

审慎推荐-A (维持)

浙江震元 000705.SZ

目标估值: NA

当前股价: 12.99 元

2011年11月19日

子公司推出业绩激励方案，上调盈利预测

基础数据

上证综指	2417
总股本(万股)	12533
已上市流通股(万股)	9929
总市值(亿元)	16
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	5.0
资产负债率	48.4%
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	13	-19	8
相对表现	13	-4	22



相关报告

- 1、浙江震元(000705)一拟受让两子公司股权，利好长期发展 2011/11/13
- 2、浙江震元(000705)一经营向好，上调盈利预测 2011/10/31
- 3、浙江震元(000705)一区域医药龙头，价值重估 2011/10/9

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

公司 19 日公告非公开发行股票预案(修订稿)以及子公司震元制药的年度业绩激励基金实施方案。我们认为，定向增发项目能够进一步提升公司工、商业的盈利水平和竞争能力，震元制药的激励基金考核标准也较高(2012~2014 年度净利润增速分别不低于 50%、50%、33%)。我们维持公司 2011 年 EPS 0.23 元的预测，上调 2012~2013 年盈利预测至 0.32 元和 0.42 元，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

- **公司今日公告：**(1) 公司公告非公开发行股票预案(修订稿)，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 12.70 元/股。其中控股股东绍兴市旅游集团认购的数量不低于非公开发行数量的 10%。此次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 5.3 亿元，募集资金项目主要是三个：浙江震元科技园区震元制药二期升级改造项目(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。剩余资金用于补充流动资金；(2) 子公司震元制药制定《震元制药年度业绩激励基金实施方案》，设立震元制药年度业绩激励基金，适用年度为 2012~2014 年。
- **定向增发能够进一步提升公司盈利水平，增强竞争能力。**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。详见我们 10 月 9 日发布的浙江震元深度报告《区域医药龙头，价值重估》。
- **震元制药激励基金的考核标准较高。**震元制药激励基金提取须满足的主要业绩基准包括 2012~2014 年度净利润(扣除非经常性损益前后孰低者)分别不低于 3000 万、4500 万和 6000 万元(含)，当年应收账款占主营业务收入的比例不得超过前三年平均数的 1.1 倍。我们预计今年震元制药的净利润大约 2000 万元，考核要求相当于 2012~2014 年净利润增速分别为 50%、50%、33%。当年度经营情况达到业绩考核要求后，以当年净利润的 10%提

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	1821	2285	2945
同比增长	15%	18%	21%	25%	29%
营业利润(百万元)	22	28	38	51	68
同比增长	30%	22%	37%	37%	32%
净利润(百万元)	18	21	29	40	52
同比增长	45%	19%	39%	36%	32%
每股收益(元)	0.14	0.17	0.23	0.32	0.42
PE	91.6	77.3	55.4	40.8	31.0
PB	3.3	3.1	3.0	2.9	2.8

资料来源：招商证券

取激励基金（不超过 1000 万元）。为保证考核的持续性、避免短期行为，当年提取的业绩激励基金采取分次发放原则，即当年提取的激励基金中可当年分配的比例不超过 70%。其余 30%留待下一年度年度考核完成后进行发放。

□ 上调公司 2012~2013 年的盈利预测，维持“审慎推荐-A”的投资评级。我们认为，增发项目能够提高公司工、商业的盈利水平和竞争能力，改善财务状况；震元制药是公司的主要工业载体，激励基金的业绩考核标准较高，因此我们维持公司 2011 年 EPS 0.23 元的业绩预测，上调 2012~2013 年的盈利预测至 0.32 元和 0.42 元（原为 0.31 元和 0.40 元），2011~2013 年净利润分别同比增长 39%、36%和 32%，对应 PE 分别为 55 倍、41 倍、31 倍，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

