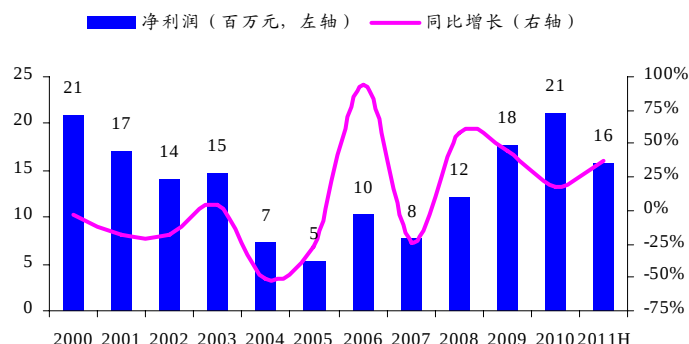
公司是 97 年初向社会公开发行股票并上市的一家大型医药综合企业，业务范围涵盖医药商业的批发、零售和医药工业产品销售，主要工业产品有制霉素、罗红霉素、氯诺昔康、硫酸西索米星、硫酸奈替米星、盐酸头孢他美酯、阿齐霉素等原料药及制剂。公司先后被授予全国中药行业重点企业、浙江省医药重点企业、中国服务业 500 强企业、中国 100 强医药企业、中华老字号品牌价值百强企业、省服务业 80 强企业、省医药商业 10 强企业、省级文明单位、绍兴市首批劳动关系和谐企业等荣誉，“震元堂”被国家商务部认定为首批“中华老字号”，“震元”品牌被评为“亚洲名优品牌奖”，“震元”商标为浙江省著名商标。公司注册资本 1.25 亿元，2011 年上半年公司营业收入 8.7 亿，净利润 1581 万元，分别增长 13.7%和 33.7%。

图 1：公司的主营业务收入及增长



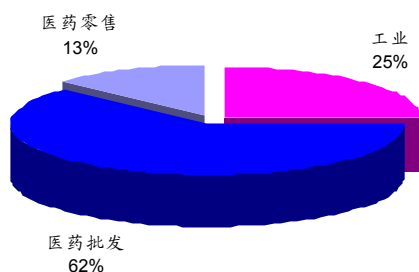
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 2：公司的净利润及增长



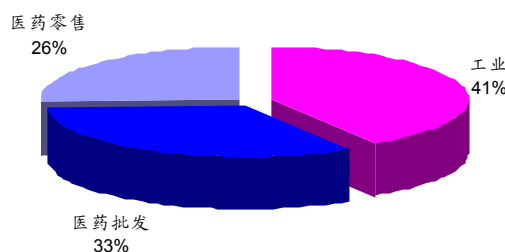
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 3：2011 年上半年公司主营业务收入构成



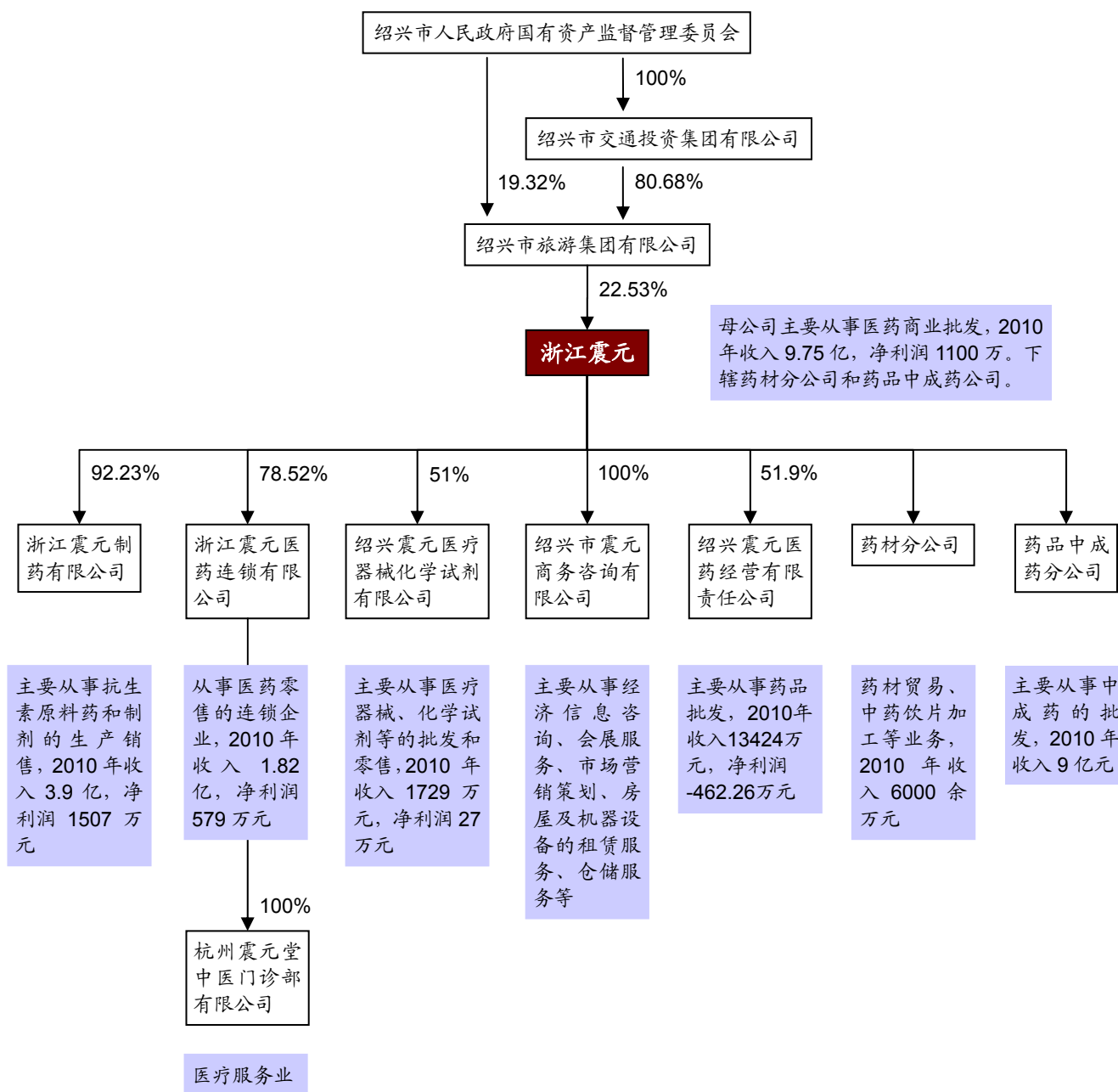
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 4：2011 年上半年公司主营业务毛利构成



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 5: 公司股权结构及主要业务概况

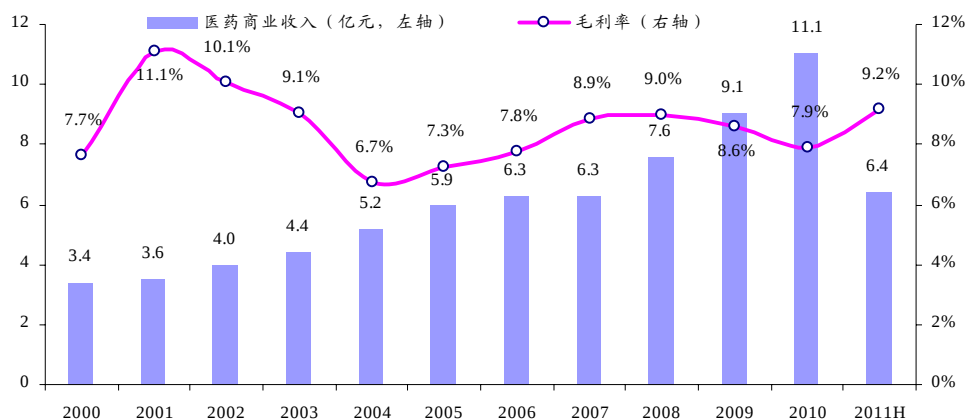


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

二、区域性的医药商业龙头

公司 2010 年医药商业收入 11.1 亿元，占公司总收入的 74%，同比增长 22%；毛利率 7.89%，同比降低 0.72 个百分点。

图 6：公司医药商业收入及毛利率

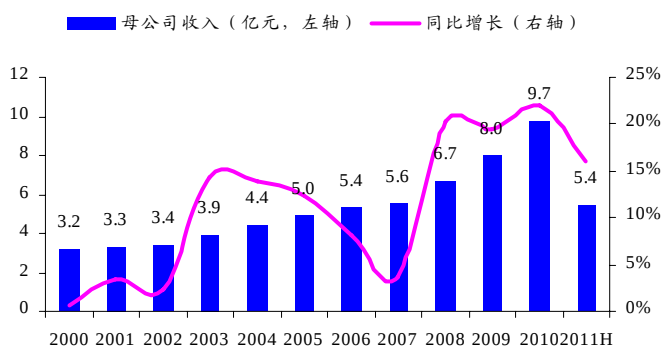


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

1、批发业务

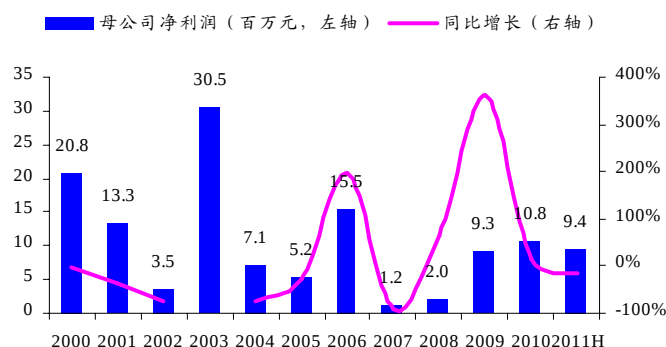
公司的母公司是绍兴规模最大的医药流通企业，业务范围涵盖长三角地区，重点在绍兴地区。公司一直在做强纯销业务，过去调拨业务占比高达 75~85%，现在纯销业务占比超过 60%。

图 7：母公司的收入及增长



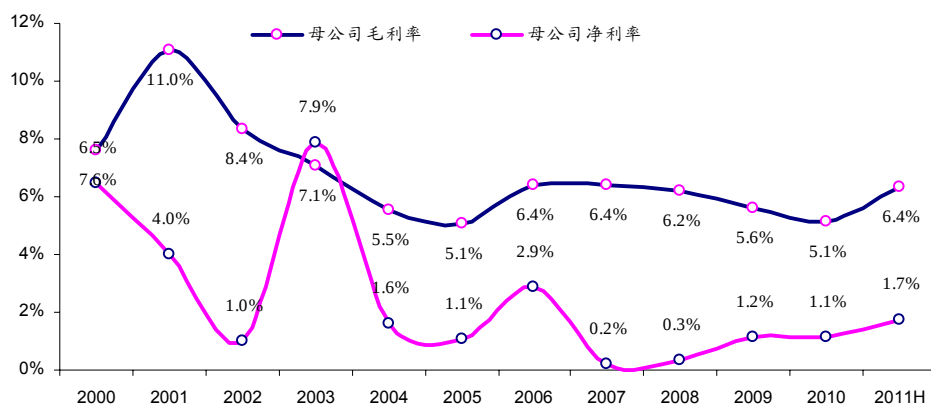
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 8：母公司的净利润及增长



