

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

浙江医药(600216)

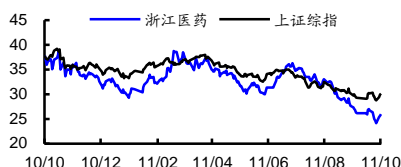
2011年三季度报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2011年10月27日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	450.1/450.1
总市值(百万元)	11,683.6/11,683.5
沪深300/深圳成指	2,427.48/10,315.75
12个月最高/最低(元)	38.74/24.14

相关研究报告:

《浙江医药-600216-合资开发哮喘新药, 制药业务发展步伐加快》——2011-7-7

《浙江医药-600216-定增有望推动业务转型升级》——2011-7-4

《浙江医药-600216-受益维生素提价, 新业务是未来亮点》——2011-6-7

联系人: 胡博新

电话: 0755-82133263

E-mail: hubx@guosen.com.cn

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

季报点评

停产检修致业绩下滑

前三季度收入增长0.75%, 净利下滑6.80%

公司前三季度实现营业收入 35.88 亿元 (+0.75%); 利润总额 9.49 亿元 (-7.10%); 归属于母公司股东净利润 8.09 亿元 (-6.80%), 实现 EPS1.80 元。由于 8 月份停产检修 1 个月, VE/VA 销量下滑, 因此总体业绩下滑, 低于我们的预期。前三季度综合毛利率为 36.50%, 同比下降 4.10 个百分点。毛利率下滑主要是高毛利率的 VA/VE 销量同比减少, 收入比重降低, 而 VE/VA 的毛利率则环比上升。

VE/VA 提价开始体现, 部分对冲停产影响

受 8 月份新昌制药厂和袍江维生素厂停产的影响, 11 年 Q3, VE、VA 销量环比减少 30%, 而公司 Q3 收入下滑 11.6%, 归属母公司净利润下滑 25.6%。总体净利下滑幅度少于 VE/VA 销量下滑, 原因是 VE/VA 提价在三季度逐步体现。7、8 月 VE 出口价格分别达到 19.0 和 19.4 美元/kg, 分别提高了 4.97% 和 5.43%。

4 季度 VE 提价效应仍将体现, 全年业绩仍有望实现正增长

公司公告已经说明停产检修不会影响主要产品的全年计划生产量, 预计 VE、VA 销量将在 4 季度恢复。目前, 下游配合饲料生产保持稳健增长, 10 月份维生素需求依然旺盛。价格方面, 10 年 Q4, VE 均价只有 16.98 美元/kg, 只要 Q4 出口均价维持目前 19 美元/kg, 全年公司业绩仍有望实现正增长。

风险提示

VE/VA 出口货源返销风险; VE 价格下跌风险;

目前估值偏低, 维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 11-13 年 EPS 为 2.77/3.10/3.33 元, 对应 11-13 年 PE 为 9/8/8。虽然 VE、VA 价格进入平台期, 公司 Q3 业绩也受到停产影响而有所下滑, 但公司当前估值不足 10 倍, 已经基本反应了上述风险。未来在 VE 价格稳定的基础上, 公司仍有望通过发展特色原料药和产业升级, 实现业绩平稳增长, 维持“谨慎推荐”评级。

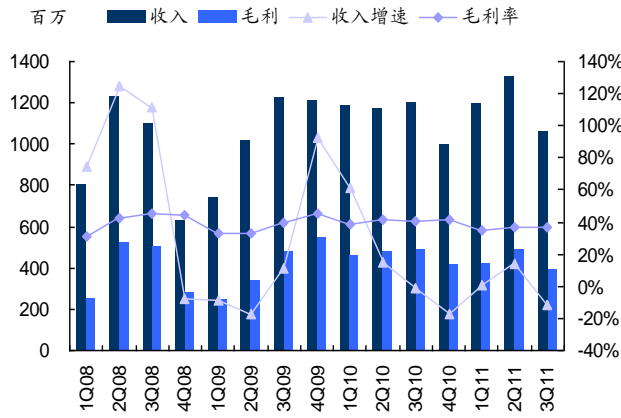
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,183.74	4,558.27	4,814	5,227	5,538
(+/-%)	11.24%	8.95%	5.6%	8.6%	6.0%
净利润(百万元)	1,213.75	1,144.71	1,245	1,395	1,499
(+/-%)	24.79%	-5.69%	8.8%	12.0%	7.5%
每股收益(元)	2.70	2.54	2.77	3.10	3.33
EBIT Margin	33.99%	29.39%	29.8%	31.0%	31.1%
净资产收益率 (ROE)	42.60%	29.68%	26.9%	25.3%	23.3%
市盈率 (PE)	9.63	10.21	9.4	8.4	7.8
EV/EBITDA	7.65	7.93	8.5	7.3	6.6
市净率 (PB)	4.10	3.03	2.52	2.12	1.81