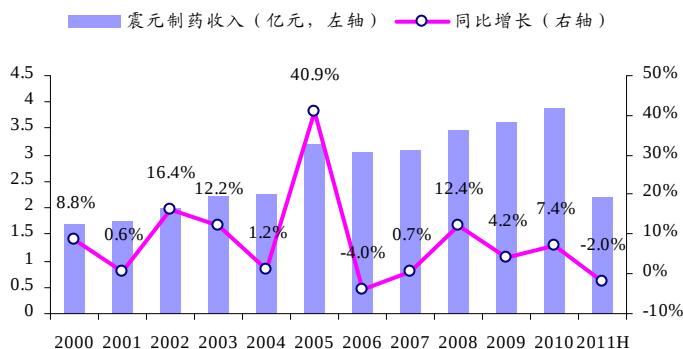
□ 风险提示：国家药品降价政策和宏观经济下滑的风险。

表 1：预案主要对募投项目的流动资金部分进行了调整

募集资金投向	预案修订稿	原预案
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）	项目总投资30,000万元，其中固定资产投资27,000万元，流动资金3,000万元（包含900万元铺底流动资金）；本次拟以募集资金投入27,900万元，其余2,100万元通过自筹解决。	项目总投资30,000万元，其中固定资产投资27,000万元，铺底流动资金3,000万元；本次拟以募集资金投入30,000万元。
直营门店及营销网络建设项目	本项目总投资人民币12,349.65万元，其中固定资产投资10,000万元，流动资金投资2,349.65万元（包括700万元铺底流动资金）。拟用本次募集资金投入10,700万元，其余1,649.65万元通过流动资金借款解决。	本项目总投资人民币13,749.09万元，其中固定资产投资10,000万元，铺底流动资金投资3,749.09万元。拟用本次募集资金投入12,000万元，其余1,749.09万元通过流动资金借款解决。
现代医药物流配送中心建设项目	项目总投资14,344.7万元，其中固定资产投资4,000万元，流动资金投资10,344.7万元（包括铺底流动资金3,100万元）。项目所需资金中7,100万元拟由募集资金投入，不足部分7,244.7万元采用自有资金和银行借款等方式解决。	项目总投资14,992.45万元，其中固定资产投资4000万元，铺底流动资金投资10992.45万元。项目所需资金中11,000万元拟由募集资金投入，不足部分3,992.45万元采用银行借款等方式自筹解决。
补充流动资金	7,300万元用于补充流动资金需求。	

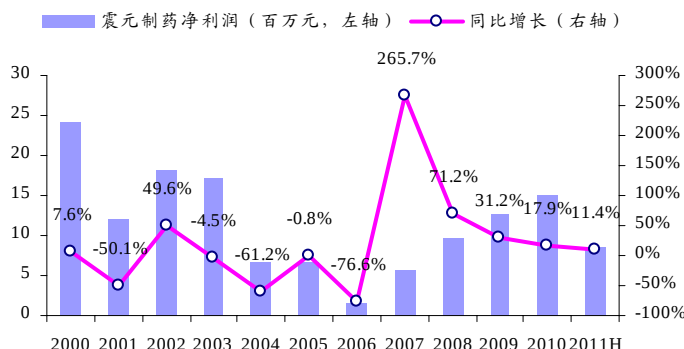
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 1：震元制药的收入及增长



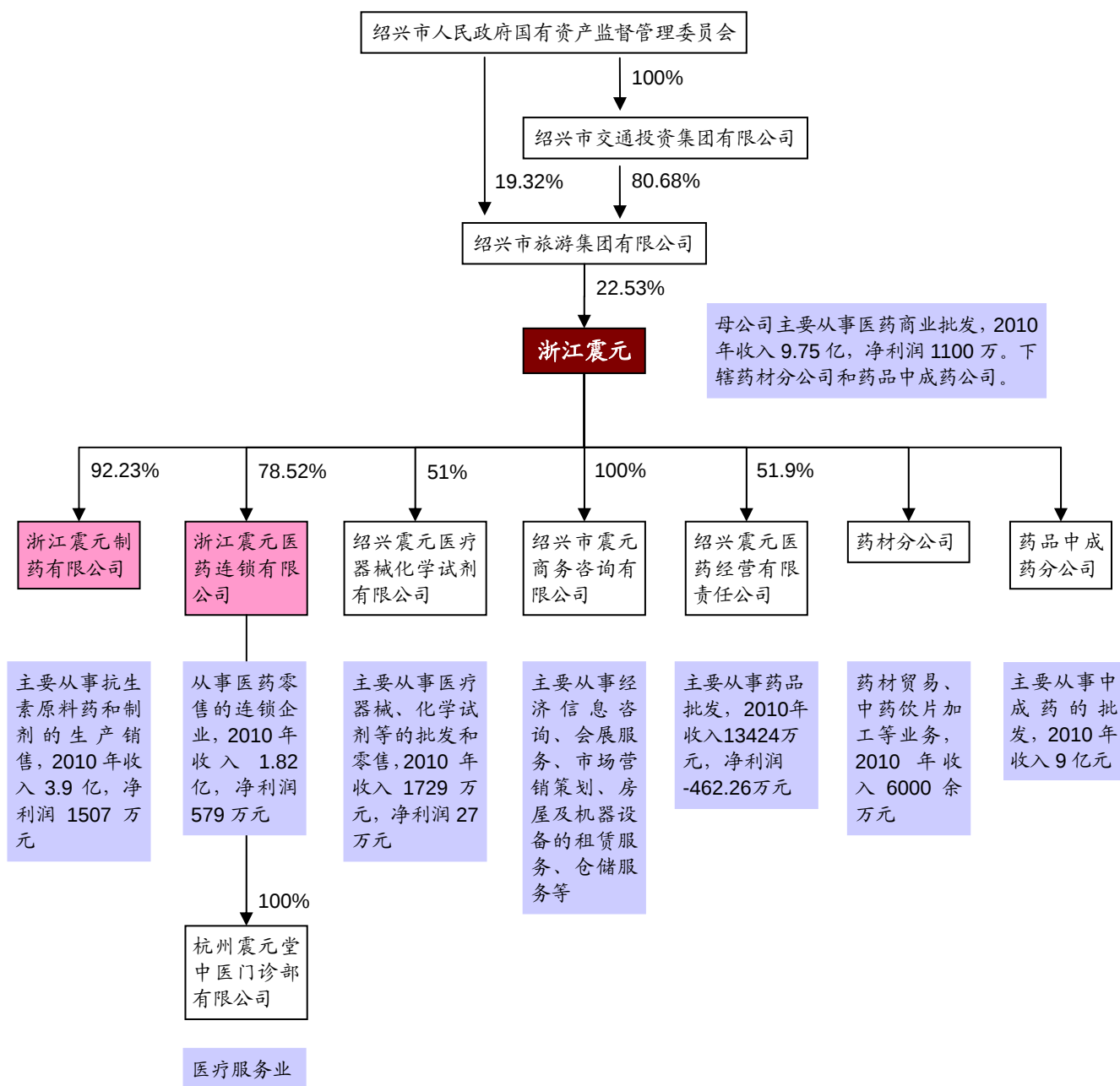
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 2：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 3: 公司目前股权结构及主要业务概况