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 9：母公司的毛利率和净利率



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司具备浙江省内地级与县级市的配送能力，但由于面临华东医药、上海医药等医药流通龙头的竞争，向外扩展比较困难，只在杭州、宁波、台州等周边地区有少量业务，主要经营范围还是集中在绍兴地区。

公司是浙江省内唯一拥有对绍兴地区所有医疗机构统一配送权的企业，包括绍兴地区 12 家基层医院和当地最大的绍兴市人民医院、第二人民医院。此外，公司还拿到了 307 种基药和 105 种增补基药中 60%品规的配送权。我们认为，随着新医改的深入实施，基层医疗机构和基层用药市场有望获得突破性发展，公司向基层市场的扩张符合新医改的方向。医院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。

公司旗下还拥有中药材批发和医疗器械批发业务：药材分公司主要从事中药材贸易和批发，并拥有 GMP 认证的中药饮片和配方饮片加工车间。目前浙江省内只有两家企业拥有中药材调拨能力，公司做得最好；医疗器械子公司主要从事医疗器械、化学试剂等的批发和零售，2010 年收入 1729 万元，净利润 27 万元。

为进一步做大公司的规模，加强对医院的销售，提高公司对医院终端市场的占有率，巩固公司在绍兴地区医药销售的龙头企业地位，公司在 2011 年 6 月 20 日完成以增资方式控股绍兴市医药供销有限责任公司 51.9% 的股权，投资金额 664.7 万元。变更后企业名称为绍兴震元医药经营有限责任公司，法定代表人为李成华，注册资本为 1290 万元。

绍兴供销公司主要从事药品批发，去年全年含税销售收入约 2 亿元，主要客户是绍兴市人民医院和妇幼保健院。在增资控股后，公司对医院的销售有所加强。

表 1：绍兴医药供销公司在公司增资控股前后的股权结构

增资控股前		增资控股后	
股东名称	股权比例	股东名称	股权比例
绍兴市人民医院	60.625%	浙江震元股份有限公司	52%
绍兴市妇幼保健院	36.25%	绍兴市人民医院	30%
黄江等 6 个自然人	3.125%	绍兴市妇幼保健院	18%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

2、零售业务

控股子公司浙江震元医药连锁有限公司，是以百年老店“震元堂”为龙头组建的绍兴市第一家医药连锁企业，成立于2001年4月。目前下辖70家连锁门店，总经营面积逾13000平方米，绝大多数在绍兴地区，杭州、宁波也各有一家，统一商号为“浙江震元”。公司是浙江省绍兴市规模最大的医药连锁企业，在2010年中国药店排行榜（销售额）中位列第76位。

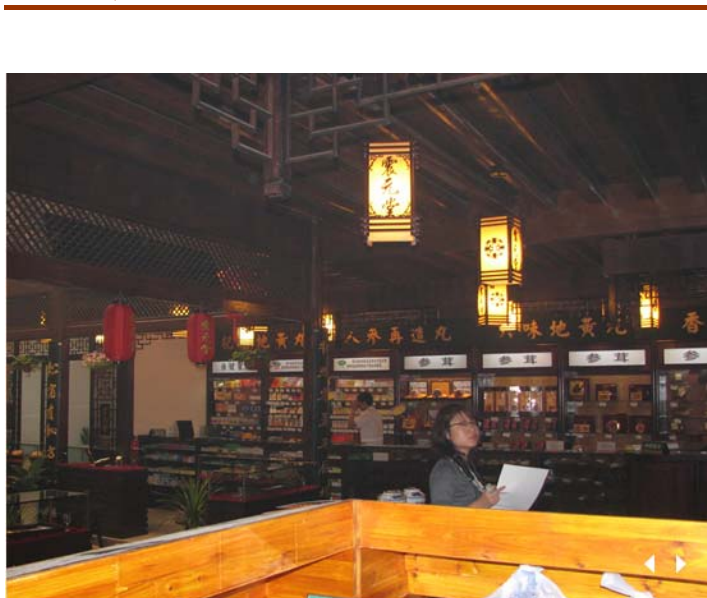
公司现有门店基本为直营门店，其中属于“老字号”的门店有：震元堂、光裕堂、老三瑞、第一医药商店（天芝堂）、北海药店（天禄堂）、昌安药店（五连）等6家门店，其经营历史均在百年以上，尤其以创始于清朝乾隆17年（公元1752年）的震元堂最为悠久。此外，2008年光裕堂被认定为首批“浙江老字号”，2010年该店销售突破千万元；2010年，老三瑞又被认定为第二批“浙江老字号”。

图 10：公司零售门店遍布绍兴地区



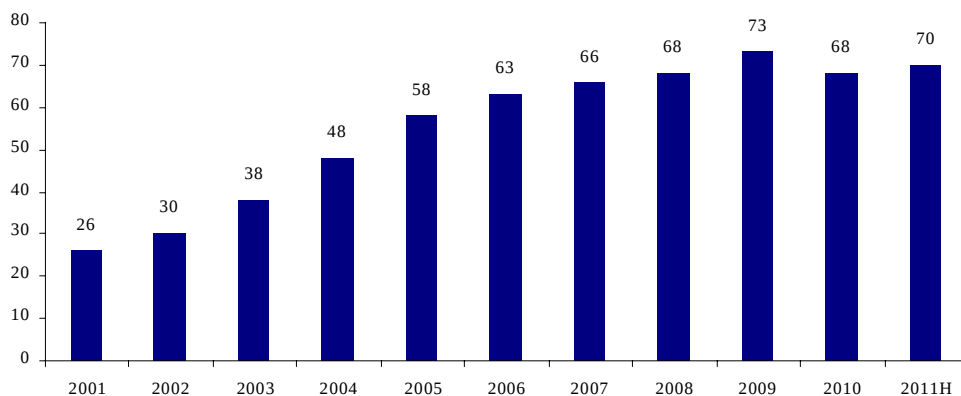
资料来源：公司官网，招商证券研发中心

图 11：震元堂内景



资料来源：公司官网，招商证券研发中心

图 12：近年来公司的连锁药店数基本保持稳定



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

2010 年公司医药零售业务收入 1.82 亿，其中一家“震元堂”的含税收入就达到 8500 万元（净利率高达 11%）。在 2010 年连锁药店单店销售额排名第 10 位。相比 2009 年的 6875 万元，震元堂年收入增长 24%，排名从第 15 位上升至第 10 位。当地有“看病要看胡宝书，吃药就吃震元堂”的说法。百年老店“震元堂”在上世纪 90 年代就被国内贸易部认定为“中华老字号”，在中国品牌研究院 2007 年 7 月 9 日公布的《第二届中华老字号品牌价值百强榜》中，震元堂品牌价值列全国第 28 位（品牌价值为 6.35 亿元），全省排序第 2 位。同时，被授予“2007 最有价值中华老字号 30 强企业”荣誉称号。

表 2：2010 年中国药店单店销售额排行榜

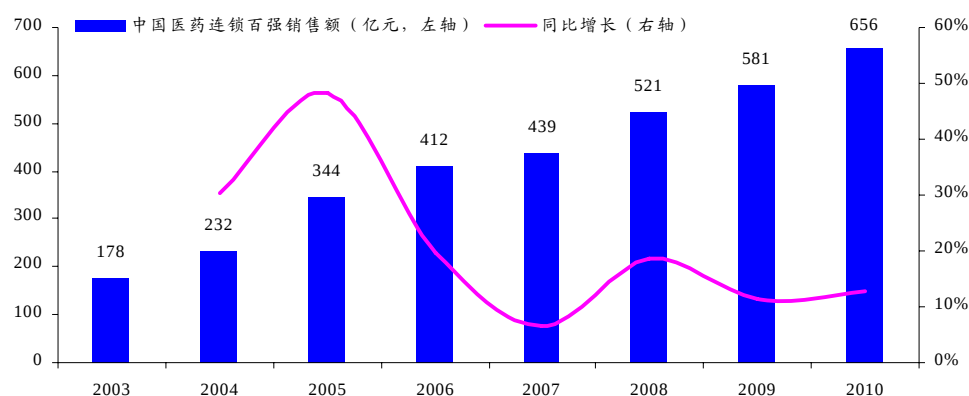
排名	单店名称	销售额 (万元)	营业面积 (平方米)
1	北京同仁堂股份有限公司同仁堂药店	26000	3400
2	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司重庆西部医药商城（储奇门店）	16800	4600
3	苏州市粤海大药房有限公司	13300	1350
4	广州健民医药连锁有限公司健民分店	11293	846
5	四川德仁堂药业连锁公司成都同仁堂总店	11038	2200
6	上海童涵春堂药业连锁经营有限公司总店	9900	1100
7	石家庄乐仁堂医药连锁有限公司总店	9000	1600
8	安徽百姓缘大药房连锁有限公司金屯店	8750	2000
9	哈尔滨宝丰医药连锁有限公司中央大街店	8525	3048
10	浙江震元医药连锁有限公司震元堂药店	8500	1002
11	上海余天成药业连锁有限公司余天成堂药号	8456	3000
12	哈尔滨宝丰医药连锁有限公司深业店	8203	3400
13	浙江天天好大药房连锁有限公司莫干山店	8130	2827.47
14	安徽百姓缘大药房连锁有限公司双岗店	8000	1100
15	北京金象大药房西单店	7066	700
16	四川太极大药房旗舰店	7000	670
17	吉林大药房红旗街连锁店	6732	810
18	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司天津桐君阁大药房	6300	604
19	山西万民药房连锁有限公司内蒙金宇店	6067	1500
20	山西万民药房连锁有限公司甘肃城关店	6000	1000

资料来源：SFDA 南方所，招商证券研发中心

从目前的情况来看，除“震元堂”外，公司其它药店规模并不大。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”，但是公司品牌推广做得并不理想，只是统一以“浙江震元”为标识。“震元堂”类似于其它连锁药店的旗舰店。近几年，公司已经新培育了两家过千万的门店：2009 年 3 月才开业的“善禄堂”，第二年的含税营业额就已经突破 1000 万元。

受益于医药行业的高速发展，中国药品零售市场发展迅速，连锁企业不断扩张，药店数量持续增加：根据国家食品药品监督管理局统计，截至 2009 年底，全国共有药品零售连锁企业 2149 家，下辖门店 13.5 万多家，零售单体药店 25.3 万多家，零售药店门店总数达 38.8 万多家。其中，连锁药店门店数已占我国药品零售门店总数的三分之一左右，成为市场的重要经营模式，2009 年药品零售企业销售总额 1487 亿元，2000 年至 2009 年年均增长 20%，城市社区和农村基层药品市场规模明显扩大。全国医药连锁百强的总销售规模达到 581 亿元，医药连锁百强销售额占整个药品零售行业的比重达到 38%。

图 13：中国医药连锁百强销售额



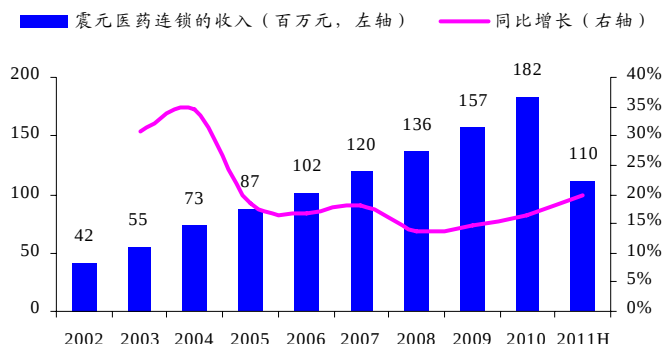
资料来源：中国医药商业协会，招商证券研发中心

公司通过：

- 新增医保定点药店，培育规模店的销售；
- 优化采购渠道、降低采购成本；
- 丰富基药品种、加强独家代理品种引进力度和“震元”品牌药品、饮片的销售，如“震元堂大补药、大补酒”、“震元特色滋补膏”；
- 提升增值服务，如恢复名中医坐堂、引入传统产品的深加工；
- 加大中药饮片的销售，特别是精致饮片和参茸的销售（由药材分公司提供中药饮片，公司统一配送）。

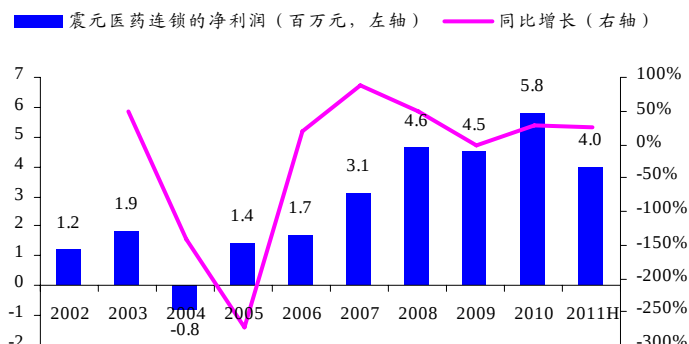
近几年医药零售业务发展顺利，收入年增长率基本维持在 15% 左右，毛利率和净利率水平也稳中有升。

图 14: 震元医药连锁公司的收入及增长



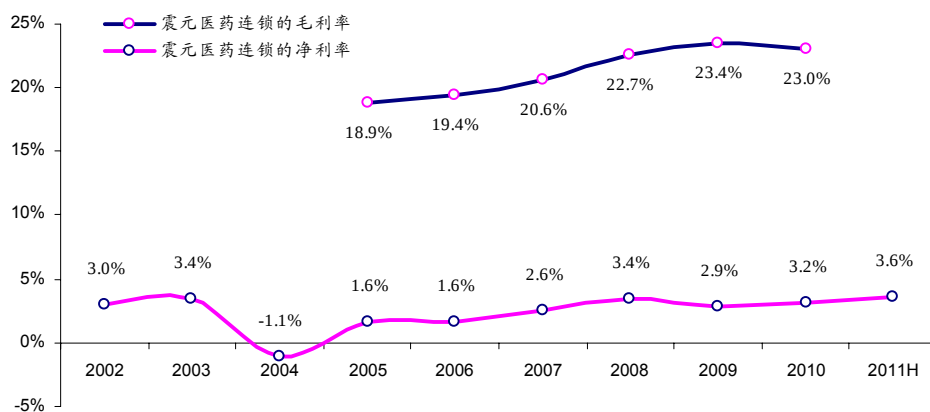
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 15: 震元医药连锁公司的净利润及增长



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 16: 震元医药连锁公司的毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

借行业发展的契机, 公司计划

(1) 提升优化连锁销售网络。以“震元堂”为龙头, 培育 1~2 家 5000 万元门店、5 家以上的 1000 万元门店、10 家以上的 500 万元门店以及百万元门店。

(2) 加快直营门店拓展步伐。首选区域重点放在绍兴市内, 特别是在上虞、柯桥、诸暨、嵊州、新昌各城区, 其次要继续在杭州、宁波等地实施跨区域连锁经营, 计划每年增加 5~10 家直营门店, 五年内争取超过 100 家门店。

(3) 提升“震元堂”品牌, 强化差异化服务优势。复制震元堂“名店、名医、名药”的特色经营模式, 积极培育震元品牌产品和有震元特色的独家生产品种。通过震元堂膏方、震元堂大补药、震元堂大补酒等特色产品和服务, 提升中医药养生元素, 使公司各中医馆(所、门诊部)成为广大百姓中医药养生“治未病”的健康领跑者。

可见, 公司医药连锁业务未来的增长将来自于两个方面: 现有门店潜力的挖掘和门店总数的增加。

3、公司的医药商业业务正面临严峻挑战

浙江医药商业本土的两大区域龙头企业是华东医药和英特集团，华东医药目前未透露出任何收购行动，而英特集团在 2010 年相继收购了宁波慈溪医药药材、温州供销和衢州海斯医药，并拟在宁波慈溪、台州临海设立现代医药物流中心，再加上在传统优势区域杭嘉湖地区的长期积累，英特集团的商业网络已经初具雏形。

近几年，国内另外两家医药流通巨头上海医药和国药控股也开始了在浙江省内的争夺。目前，浙江省的医药商业领域，外来力量正与本土企业角逐，五强争霸，竞争日趋激烈。

表 3：国内医药流通巨头加快在浙江省的部署

收购方	时间	被收购方	收购款	交易概况	被收购方简介
上海医药	2009 年	宁波医药股份有限公司	2129.68 万	以现金 2129.68 万元为基价受让宁波医药 7.69% 股权，持股比例上升到 58.74%	宁波医药股份有限公司成立于 1994 年，历年是浙江省医药商业十强企业。宁波医药 2008 年和 2009 年上半年分别实现营业收入 23.46 亿元和 13.25 亿元，净利润分别为 2413.23 万元和 2464.62 万元
	2011 年 3 月	台州医药有限公司	1.5 亿	收购 53% 股权，随后通过增资扩股获得合资公司台州上药 60% 的股份	台州医药主要以医院纯销和基层医院的药品配送为主，2010 年的销售额在 15 亿元左右，其中 75% 以上来自基层医院的药品销售，公司毛利率在 4~5%
华润集团	1999 年	三九医药收购衢州医药		收购 51% 股份	衢州医药则是浙江西南地区最大的医药商业企业，年销售达到 10 亿元，其中医疗销售占 50%
英特集团	2010 年	宁波慈溪医药药材	1530 万	现金出资 1530 万元（其他股东出资 1470 万元），对宁波英特药业有限公司增资 3000 万元，收购后更名为“宁波英特药业”	公司始创于 1956 年，历经整整 50 载发展努力，经 1998 年底由国有商业批发企业改制为有限责任公司，2006 年 1 月完成公司股权重组，公司拥有 2 万平方米仓储用房和 2400 平方米的营业办公用房，是一家医药批发大型企业
	2010 年	温州市医药供销有限公司	2990 万	投资控股温州供销 51% 的股权	温州供销作为温州第二大医药商业企业，纯销业务的占比超过 85%，2009 年净利率达到 1.25%，2009 年省内市场份额约为 1.3%
	2010 年	衢州海斯医药	1465.45 万	以现金出资 1465.45 万元，采用增资扩股方式投资海斯医药 49% 的股权，公司更名为“浙江英特海斯医药有限公司”	海斯医药经营范围为：化学原料药、中成药、化学药制剂、抗生素等。此次海斯医药新增注册资本 960.78 万元，将注册资本从 1000 万元增加到 1960.78 万元。英特药业作为新股东全额认购新增的 960.78 万元出资，其他股东放弃优先认购权
国药控股	2011 年 3 月	浙江温岭医药药材有限公司		收购 100% 股权，更名为“国药控股台州有限公司”	温岭医药近三年的销售收入持平在 11 亿元，90% 以上的业务为医院纯销，近三年的销售额保持在 11 亿元左右
	2011 年 1 月	浙江省缙云县医药有限公司		收购后更名为“国药控股丽水有限公司”	公司现有固定资产 1852 万元，2009 年销售 2.5 亿元，实现利税 336 万元
	2011 年 8 月	浙江复星医药有限公司	3666.6 万	上海复星医药投资有限公司向国药控股转让所持有的浙江复星医药有限公司	截至 2010 年 12 月 31 日，浙江复星的总资产为人民币 14,052.31 万元，所有者权益为 1,839.94 万元，负债总额为 12,212.37

68.6%的股权

万元；2010 年，浙江复星实现营业收入 25,949.17 万元,实现净利润人民币-1159 万元。

浙江复星还持有湖州慕韩斋医药连锁有限公司 90%的股权。湖州慕韩斋主要在湖州地区从事药店连锁经营。湖州慕韩斋的注册资本为人民币 400 万元。

资料来源：各公司公告，招商证券研发中心

此外，浙江省内最大的“医药流通航母”——浙江社区医药服务共同体，在 2010 年 6 月开始正式商业运营，实体运营公司为杭州汇药通医药有限公司。浙江社区医药服务共同体由浙江省 11 个市 45 个县（市、区）的医药经营企业分批加盟成立。首批区域会员企业有嘉兴地区的嘉信医药、绍兴地区的华通医药、衢州地区的衢州医药、湖州地区的华圣医药、台州地区的温岭医药 5 家。这些会员企业基本上都是当地医药流通领域的“龙头老大”，年销售收入总和高达 50 多亿元，占据浙江全省医药市场四分之一强的市场份额。

共同体是一种医药流通领域新模式，其实体运营公司并不从事药品直接配送传统业务，而是连接上下游客户并提供银行信用资金结算的医药新流通服务商。换句话说，浙江社区医药服务共同体搭建医药电子商务平台，从全国各地的医药生产企业中以低价获取源头药品，再在共同体内以统一价格销售。不仅能保障医药物流环节的质量，还能让企业降低成本。

目前为止，浙江震元仍是绍兴地区最大的医药商业企业，但从营业规模、成长能力和盈利能力的角度看，公司相对落后于同地区的其它企业。在竞争日趋加剧的情况下，公司的医药商业业务正面临着严峻的挑战。

表 4：公司医药商业业务盈利能力适中

公司	2010 年医药商业收入（亿元）	2010 年商业毛利率	2005~2010 年商业 CAGR	备注
第一医药	11.47	17.50%	13.78%	医药零售 2010 年收入 6.86 亿元，毛利率 24.24%，2005~2010 年 CAGR 为 11.39%；医药批发 2010 年收入 4.61 亿元，毛利率 7.48%，2005~2010 年 CAGR 为 17.94%。
上海医药	290.95	8.57%	19.06%	医药分销 2010 年收入 273.7 亿元，同比增长 23.6%，毛利率 7.06%；零售业务实现销售收入 17.26 亿元，同比增长 13.4%，毛利率 23.51%。
浙江震元	11.05	7.89%	13.22%	零售药店 2010 年收入 1.8 亿元，近后期增长率约 15%，毛利率 23%，净利率 3.2%；从事医药批发的母公司 2010 年收入 9.75 亿元，毛利率 5.14%，近五年 CAGR 为 14.5%。
华东医药	73.85	5.49%	19.21%	主要经营药品零售的华东大药房，2010 年实现销售收入 9188.27 万元，同比增长 2.57%；实现净利润 173.92 万元，同比下降 49.44%。2005~2010 年收入 CAGR 为 14.5%，净利润 CAGR 为 52.6%。
英特集团	66.15	5.19%	21.73%	医药销售以批发业务为主，近几年毛利率基本稳定在 5%左右的水平。

资料来源：各公司公告，招商证券研发中心

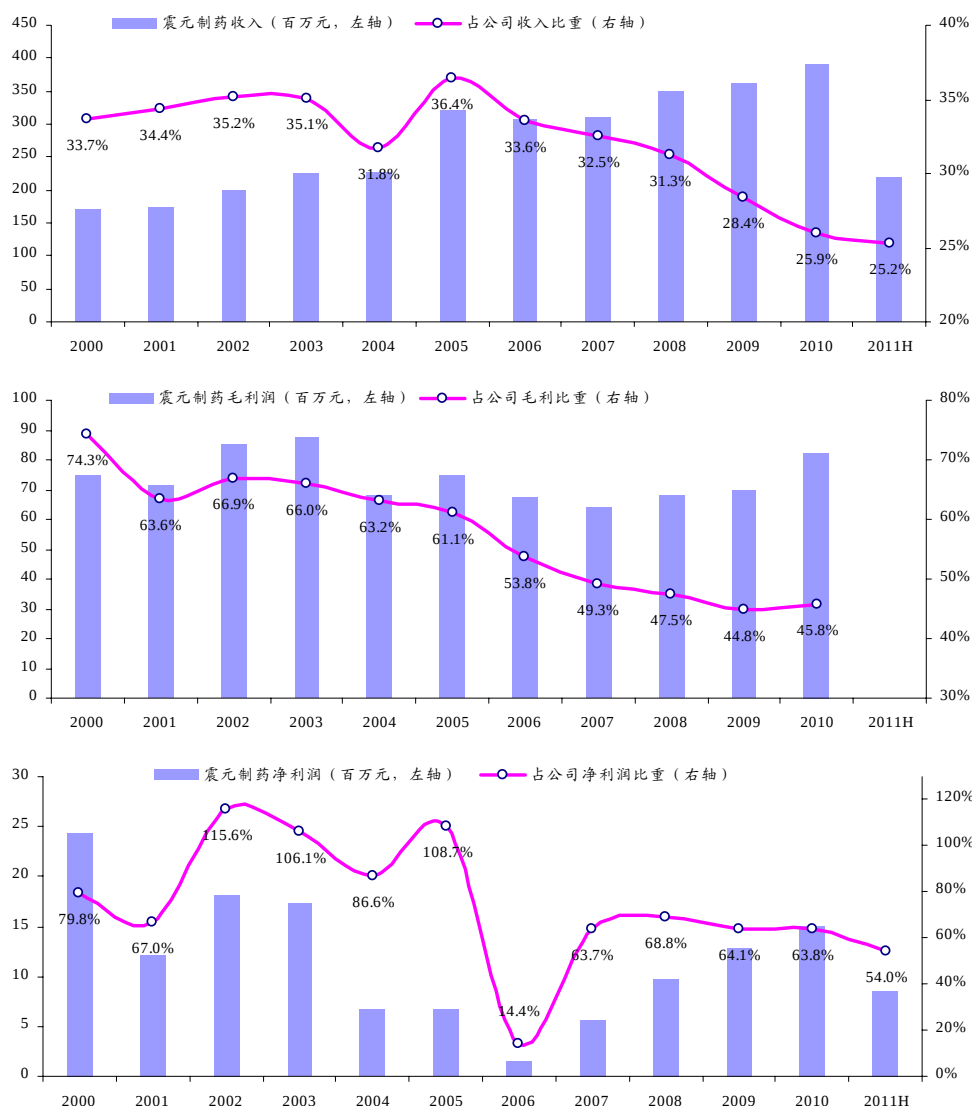
三、医药工业：第一 or 唯一

公司的控股子公司浙江震元制药有限公司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、多烯类抗真菌抗生素等原料药及制剂产品。震元制药还被认定为浙江省 2008 年第二批高新技术企业，认定有效期 3 年，2008~2010 年按照 15% 的优惠税率计缴企业所得税。目前公司的原料药生产线已经全部迁建至绍兴市袍江工业区高新技术产业园区，原胜利西路厂区仅保留制剂生产车间。

2011 年 9 月初，震元制药与沈寅初院士专家团队签约并被授予“院士专家工作站”，有利于震元制药研发能力的提升，加快推动公司新药研发和产业化，打造核心竞争力。

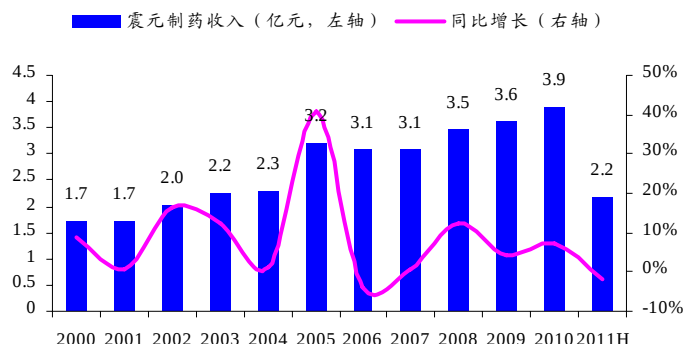
2010 年震元制药实现营业收入 3.9 亿元，净利润 1507 万元，同比分别增长 7.4% 和 18%，毛利率和净利润均有小幅提高。医药工业仍是公司利润的最大来源。

图 17：震元制药是公司利润的主要来源，但占比趋于下降



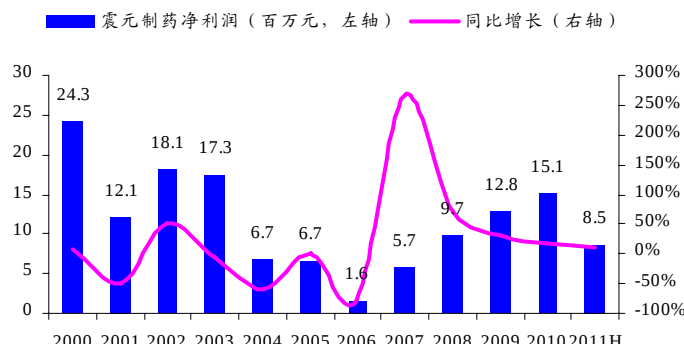
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 18: 震元制药的收入及增长



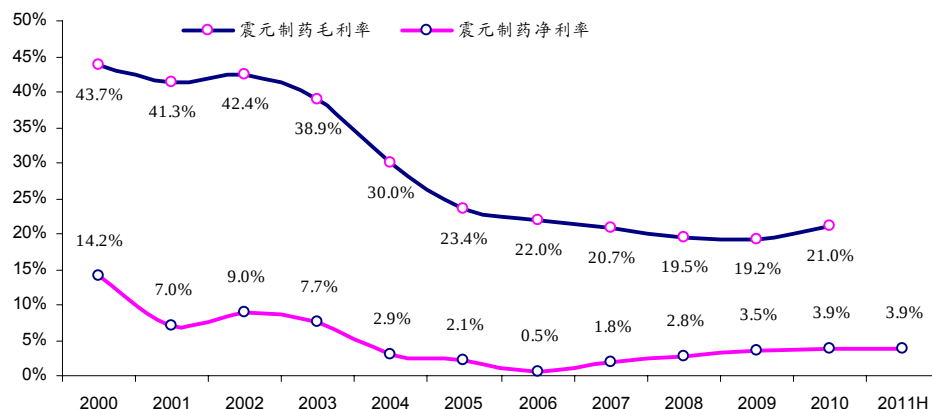
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 19: 震元制药的净利润及增长



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 20: 震元制药的毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

在公司近 4 亿元的工业收入中, 原料药收入 2.7 亿元, 制剂 1.3 亿元 (其中普药品种如罗红霉素、制霉素、阿奇霉素、克拉霉素 6000 万左右, 新品种 7000 万元)。

分品种来看, 罗红霉素原料药是公司最大的单品种, 2010 年销售收入达到 1.87 亿元, 毛利率 11.23%。2010 年罗红霉素价格大幅上涨, 从 2009 年 600 元/公斤上升至 800 元/公斤 (参见图 22), 公司罗红霉素原料药的销售收入同比增长 24.7%, 毛利率大幅提升 5 个百分点。公司是全国最大的罗红霉素供应商, 目前年产量超过 300 吨 (全国 500 多吨), 市场占有率超过 60%。

制霉素是公司的全国独家品种, 目前原料药的年销售额 6000 余万元。制霉素可以抑制霉菌生产, 广泛应用于养殖业和食品工业, 市场较小, 公司拥有定价权, 利润较高。

氯诺昔康 (公司商品名“达路”) 是国家 3.1 类新药, 被广泛地用于治疗关节炎, 特别是骨关节炎、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎以及红斑狼疮引起的各种炎症疼痛。我国的关节炎患者人数已超过 1 亿人, 每年治疗总费用支出在 135 亿元以上; 类风湿性关节炎也高居不下, 目前, 全国约有 400 万~500 万类风湿性关节炎患者, 从而形成了庞大的非甾体抗炎药市场。近几年, 非甾体类抗炎药医院用药销售呈增长走势, 2009 年销售额达 20.36 亿元, 2010 年达 23.85 亿元, 2006 到 2010 年复合增长率达 17.99%。氯诺昔康制剂是目前临床上最常用的非甾体类抗炎镇痛药物, 该产品临床镇痛效果明显

优于其它非甾体类抗炎镇痛类药品，和传统类非甾体类抗炎药品相比无特异性不良反应，典型不良反应的发生概率低，且适于长期治疗使用，无成瘾性，**已逐步成为临床镇痛的一线用药**，市场发展前景广阔。氯诺昔康由公司在 04 年自行研发上市，06 年销售收入几百万元，08 年上千万，09 年 1500 万，10 年 2000 多万，产品规格、用途也在不断增加，2007 年 10 月震元制药获得国家知识产权局颁发的氯诺昔康口腔速崩组合及其制备方法发明专利证书。近两年氯诺昔康的总销售增速在 30~50% 之间，公司氯诺昔康针剂的全国占有率达 58%，排名第一位。产品供不应求，公司正通过压缩其它低毛利的产品来满足氯诺昔康的生产需要。

头孢他美酯（商品名“安素美”）属第三代头孢，公司的盐酸头孢他美酯干混剂和胶囊国内市场占有率第一，年销售额 3000 多万元。

注射用葛根素（商品名“安欣达”）为血管扩张药，具有扩张冠状动脉和脑血管、降低心肌耗氧量、改善微循环和抗血小板聚集的作用，2010 年销售收入超过 1000 万元。

美他多辛于 20 世纪 80 年代首先在意大利上市，已经被中华医学会定为治疗酒精性肝病的重点推荐使用药物。我国用于酒精性肝病治疗的相关药物医院市场销售额 2005 年以来保持着 10% 以上的增速，销售额由 2005 年的 60.84 亿元增长到 2010 年的 137.15 亿元，复合增长率达 17.65%。我国庞大的饮酒人群以及越来越庞大的酒精性肝病患病人群，促成了该类药物市场的巨大潜力。预计到 2016 年，用于酒精性肝病治疗的相关药物的医院市场销售额可达 325.41 亿元

公司的其它产品还包括**阿奇霉素**、**硫酸西索米星**和**奈替米星**（一半原料药用于对外销售），以及新品种：**注射用泮托拉唑钠**、国内同类药中唯一的口服制剂**伏格列波糖**。公司此次定向增发可以极大的提高震元制药的发展潜力（参见表 6：公司非公开发行股票的投资项目）。

表 5：公司主要产品

药品名	分类	市场占有率	制备工艺	适应症	是否基药	是否医保	2010 年销售额	占公司工业收入比重
罗红霉素	大环内酯类抗生素	60%，第一	化学合成	细菌感染	否	乙类	原料药 1.87 亿	50%
制霉菌素	多烯大环内酯广谱抗生素	国内独家生产	发酵	真菌感染	是	甲类	原料药和制剂共 6000 多万	16%
阿奇霉素	大环内酯类抗生素		化学合成	细菌感染	否	甲类	制剂为主，1000 多万	3%
氯诺昔康	非甾体类抗炎镇痛药	第一	化学合成	术后镇痛	否	乙类	制剂 2000 多万	6%
头孢他美酯	β-内酰胺类抗生素	30%，第一	半合成	细菌感染	否	部分地区乙类	制剂 3000 多万	8%
硫酸西索米星/ 硫酸奈替米星	氨基糖甙类抗生素	第一	发酵	细菌感染	否	乙类	4000 多万，原料药占 80~90%，其中奈替米星原料药 1600 万元	11%
注射用葛根素	中药注射液			冠心病、心绞痛等	否	乙类	制剂 1000 多万	3%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

根据公司的发展规划，震元制药未来将加大新产品开发力度，积极利用优势原料药开发新型制剂，丰富抗感染类药物、消炎镇痛类药物群，拓展心血管类药、降糖类药物、肝病药物消化系统类药物等的产品群。本着“少而精”原则，以做强现有产品核心竞争力为主攻方向，把重点放在开发应用有前景、生产门槛高、企业能做好的独特品种。

图 21: 硫氰酸红霉素销售价格



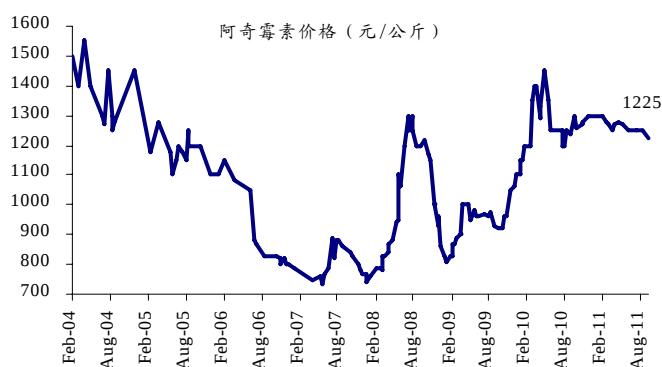
资料来源：健康网，招商证券研发中心

图 22: 罗红霉素销售价格



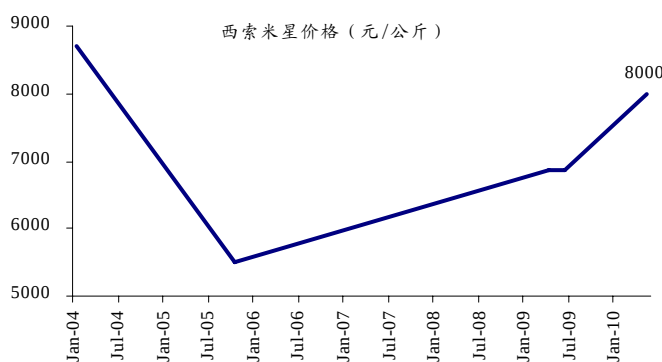
资料来源：健康网，招商证券研发中心

图 23: 阿奇霉素销售价格



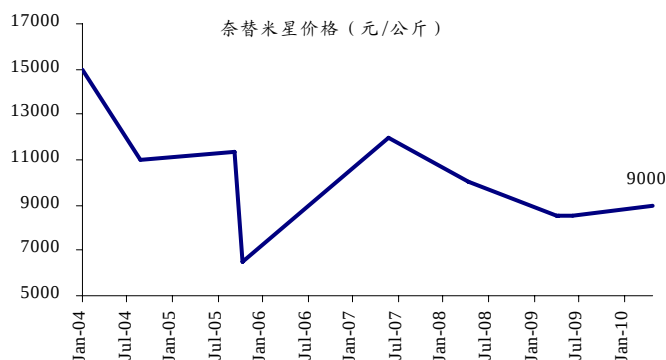
资料来源：健康网，招商证券研发中心

图 24: 西索米星销售价格



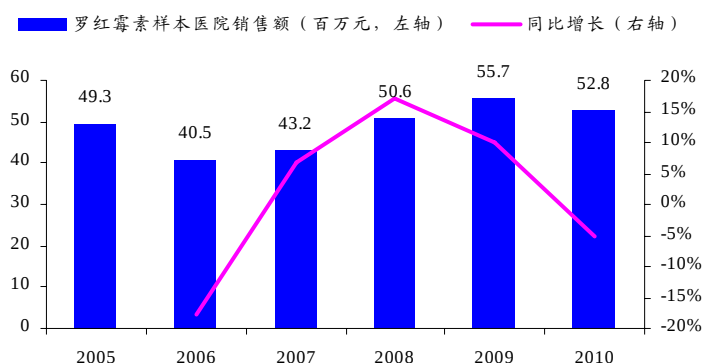
资料来源：健康网，招商证券研发中心

图 25: 奈替米星销售价格



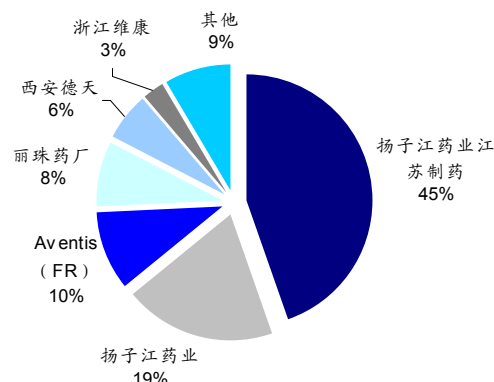
资料来源：健康网，招商证券研发中心

图 26: 22 城市样本医院罗红霉素的销售额



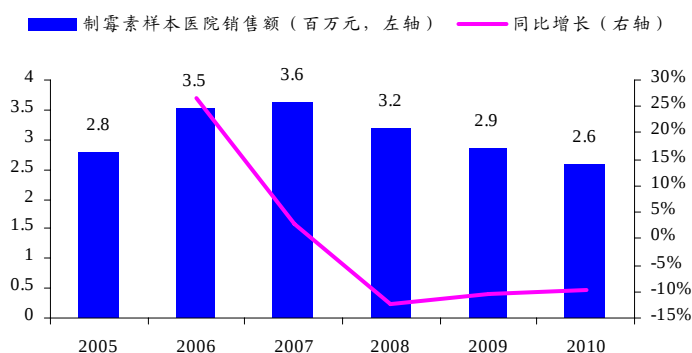
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 27: 2010 年样本医院罗红霉素的市场格局



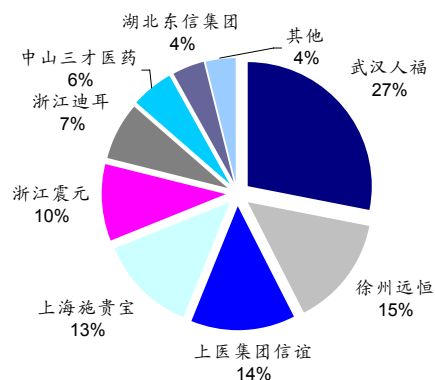
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 28: 22 城市样本医院制霉素的销售额



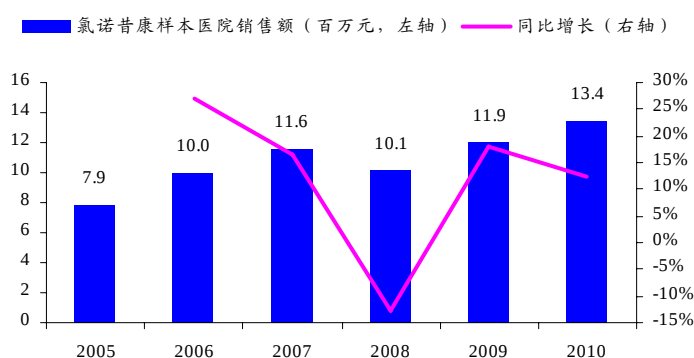
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 29: 2010 年样本医院制霉素的市场格局



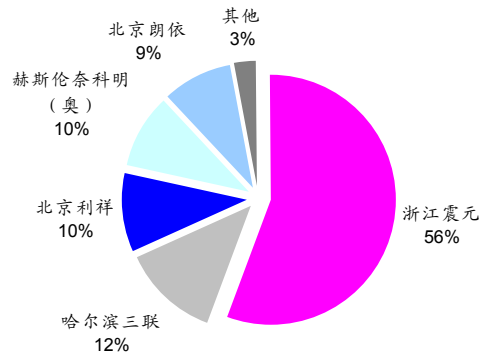
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 30: 22 城市样本医院氯诺昔康的销售额



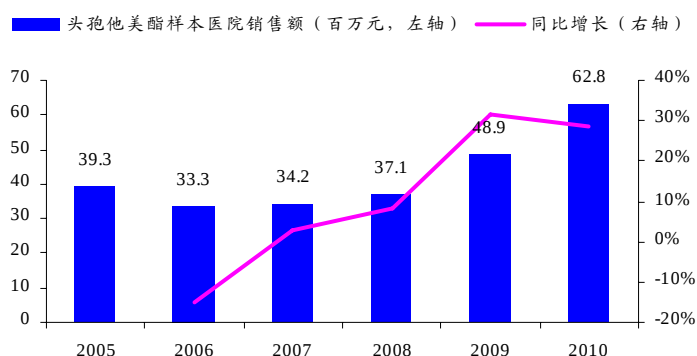
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 31: 2010 年样本医院氯诺昔康的市场格局



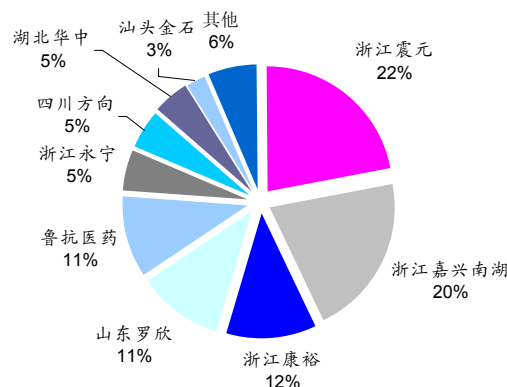
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 32: 22 城市样本医院头孢他美酯的销售额



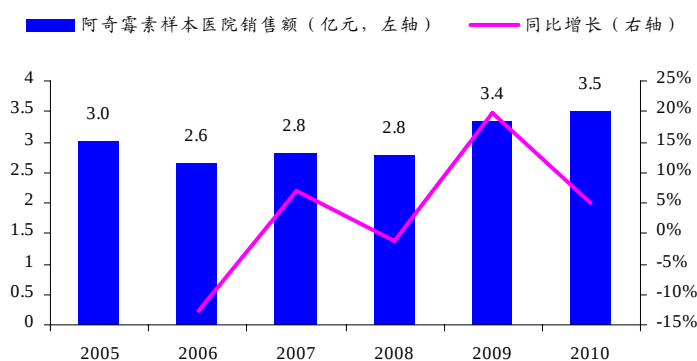
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 33: 2010 年样本医院头孢他美酯的市场格局



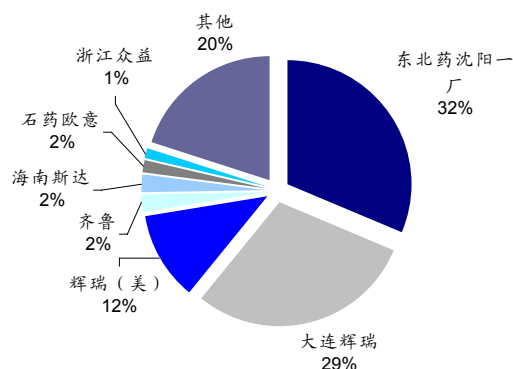
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 34: 22 城市样本医院阿奇霉素的销售额



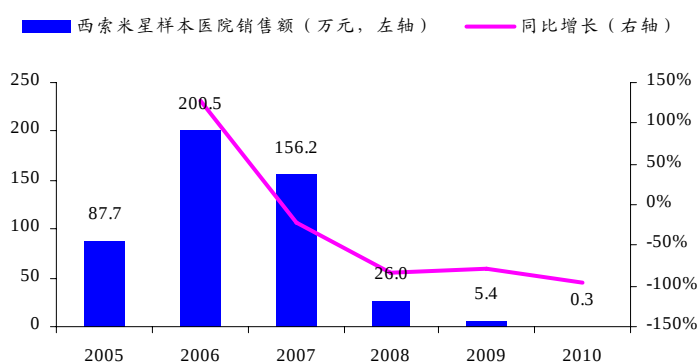
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 35: 2010 年样本医院阿奇霉素的市场格局



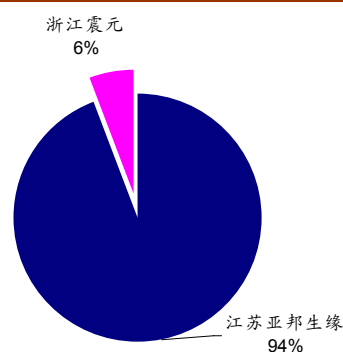
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 36: 22 城市样本医院硫酸西索米星的销售额



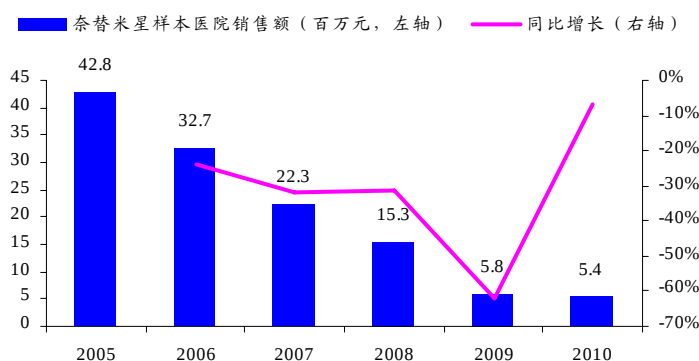
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 37: 2010 年样本医院硫酸西索米星的市场格局



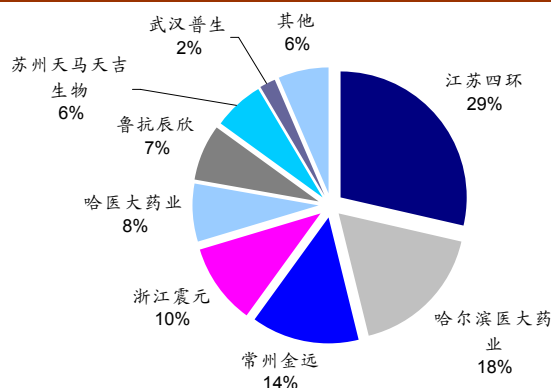
资料来源: 中国医药工业信息中心, 招商证券研发中心

图 38: 22 城市样本医院硫酸奈替米星的销售额



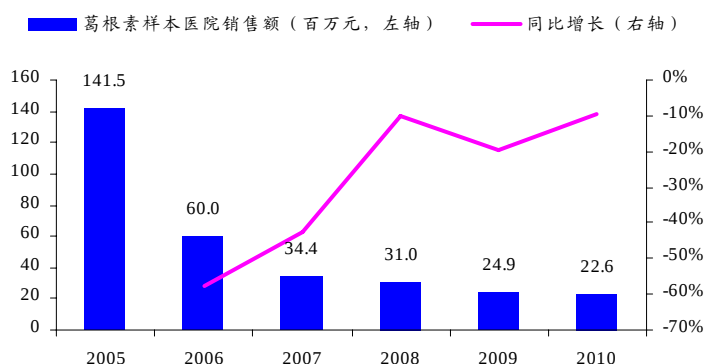
资料来源：中国医药工业信息中心，招商证券研发中心

图 39: 2010 年样本医院硫酸奈替米星的市场格局



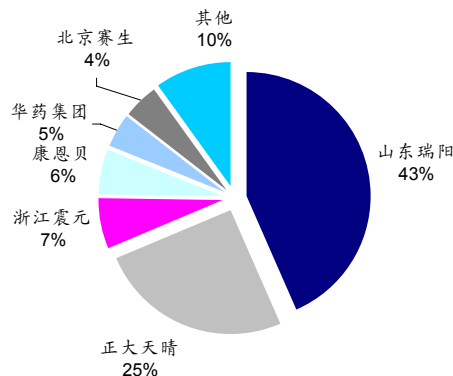
资料来源：中国医药工业信息中心，招商证券研发中心

图 40: 22 城市样本医院注射用葛根素的销售额



资料来源：中国医药工业信息中心，招商证券研发中心

图 41: 2010 年样本医院注射用葛根素的市场格局



资料来源：中国医药工业信息中心，招商证券研发中心

我们认为，公司医药工业的未来看点包括：

(1) 预计未来罗红霉素原料药价格将稳中有升，并有望受益新医改带来的基层医疗市场扩容。

罗红霉素的生产技术并不复杂，但能耗高，能源价格直接影响生产成本，盈亏平衡点大概在 500 元/公斤。公司是罗红霉素全国最大的供应商，震元制药参与制定了 2000 年和 2010 年的药典，公司可以通过影响罗红霉素的销售价格来调控整个市场的产量，垄断优势明显。此外，罗红霉素是德国 Roussel-Uclaf 公司八十年代初开发的十四元环口服用大环内酯类抗生素，1988 年首次在法国上市，目前已在世界上九十多个国家和地区广泛应用于临床，疗效确切，毒副作用较小，价格低廉，非常适合于农村等基层用药市场，将受益于新医改带来的基层用药市场的放量。

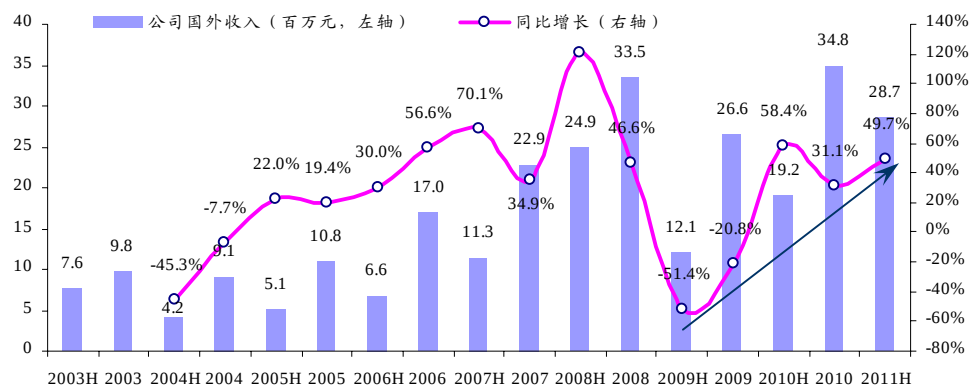
(2) 硫酸奈替米星原料药已于今年 4 月 15 日通过欧洲 GMP 认证

西索米星是合成奈替米星的原料。公司的奈替米星在 2008 年申报、2009 年 10 月通过德国 GMP 认证机构的现场审计、2011 年 4 月 15 日收到认证机构颁发的欧盟认可的 GMP 证书，证书号：SH/GMP-W-TC/004/11，证书有效期为 2 年。目前国外奈替米星原料药的价格是国内的 3 倍以上。

国外制药巨头如先灵葆雅、默克，以及意大利的部分制药公司已经与公司进行了接触，公司有望实现特色原料药向规范市场的出口，享受高利润率。

据了解，公司奈替米星原料药设计产量约 3 吨。

图 42：公司国外收入增速加快



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

(3) 2013 年有望成为公司制剂业务的拐点

目前公司的制剂生产车间仍在胜利西路老厂区，按政府规划，老厂区需要全部搬迁。公司已经在袍江工业区建设新的制剂生产车间，并公告非公开发行股票预案，拟投入 3 亿元建设震元科技园区二期升级改造项目（制剂产品），初步预计 2012 年底建成，2013 年新厂区投产使用（参见“五、定向增发开启发展新篇章”）。

从销售队伍的情况来看，现在震元制药共有销售人员 100 人，其中普药销售人员 30~40 人，产品基本采用代理销售模式。为配合未来制剂和新产品的发展节奏，公司已经在逐步加强制剂和新品种的销售力量。

四、进军中药饮片，打入高端保健品市场

随着社会进步和经济发展，人类对自身的健康日益关注。20 世纪 90 年代以来，全球居民的健康消费逐年攀升，对营养保健品的需求十分旺盛。在按国际标准划分的 15 类国际化产业中，医药保健是世界贸易增长最快的五个行业之一，保健食品的销售额每年以 13% 的速度增长。根据中国医药保健品进出口商会的资料显示，2009 年全球保健食品市场规模超过了 620 亿美元，中国以 134 亿美元的市场规模成为世界第二大保健食品市场。

依托“震元堂”的品牌影响力和公司突出的中药材调拨能力，浙江震元完全可以在大健康领域取得更大的发展，包括医疗服务、中药饮片、保健品等：

(1) 保健品市场高速发展

2009 年我国保健品市场规模达到 911 亿元，2010 年突破 1000 亿元，并保持较快的增长速度。随着收入增加、居民生活质量的提高，人们对养生保健的需求日益旺盛。中国传统医学强调“治未病”、“药食同源”，与人们的保健需求不谋而合。根据福布斯 2010 年《中国私人财富白皮书》报告，2010 年中国大陆地区千万富豪数量超过 38 万人，这些人群将是公司高端中药保健品的潜在消费群体。

（2）品牌优势明显

公司旗下拥有“震元堂”、“光裕堂”等百年老品牌，绍兴当地有“看病要看胡宝书，吃药就吃震元堂”的说法。品牌优势是公司在中药保健品领域取得发展的关键；

（3）丰富的中药材采购和调拨经验

药材分公司从事中药材调拨已经多年，在药材采购和中药饮片加工、运输等方面具有丰富的行业经验。公司的中药饮片分为两块：一是参茸、虫草、燕窝等名贵中药材，一年近 3000 万销售额；二是精制饮片，取最优质的传统药材制成，俗称“头面货”，去年销售 600 多万元。近几年来，药材分公司发展迅速，年销售额已经突破 5000 万元，年增长率约 30%。目前中药饮片还主要在公司自有门店销售，未来会以设专柜的形式加速扩张；

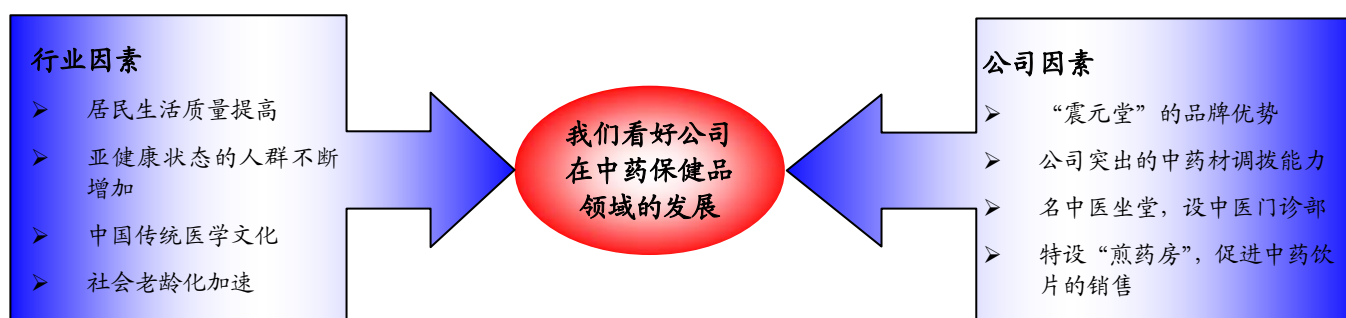
（4）名中医坐堂

公司在规模药店恢复名中医坐堂，并在医药连锁公司下设震元堂中医门诊部，与“震元堂”相互配合，开展中医内科、妇科、儿科等疑难杂症的诊治工作；

（5）特设“煎药房”，提供增值服务，促进中药饮片的销售

震元在中药材分公司下设“煎药房”，为各医院提供中药煎制服务，包括药材、煎制和汤剂配送。去年 10 月底公司仅为市中医院提供煎药服务就收入 70 多万元，今年市人民医院、第二人民医院都与公司签订了中药代煎合同，预计今年煎药服务收入将突破 500 万元。

图 43：“名店、名医、名药”促进公司中药保健业务的高速发展



资料来源：招商证券研发中心

五、定向增发开启发展新篇章

2011 年 8 月 20 日，公司公布非公开发行股票预案，拟向不超过十名特定对象非公开发行股票不超过 4175 万股股份，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的 90%，即发行价格不低于 12.70 元/股。其中，控股股东绍兴市旅游集团有限公司认购的数量不低于非公开发行股票数量的 10%。此次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 5.3 亿元。本次非公开发行股票募集资金投资项目包括浙江震元制药有限公司震元科技园区二期升级改造项目（制剂产品）、直营门店及营销网络建设项目、现代医药物流配送中心项目等。

表 6: 公司非公开发行股票的投资项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募 集资金(万 元)	项目概况																																									
1	浙江震元制药有限公司震元科技园区二期升级改造项目（制剂产品）	30,000	30,000	项目建设地点为袍江工业区震元科技园区内。本项目建成后，震元制药将新增年产 3000 万瓶冻干粉针、500 万支小水针、30000 万片（粒）口服固体制剂、4000 万袋/粒头孢类口服固体制剂的生产能力。																																									
				<table><tr><th>细分项目</th><th>产品名称</th><th>项目投产后形成的产能</th></tr><tr><td rowspan="5">冻干粉针项目</td><td>注射用泮托拉唑钠</td><td>800 万瓶/年</td></tr><tr><td>注射用乳糖酸阿奇霉素</td><td>1000 万瓶/年</td></tr><tr><td>注射用氯诺昔康</td><td>800 万瓶/年</td></tr><tr><td>注射用葛根素</td><td>400 万瓶/年</td></tr><tr><td>合计</td><td>3000 万瓶/年</td></tr><tr><td rowspan="3">小水针项目</td><td>醋酸奥曲肽注射液</td><td>250 万支/年</td></tr><tr><td>盐酸托烷司琼注射液</td><td>250 万支/年</td></tr><tr><td>合计</td><td>500 万支/年</td></tr><tr><td rowspan="6">口服固体制剂项目</td><td>伏格列波糖胶囊</td><td>5000 万粒/年</td></tr><tr><td>石杉碱甲片</td><td>5000 万片/年</td></tr><tr><td>美他多辛胶囊</td><td>2500 万粒/年</td></tr><tr><td>制霉素片</td><td>14500 万片/年</td></tr><tr><td>氯诺昔康片</td><td>3000 万片/年</td></tr><tr><td>合计</td><td>30000 万片（粒）/年</td></tr><tr><td rowspan="3">头孢类口服固体制剂项目</td><td>盐酸头孢他美酯干混悬剂</td><td>1000 万袋/年</td></tr><tr><td>盐酸头孢他美酯胶囊</td><td>3000 万粒/年</td></tr><tr><td>合计</td><td>4000 万袋（粒）/年</td></tr></table>	细分项目	产品名称	项目投产后形成的产能	冻干粉针项目	注射用泮托拉唑钠	800 万瓶/年	注射用乳糖酸阿奇霉素	1000 万瓶/年	注射用氯诺昔康	800 万瓶/年	注射用葛根素	400 万瓶/年	合计	3000 万瓶/年	小水针项目	醋酸奥曲肽注射液	250 万支/年	盐酸托烷司琼注射液	250 万支/年	合计	500 万支/年	口服固体制剂项目	伏格列波糖胶囊	5000 万粒/年	石杉碱甲片	5000 万片/年	美他多辛胶囊	2500 万粒/年	制霉素片	14500 万片/年	氯诺昔康片	3000 万片/年	合计	30000 万片（粒）/年	头孢类口服固体制剂项目	盐酸头孢他美酯干混悬剂	1000 万袋/年	盐酸头孢他美酯胶囊	3000 万粒/年	合计	4000 万袋（粒）/年
				细分项目	产品名称	项目投产后形成的产能																																							
				冻干粉针项目	注射用泮托拉唑钠	800 万瓶/年																																							
					注射用乳糖酸阿奇霉素	1000 万瓶/年																																							
					注射用氯诺昔康	800 万瓶/年																																							
					注射用葛根素	400 万瓶/年																																							
					合计	3000 万瓶/年																																							
				小水针项目	醋酸奥曲肽注射液	250 万支/年																																							
					盐酸托烷司琼注射液	250 万支/年																																							
					合计	500 万支/年																																							
				口服固体制剂项目	伏格列波糖胶囊	5000 万粒/年																																							
					石杉碱甲片	5000 万片/年																																							
					美他多辛胶囊	2500 万粒/年																																							
					制霉素片	14500 万片/年																																							
					氯诺昔康片	3000 万片/年																																							
合计	30000 万片（粒）/年																																												
头孢类口服固体制剂项目	盐酸头孢他美酯干混悬剂	1000 万袋/年																																											
	盐酸头孢他美酯胶囊	3000 万粒/年																																											
	合计	4000 万袋（粒）/年																																											
2	直营门店及营销网络建设项目	13,749	12,000	本项目以中药饮片为主要经营特色，采取“名店、名医、名药”相结合的经营模式。项目建成后，本公司（含震元连锁）连锁门店、专柜数量将达到 100 家以上，布局将更加合理，“中华老字号”震元堂营业面积将扩大一倍，品牌效应将进一步体现。																																									
				（1）拓展震元堂两翼。震元堂西翼房产与震元堂药店相连，为控股股东旅游集团房产，拟使用募集资金 2,458.81 万元购买，并已与旅游集团签署了《附条件生效的资产转让合同》。震元堂北翼为本公司房产，现用于出租，租赁合同于 2012 年 3 月到期，合同到期后将不再续租。公司拟使用募集资金对该房产进行改扩建以扩大震元堂药店营业面积；																																									
				（2）在诸暨、柯桥各开设 1 家面积在 400~500 平方米的直营旗舰店；																																									
3	现代医药物流配送中心建设项目	14,992	11,000	（3）在浙江省内重点地区开设 30 家直营门店和专柜。																																									
				对现有药品配送中心进行改造升级，在满足本公司物流服务需求的基础上，作为第三方物流服务提供商向未具备现代物流条件的中小医药经营企业提供相应的物流服务。具体建设内容涉及货架系统、传输系统、分拣系统、计算机信息管理系统、冷链系统及空调、温度监测系统和消防系统等六大系统。项目建成后，配送中心将可支持年 20 亿元的销售规模。																																									
合计		58,741	53,000																																										

资料来源:公司公告,招商证券研发中心

非公开发行的投资项目不仅有望带来公司制剂业务 2013 年的突破,还可以扩大“震元堂”营业面积,增加连锁门店数。物流配送中心能在很大程度上解决现有批发业务的瓶颈:公司原有仓储基地建于 02 年,当时是以 10 亿左右的销售规模建造的,而公司去年批发业务收入就达到了 9.75 亿。新建的配送中心将可支持年 20 亿元的销售规模,并巩固公司在绍兴及周边地区医药配送的龙头地位。

六、资产重估价值巨大

目前来看,公司几块主要资产增值明显,2011 年中报中 5.64 亿的净资产并不能充分反应公司现有的价值:

(1) 办公大楼

公司在绍兴中心的新办公大楼建于 93 年,老大楼和新大楼的建筑面积合计 1 万平米,账面价值仅为 1000 万元。目前大楼所在地的平均市价已经达到 3 万/平方米,新大楼一楼震元堂面积 1000 平方米,老大楼的一楼营业面积也超过 1000 平方米,价格达到 15 万/平方米。

(2) 胜利西路旧厂区

制药公司搬迁后,在市区有 62.5 亩的土地可供开发,已经全部折旧完毕。按政府规划,二环线内的全部工业要退出第二产业,转成第三产业。目前市价在 300~500 万/亩之间。

(3) 沿街营业用房

公司现有 68 家门店,其中 1/3 的营业面积(超过 4000 平方米,十几家门店,不含办公大楼中的营业面积)属自有资产,购买时仅 7000 余元/平方米,目前价格已经达到 10 万/平方米。

(4) 袍江工业园区

公司的新厂区占地 500 多亩,位于袍江工业园。购买时仅 6.5 万/亩,现在每亩市价 38 万左右。

(5) 绍兴银行股权

公司持有绍兴银行股权 2000 万股,成本仅为 2500 万元。目前该部分股权的市价已经超过 2 亿元。

(6) 仓储基地

公司拥有 1 万平方米的仓储基地,已全部折旧完毕。现市场价值已经达到 2 万/平方米。

(7) 品牌价值

在中国品牌研究院 2007 年 7 月 9 日公布的《第二届中华老字号品牌价值百强榜》中,震元堂品牌价值列全国第 28 位(品牌价值为 6.35 亿元),全省排序第 2 位。

表 7: 公司的净资产严重低估

	账面价值	重估价值
办公大楼	1000 万	6 亿
胜利西路旧厂区	0	2.5 亿
沿街营业用房	2000 万	4 亿
袍江工业园区	3500 万	2 亿
绍兴银行股权	2500 万	2 亿
仓储基地	0	2 亿
品牌价值	0	6.35 亿
合计	9000 万	24.85 亿

资料来源: 招商证券研发中心

七、业绩预测与估值

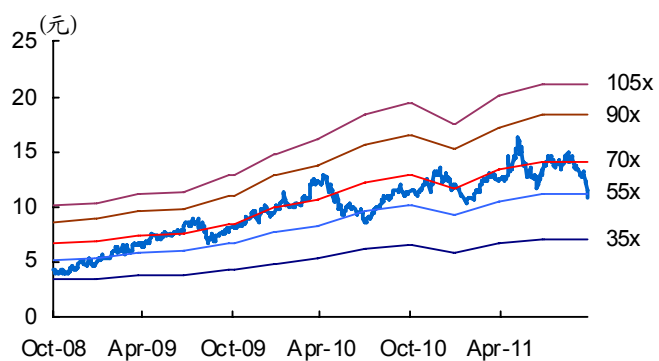
我们预计 2011~2013 年公司营业收入同比增长 20%、22%和 27%，净利润增长 31%、32%和 34%，实现 EPS 0.22 元、0.29 元和 0.39 元，对应 PE 为 49 倍、37 倍、28 倍。我们认为，震元是一家优秀的地域性医药企业，“震元堂”品牌深入人心，主要产品要么第一，要么唯一，重估净资产价值和定向增发价格为现在股价提供双保险，定向增发项目有望打开公司业绩增长的瓶颈。我们首次给予维持“审慎推荐-A”的投资评级。

表 8: 浙江震元分行业销售收入及盈利预测

(百万元)		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医药商业	收入	755.32	905.36	1104.67	1358.74	1698.43	2207.96
	同比增长 (%)	19.4%	19.9%	22.0%	23.0%	25.0%	30.0%
	毛利率 (%)	9.0%	8.6%	7.9%	9.0%	9.2%	9.5%
医药工业	收入	348.45	361.12	387.45	426.20	477.34	548.94
	同比增长 (%)	12.5%	3.6%	7.3%	10.0%	12.0%	15.0%
	毛利率 (%)	19.5%	19.3%	21.1%	22.0%	23.0%	25.0%
合计	收入	1103.77	1266.48	1492.12	1784.94	2175.77	2756.90
	同比增长 (%)	17.2%	14.7%	17.8%	19.6%	21.9%	26.7%
	毛利率 (%)	12.3%	11.7%	11.3%	12.1%	12.2%	12.6%

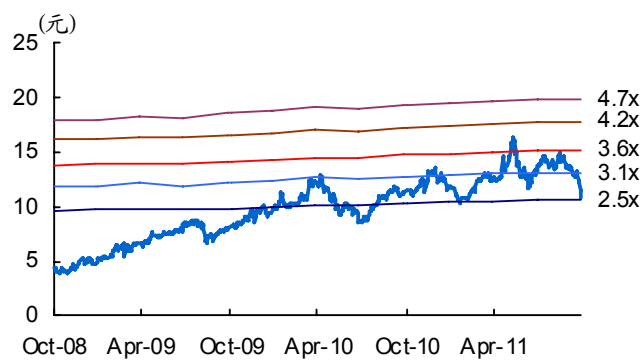
资料来源: 招商证券研发中心

图 44: 浙江震元历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 45: 浙江震元历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	578	722	826	969	1159
现金	95	127	130	145	144
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	32	22	27	28	36
应收款项	247	270	307	354	422
其它应收款	4	5	5	7	8
存货	175	264	316	385	485
其他	25	34	41	50	63
非流动资产	375	382	359	345	339
长期股权投资	28	25	25	25	25
固定资产	234	209	190	176	168
无形资产	48	40	36	32	29
其他	65	108	109	112	117
资产总计	953	1104	1185	1313	1498
流动负债	421	549	612	717	871
短期借款	88	93	80	80	80
应付账款	194	265	316	385	486
预收账款	12	4	8	10	12
其他	127	187	208	243	293
长期负债	4	6	7	8	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	6	7	8	9
负债合计	425	555	619	725	880
股本	125	125	125	125	125
资本公积金	253	261	261	261	261
留存收益	122	134	148	166	191
少数股东权益	27	28	32	36	42
母公司所有者权益	501	520	534	552	577
负债及权益合计	953	1104	1185	1313	1498

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	26	49	33	43	37
净利润			28	37	49
折旧摊销			28	26	24
财务费用			5	5	5
投资收益			(5)	(6)	(7)
营运资金变动			(29)	(27)	(44)
其它			6	8	11
投资活动现金流	(7)	(20)	(4)	(10)	(16)
资本支出			(6)	(10)	(16)
其他投资			2	0	0
筹资活动现金流	(57)	(10)	(27)	(17)	(22)
借款变动			(13)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(14)	(18)	(24)
其他			0	1	2
现金净增加额	(38)	19	2	16	(1)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1276	1503	1798	2192	2778
营业成本	1120	1324	1581	1924	2428
营业税金及附加	5	5	5	7	8
营业费用	58	66	88	110	144
管理费用	63	74	84	101	131
财务费用	6	5	5	5	5
资产减值损失	4	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	6	7
营业利润	22	28	35	47	63
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	24	28	36	48	64
所得税	4	4	5	7	10
净利润	20	24	31	41	55
少数股东损益	2	3	3	4	6
母公司所有者净利润	18	21	28	37	49
EPS (元)	0.14	0.17	0.22	0.29	0.39

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	15%	18%	20%	22%	27%
营业利润	30%	22%	29%	33%	35%
净利润	45%	19%	31%	32%	34%
获利能力					
毛利率	12.2%	11.9%	12.1%	12.2%	12.6%
净利率	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%
ROE	3.6%	4.1%	5.2%	6.6%	8.5%
ROIC	4.0%	4.3%	5.3%	6.6%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	50.3%	52.3%	55.2%	58.7%
净负债比率	9.2%	8.4%	6.8%	6.1%	5.3%
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.7	1.9
存货周转率	6.6	6.0	5.4	5.5	5.6
应收帐款周转率	6.0	5.8	6.2	6.6	7.2
应付帐款周转率	6.4	5.8	5.4	5.5	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.17	0.22	0.29	0.39
每股经营现金	0.21	0.39	0.26	0.34	0.30
每股净资产	3.99	4.15	4.26	4.41	4.60
每股股利	0.07	0.00	0.11	0.15	0.20
估值比率					
PE	76.8	64.8	49.4	37.4	27.9
PB	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	77.7	67.2	46.6	35.8	24.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。