独立性声明:

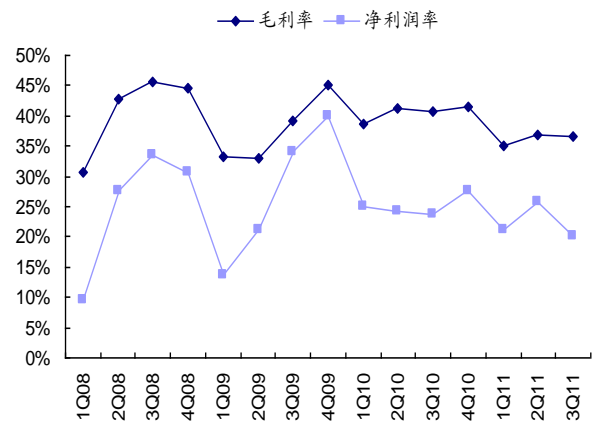
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图 1: 08Q1-11Q3 收入和毛利



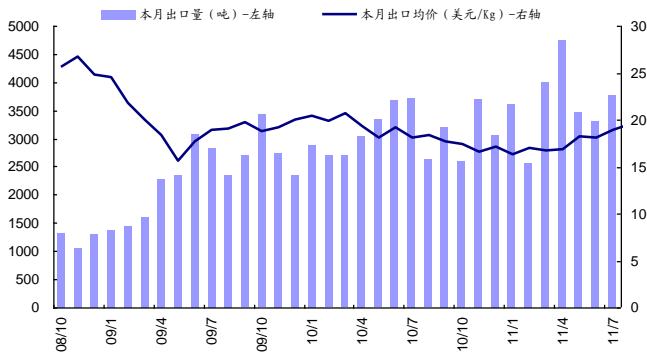
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 08Q1-11Q3 毛利率和净利率



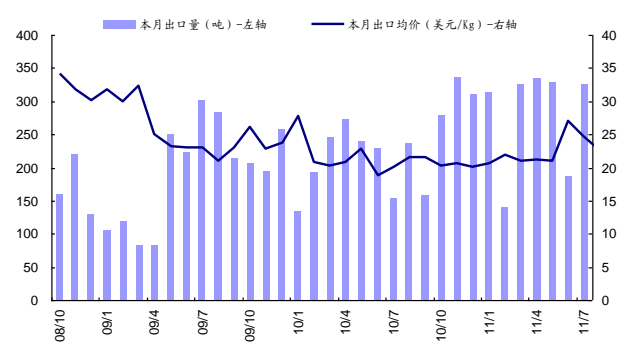
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 3: 08.10-11.08 VE 出口价格趋势



资料来源: 海关数据, 国信证券经济研究所整理

图 4: 08.10-11.08 VA 出口价格趋势



资料来源: 海关数据, 国信证券经济研究所整理

表 1: 浙江医药分产品盈利预测 单位: 百万

收入预测 (百万)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
VE 类						
收入	1920	2208	2199	2205	2340	2358
增长率		15.0%	-0.4%	0.3%	6.1%	0.8%
销量	17400	17000	17500	17500	18000	18000
单价	110	130	126	126	130	131
提价幅度		18%	-3%	0.3%	3.2%	0.8%
毛利率	58.3%	58.1%	56.2%	55.6%	56.9%	57.3%
VA 类						
收入	172	200	199	198	203	205
增长率		16.2%	-0.5%	-0.1%	2.4%	0.8%
销量	1500	1600	1600	1600	1600	1600
单价	115	125	124	124	127	128
提价幅度		9%	0%	-0.1%	2.4%	0.8%
毛利率	28.3%	28.2%	21.5%	25.8%	27.6%	27.3%
VH 类						