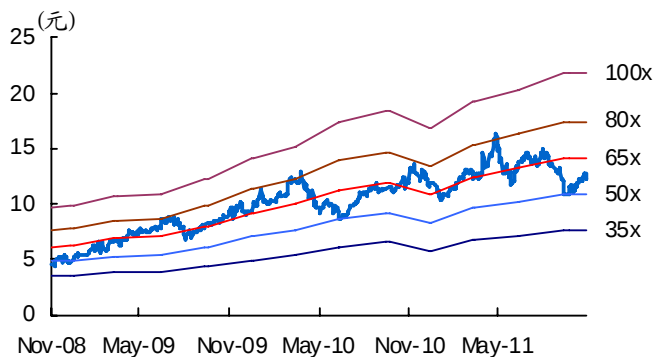
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表 2: 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

图 4: 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 5: 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	832	993	1198
现金	95	127	128	139	134
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	32	22	27	30	38
应收款项	247	270	310	367	442
其它应收款	4	5	5	7	9
存货	175	264	320	399	508
其他	25	34	42	52	66
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	1192	1337	1536
流动负债	421	549	618	739	905
短期借款	88	93	80	80	80
应付账款	194	265	320	399	508
预收账款	12	4	8	10	13
其他	127	187	210	250	305
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	625	747	914
股本	125	125	125	125	125
资本公积金	253	261	261	261	261
留存收益	122	134	149	168	194
少数股东权益	27	28	32	36	42
母公司所有者权益	501	520	535	554	580
负债及权益合计	953	1104	1192	1337	1536

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	26	49	32	39	35
净利润			29	39	51
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			(32)	(33)	(49)
其它			7	9	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)	(18)	(23)
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			(15)	(19)	(25)
其他			0	1	2
现金净增加额	(38)	19	0	11	(4)

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	1821	2274	2906
营业成本	1120	1324	1598	1995	2541
营业税金及附加	5	5	5	7	9
营业费用	58	66	89	114	151
管理费用	63	74	85	105	137
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	38	50	65
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	39	51	66
所得税	4	4	6	8	10
净利润	20	24	33	43	57
少数股东损益	2	3	3	5	6
母公司所有者净利润	18	21	29	39	51
EPS (元)	0.14	0.17	0.23	0.31	0.40

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	15%	18%	21%	25%	28%
营业利润	30%	22%	37%	33%	31%
净利润	45%	19%	39%	32%	30%
获利能力					
毛利率	12.2%	11.9%	12.2%	12.3%	12.6%
净利率	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%
ROE	3.6%	4.1%	5.5%	7.0%	8.7%
ROIC	4.0%	4.3%	5.6%	7.0%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	50.3%	52.4%	55.8%	59.5%
净负债比率	9.2%	8.4%	6.7%	6.0%	5.2%
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	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	5.5	5.6	5.6
应收帐款周转率	6.0	5.8	6.3	6.7	7.2
应付帐款周转率	6.4	5.8	5.5	5.6	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.17	0.23	0.31	0.40
每股经营现金	0.21	0.39	0.26	0.31	0.28
每股净资产	3.99	4.15	4.27	4.42	4.62
每股股利	0.07	0.00	0.12	0.15	0.20
估值比率					
PE	87.3	73.6	52.8	40.0	30.7
PB	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	8.5	8.0	7.1	6.2	5.3

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。

杨烨辉，中山大学国际工商管理硕士，曾就职于江中制药集团和默沙东制药（Merck），2年医药行业从业经验，1年半证券投资经验。2011年加入招商证券，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。