

# 业绩好于预期，看好维生素 E 行业格局变革对公司正面影响

## ——浙江医药 (600216.SH) 2019 年半年报点评

公司简报

◆事件：浙江医药发布 2019 年半年报，2019 年上半年营业收入 35.86 亿元，同比增长 5.69%，净利润为 2.70 亿元，同比下降 40.09%，基本 EPS 为 0.3 元，销售毛利率为 40.14%，平均 ROE 为 3.65%。对应 2019 年第二季度营业收入 18.67 亿元，环比一季度增长 8.61%，净利润 1.48 亿元，环比增长 12.78%，扣非净利润 1.48 亿元，环比增长 100.00%。其中公司 2019 年第二季度计提减值损失 5943 万元。

◆点评：1. 业绩好于预期，第二季度扣非利润环比增长 100.00%，主要与维生素 A 和维生素 E 价格上涨有关。公司 2019 年上半年净利润同比 2018 年上半年出现明显下滑，与公司 2018 年上半年业绩高基数相关，2018 年一季度维生素 A 国内价格为历史高位，一季度均价为 1349 元/千克。公司 2019 年第二季度收入环比增长 8.61%，扣非净利润 1.48 亿元，环比增长 100%，业绩向好主要与维生素 A 在报告期内价格上涨并维持高位、维生素 E 价格初现涨势相关。

2. 看好维生素 E 行业格局变革对公司的正面影响。能特科技与 DSM 在维生素 E 方面的转让已完成交割，交易完成后，DSM 负责维生素 E 的销售，能特负责生产，两家各占 50% 权益，维生素 E 行业格局已转变为 DSM-能特科技、BASF、浙江医药、新和成。能特科技从行业的搅局者，变成了行业格局的维护者，行业格局回到 2008-2012 年维生素 E 大牛市行业格局，当时维生素 E 价格在 100 元至 250 元之间波动。目前各家产能开工率处于高位。各家心态有望从价格战转变为利润最大化，未来维生素 E 价格有望上行。公司维生素 E 产能 40000 吨粉，维生素 E 粉每上涨 10 元/千克，有望增厚公司利润弹性 3.01 亿元。

3. 关注公司医药业务进展，成长可期。公司报告期内利奈唑胺原料药获批，关注公司创新药、创新制剂以及一致性评价进展，将构成公司重要增量。

◆盈利预测与投资评级：我们维持 19-21 年盈利预测，预计公司 2019-2021 年净利润为 8.51/16.38/20.81 亿元，EPS 为 0.88/1.70/2.16 元。维持目标价为 14.71 元，对应 2019 年 17 倍 PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：安全生产风险、维生素产品价格下跌风险、养殖业下游需求变弱的风险、原材料价格波动风险、中美贸易争端风险、汇率波动风险、全球经济持续低于预期、新药审批不达预期，创新药研发失败的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,693	6,859	7,756	9,269	10,205
营业收入增长率	7.83%	20.49%	13.08%	19.52%	10.09%
净利润 (百万元)	253	365	851	1,638	2,081
净利润增长率	-43.76%	44.01%	133.53%	92.45%	27.01%
EPS (元)	0.26	0.38	0.88	1.70	2.16
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.47%	4.77%	10.09%	16.68%	18.23%
P/E	44	31	13	7	5
P/B	1.5	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价时间为 2019 年 08 月 22 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价：11.62/14.71 元

### 分析师

裘孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

[qiuxf@ebsec.com](mailto:qiuxf@ebsec.com)

肖亚平 (执业证书编号：S0930519050006)

021-52523809

[xiaoyaping@mail.ebsec.com](mailto:xiaoyaping@mail.ebsec.com)

### 市场数据

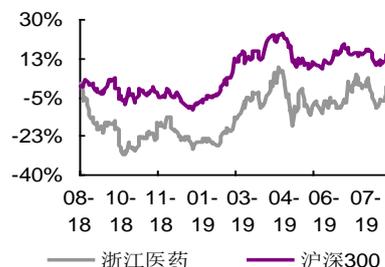
总股本(亿股)：9.65

总市值(亿元)：112.16

一年最低/最高(元)：7.70/12.95

近 3 月换手率：110.12%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.16	7.23	-12.57
绝对	0.78	10.69	1.46

资料来源：Wind

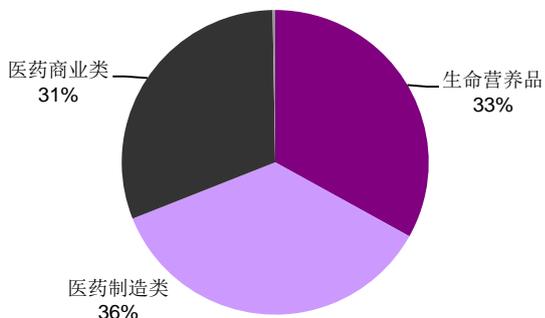
### 相关研报

行业格局变化，有望重启景气大周期 —— 维生素 E 行业投资价值分析报告  
..... 2019-07-11

## 附录

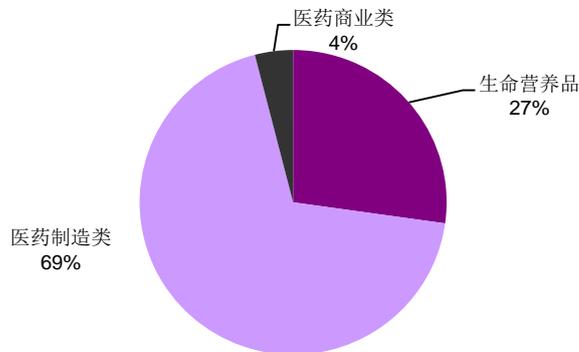
### 公司业务概况

图 1：浙江医药 2019 年上半年业务板块营业收入占比



资料来源：Wind

图 2：浙江医药 2019 年上半年业务板块毛利占比



资料来源：Wind

### 维生素 E 价格（截至至 2019 年 8 月 22 日）

图 3：2007 年至今，国内维生素 E 价格走势（元/千克）



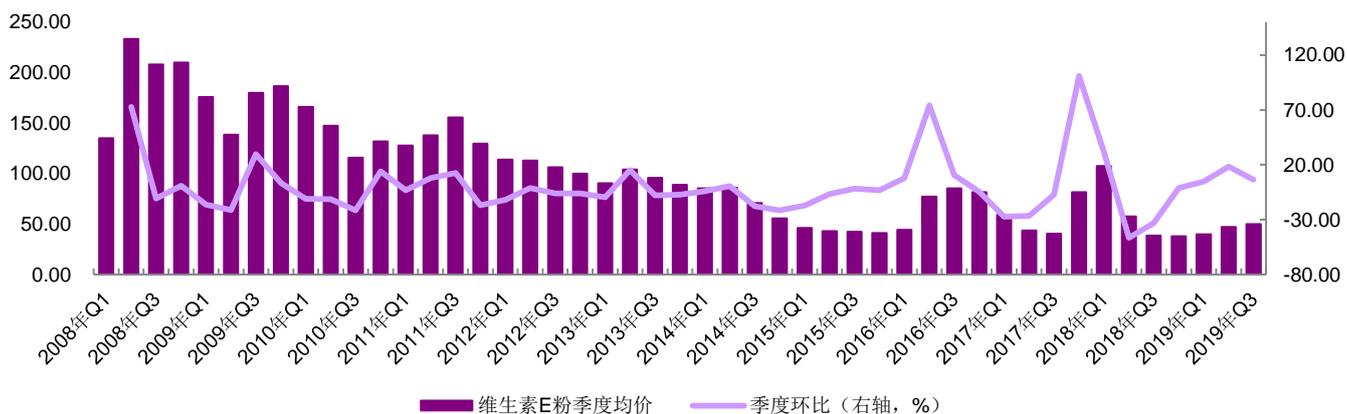
资料来源：Wind

图 4：2008 年至今，国内维生素 E 价格年度均价(元/千克)



资料来源：Wind

图 5：2008 年至今，国内维生素 E 季度均价(元/千克)及环比变化



资料来源：Wind

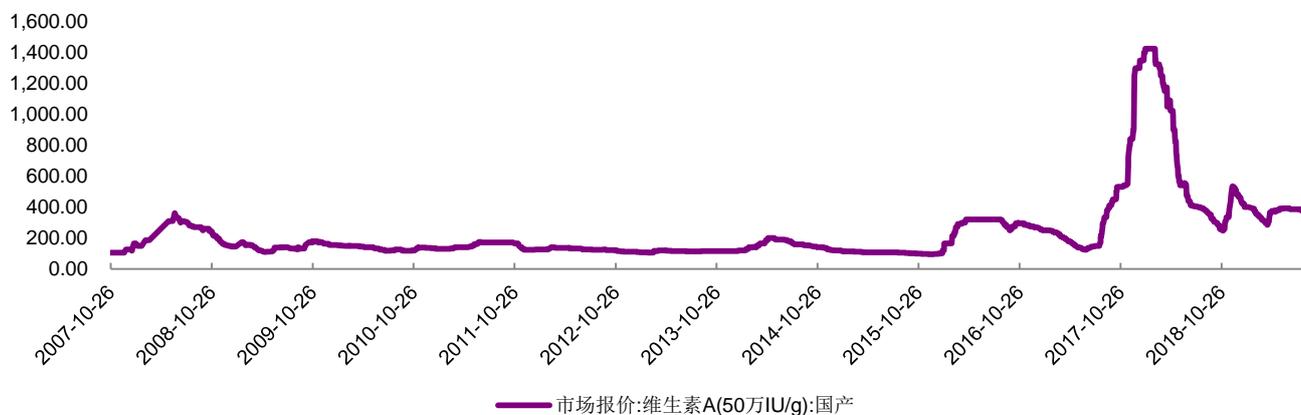
图 6：2008 年至今，国内维生素 E 季度均价(元/千克)及浙江医药单季度扣非净利润 (亿元，右轴)



资料来源：Wind

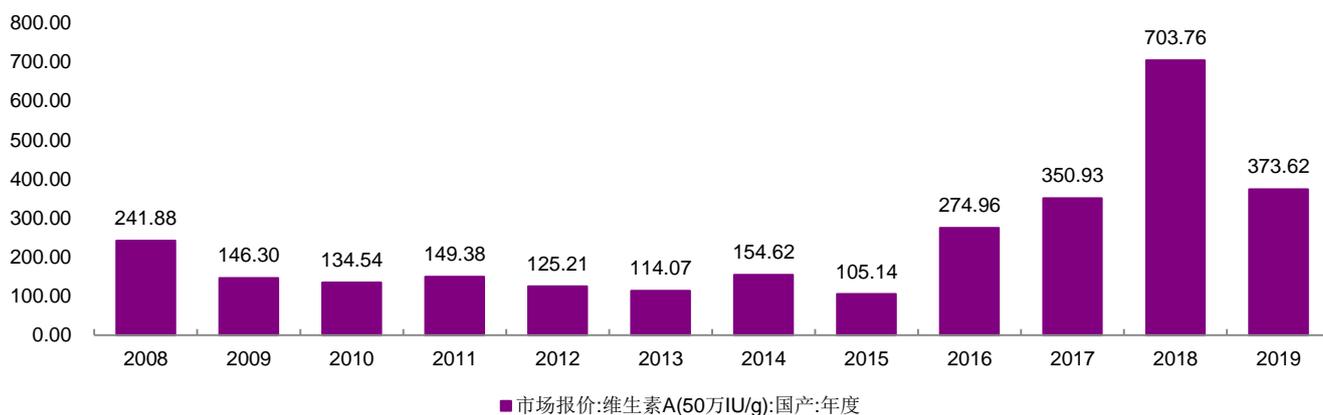
### 维生素 A 价格 (截至至 2019 年 8 月 22 日)

图 7：2007 年至今，国内维生素 A 价格走势 (元/千克)



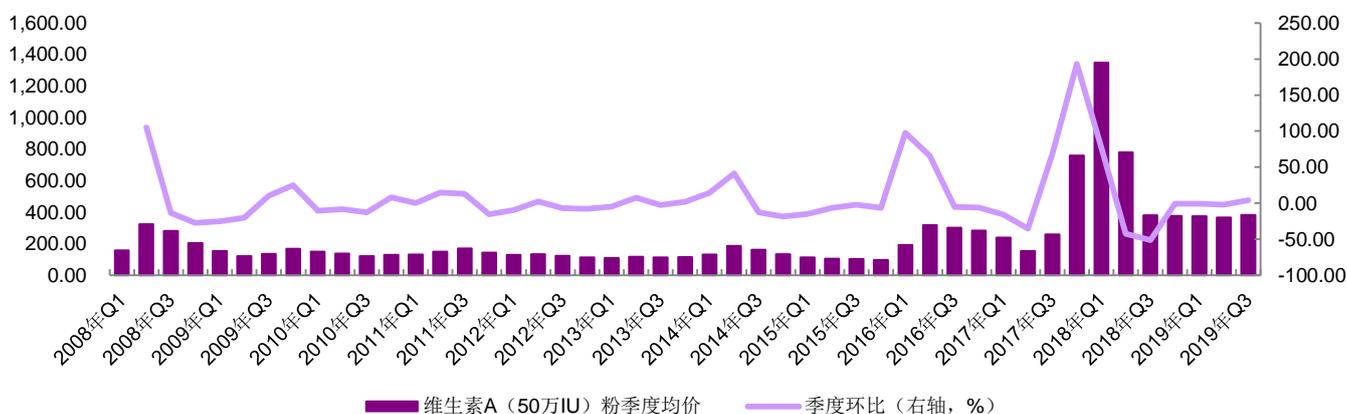
资料来源：Wind

图 8：2008 年至今，国内维生素 A 价格年度均价(元/千克)



资料来源：Wind

图 9：2008 年至今，国内维生素 A 季度均价(元/千克)及环比变化



资料来源：Wind

图 10：2008 年至今，国内维生素 A 季度均价(元/千克)及浙江医药单季度净利润 (亿元，右轴)



资料来源：Wind

### 维生素 D3 价格 (截至至 2019 年 8 月 22 日)

图 11: 2007 年至今, 国内维生素 D3 价格走势 (元/千克)



资料来源: Wind

图 12: 2008 年至今, 国内维生素 D3 价格年度均价(元/千克)



资料来源: Wind

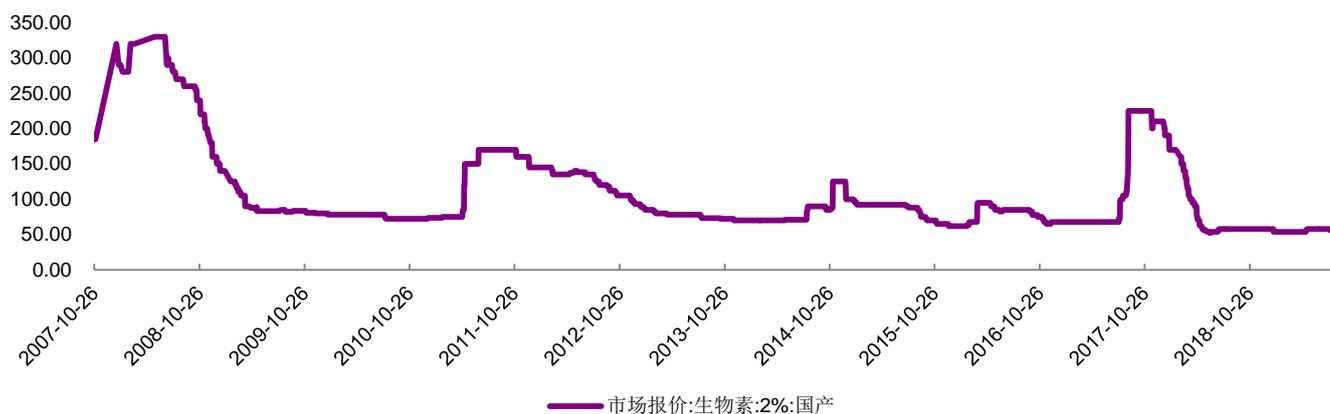
图 13: 2008 年至今, 国内维生素 D3 季度均价(元/千克)及环比变化



资料来源: Wind

生物素价格 (截至至 2019 年 8 月 22 日)

图 14：2007 年至今，国内生物素价格走势 (元/千克)



资料来源：Wind

图 15：2008 年至今，国内生物素价格年度均价(元/千克)

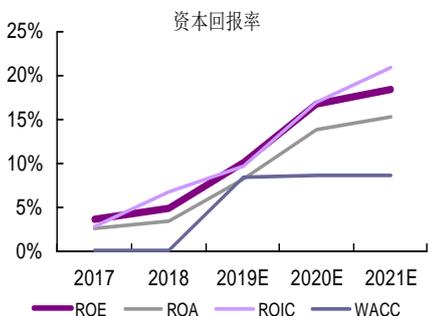
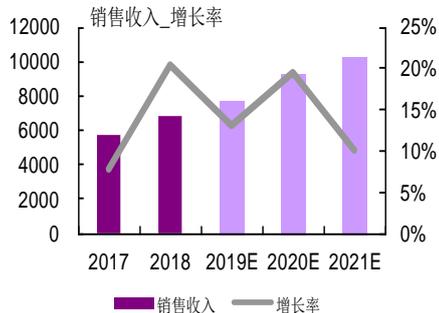
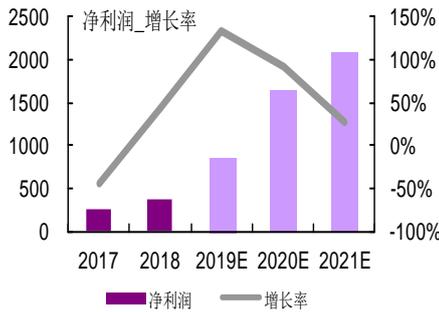
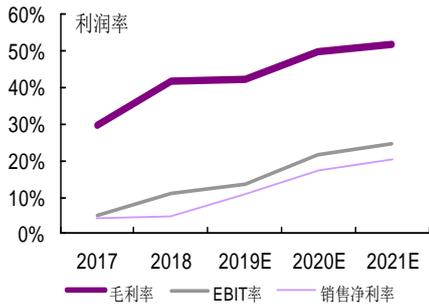


资料来源：Wind

图 16：2008 年至今，国内生物素季度均价(元/千克)及环比变化



资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,693</b>	<b>6,859</b>	<b>7,756</b>	<b>9,269</b>	<b>10,205</b>
营业成本	4,004	3,983	4,479	4,644	4,894
折旧和摊销	376	429	495	513	531
营业税费	56	70	79	95	104
销售费用	655	1,528	1,606	1,711	1,814
管理费用	635	370	720	800	864
财务费用	26	9	-17	-53	-92
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	56	15	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>333</b>	<b>469</b>	<b>1,088</b>	<b>2,074</b>	<b>2,624</b>
<b>利润总额</b>	<b>301</b>	<b>443</b>	<b>1,062</b>	<b>2,048</b>	<b>2,598</b>
少数股东损益	-14	-37	-7	-10	-15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>253</b>	<b>365</b>	<b>851</b>	<b>1,638</b>	<b>2,081</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>9,793</b>	<b>10,048</b>	<b>10,438</b>	<b>11,867</b>	<b>13,515</b>
流动资产	4,513	4,734	5,553	7,195	9,123
货币资金	1,417	1,492	1,939	3,135	4,746
交易型金融资产	1	9	0	0	0
应收帐款	1,301	1,259	1,505	1,798	1,980
应收票据	219	281	310	371	408
其他应收款	153	112	194	232	255
存货	971	1,192	1,209	1,254	1,321
可供出售投资	248	247	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	12	13	14	15
固定资产	3,431	4,033	3,847	3,593	3,315
无形资产	407	408	387	368	350
<b>总负债</b>	<b>2,014</b>	<b>1,964</b>	<b>1,572</b>	<b>1,626</b>	<b>1,697</b>
无息负债	1,605	1,469	1,524	1,615	1,685
有息负债	409	495	48	12	12
<b>股东权益</b>	<b>7,779</b>	<b>8,084</b>	<b>8,866</b>	<b>10,241</b>	<b>11,818</b>
股本	966	965	965	965	965
公积金	2,365	2,515	2,515	2,515	2,515
未分配利润	3,916	4,124	4,831	6,216	7,808
少数股东权益	490	437	430	420	405

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>503</b>	<b>580</b>	<b>1,012</b>	<b>1,724</b>	<b>2,249</b>
净利润	253	365	851	1,638	2,081
折旧摊销	376	429	495	513	531
净营运资金增加	431	553	529	733	480
其他	-558	-767	-863	-1,161	-843
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-832</b>	<b>-465</b>	<b>-72</b>	<b>-291</b>	<b>-241</b>
净资本支出	-568	-417	-400	-300	-250
长期投资变化	10	12	-1	-1	-1
其他资产变化	-274	-59	329	10	10
<b>融资活动现金流</b>	<b>441</b>	<b>-42</b>	<b>-494</b>	<b>-237</b>	<b>-397</b>
股本变化	3	0	0	0	0
债务净变化	-30	86	-447	-36	0
无息负债变化	221	-136	55	91	71
<b>净现金流</b>	<b>97</b>	<b>76</b>	<b>447</b>	<b>1,196</b>	<b>1,611</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	7.83%	20.49%	13.08%	19.52%	10.09%
净利润增长率	-43.76%	44.01%	133.53%	92.45%	27.01%
EBITDA 增长率	-25.05%	84.38%	30.02%	62.21%	20.95%
EBIT 增长率	-48.29%	181.48%	38.31%	89.48%	25.39%
<b>估值指标</b>					
PE	44	31	13	7	5
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	19	10	7	4	3
EV/EBIT	45	16	11	5	4
EV/NOPLAT	56	22	14	7	5
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	2	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	29.66%	41.93%	42.25%	49.90%	52.04%
EBITDA 率	11.40%	17.45%	20.07%	27.23%	29.92%
EBIT 率	4.79%	11.19%	13.69%	21.70%	24.72%
税前净利润率	5.28%	6.46%	13.70%	22.10%	25.46%
税后净利润率 (归属母公司)	4.45%	5.32%	10.98%	17.68%	20.39%
ROA	2.45%	3.26%	8.09%	13.72%	15.28%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.47%	4.77%	10.09%	16.68%	18.23%
经营性 ROIC	2.78%	6.72%	9.48%	16.97%	20.84%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.48	2.51	3.66	4.58	5.55
速动比率	1.95	1.88	2.86	3.78	4.75
归属母公司权益/有息债务	17.82	15.45	176.42	834.29	969.58
有形资产/有息债务	22.75	19.31	210.06	976.40	1117.97
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.26	0.38	0.88	1.70	2.16
每股红利	0.08	0.15	0.26	0.51	0.64
每股经营现金流	0.52	0.60	1.05	1.79	2.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.35	0.17	0.23	1.13	1.88
每股净资产	7.55	7.92	8.74	10.17	11.82
每股销售收入	5.90	7.11	8.03	9.60	10.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