收入	267	150	150	160	160	160
增长率		-43.9%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%
销量	50	50	50	50	50	50
单价	5345	3000	3000	3200	3200	3200
提价幅度		-44%	0%	6.7%	0.0%	0.0%
毛利率	18.2%	37.6%	18.0%	18.8%	18.8%	18.8%
天然 VE						
收入	89	107	123	143	166	192
增长率		19.9%	15.1%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利率	15.3%	5.3%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
来立信						
收入	105	121.3	100	100	100	100
增长率		15.1%	-17.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	47.1%	48.2%	45.0%	44.0%	40.0%	40.0%
万古霉素						
收入	73	89.43	140	196	264	330
增长率		22.8%	56.3%	40.0%	35.0%	25.0%
毛利率	28.8%	34.7%	50.9%	51.0%	60.0%	60.0%
其他						
收入	1135	1309	1648	1813	1994	2193
增长率		15.3%	25.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	33.0%	30.7%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
收入合计						
	3761	4184	4558	4814	5227	5538
增长率		11.2%	9.0%	5.6%	8.6%	6.0%
毛利率	44.6%	45.2%	41.4%	40.8%	41.7%	41.5%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1443	1500	1650	1783
应收款项	801	1129	1225	1298
存货净额	497	1483	1576	1670
其他流动资产	107	88	96	101
流动资产合计	2848	4200	4547	4852
固定资产	1242	1510	1754	1972
无形资产及其他	39	37	36	34
投资性房地产	492	492	492	492
长期股权投资	16	46	76	106
资产总计	4637	6285	6905	7456
短期借款及交易性金融负债	0	739	435	0
应付款项	422	535	568	602
其他流动负债	243	259	275	290
流动负债合计	665	1533	1279	892
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	108	113	118	122
长期负债合计	108	113	118	122
负债合计	774	1646	1396	1014
少数股东权益	6	5	4	3
股东权益	3857	4634	5504	6439
负债和股东权益总计	4637	6285	6905	7456

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	2.54	2.77	3.10	3.33
每股红利	0.80	1.04	1.17	1.25
每股净资产	8.57	10.30	12.23	14.31
ROIC	35%	27%	25%	24%
ROE	30%	27%	25%	23%
毛利率	41%	41%	42%	41%
EBIT Margin	31%	30%	31%	31%
EBITDA Margin	34%	33%	34%	35%
收入增长	9%	6%	9%	6%
净利润增长率	-6%	9%	12%	7%
资产负债率	17%	26%	20%	14%
息率	3.1%	4.0%	4.5%	4.8%
P/E	10.2	9.4	8.4	7.8
P/B	3.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.0	8.5	7.3	6.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4558	4814	5227	5538
营业成本	2673	2852	3046	3242
营业税金及附加	41	35	38	40
销售费用	205	130	136	133
管理费用	213	363	388	400
财务费用	46	(5)	3	(16)
投资收益	7	20	20	20
资产减值及公允价值变动	(31)	(7)	(7)	(7)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1356	1454	1629	1752
营业外净收支	(23)	10	10	10
利润总额	1333	1464	1639	1762
所得税费用	190	220	246	264
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	1145	1245	1395	1499

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1145	1245	1395	1499
资产减值准备	(14)	6	5	5
折旧摊销	134	139	164	189
公允价值变动损失	31	7	7	7
财务费用	46	(5)	3	(16)
营运资本变动	(188)	(1157)	(138)	(114)
其它	13	(7)	(6)	(6)
经营活动现金流	1121	234	1427	1580
资本开支	(155)	(418)	(418)	(418)
其它投资现金流	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(155)	(448)	(448)	(448)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(120)	0	0	0
支付股利、利息	(359)	(468)	(525)	(564)
其它融资现金流	495	739	(304)	(435)
融资活动现金流	(464)	271	(829)	(999)
现金净变动	502	57	150	133
货币资金的期初余额	942	1443	1500	1650
货币资金的期末余额	1443	1500	1650	1783
企业自由现金流	1014	(216)	984	1121
权益自由现金流	1389	528	678	700

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
交通运输		银行		闫莉	010-88005316
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	房地产	
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	方焱	0755-82130648
岳鑫	0755-82130432			区瑞明	0755-82130678
周俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755-82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟					
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勍	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
轻工		家电		建筑	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390
邵达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	刘萍	0755-82130678
计算机及电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
欧阳仕华	0755-82151833				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098		
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741	周琦	0755-82133568
孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
		吴美玉	010-66026319		
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163	秦国文	0755-82133528
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	韦敏	0755-82130833-3772
刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165	张璐楠	0755-82130833-1379
潘小果	0755-82130843	郑亚斌			
蔡乐祥	0755-82130833-1368				
钱晶	0755-82130833-1367				

数据与系统支持

赵斯尘 021-60875174
徐左乾 0755-82133090
李扬之 0755-82136165
陈爱华 0755-82133397
袁 剑 0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦 戩 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
杨 柳 010-66026341 18601241651 yangliu11@hotmail.com	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn