

2012年08月08日

化学制药

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 22.60

# 浙江医药(600216)

## VE 提价 15%，募投项目优化业务结构

医药: 俞向兵

执业证书编号: S0890511070001

电话: 021-68778227

邮箱: yuxiangbing@cnhbstock.com

医药: 曾凤

电话: 021-68778272

邮箱: zengfeng@cnhbstock.com

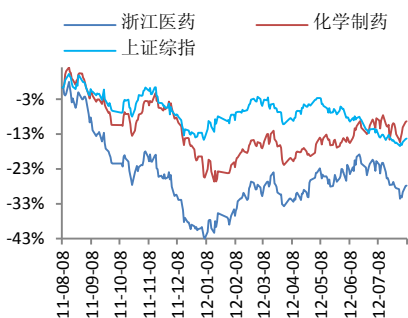
联系人: 曾凤

电话: 021-68778272

### 公司基本数据

总股本(万股)	45006.00
流通 A 股/B 股(万股)	45005.76/0.00
资产负债率(%)	13.78
每股净资产(元)	10.35
市净率(倍)	2.18
净资产收益率(加权)	6.17
12 个月内最高/最低价	34.29/18.1

### 股价走势图



### 相关研究报告

### ◎事项:

◆8月7日, 公司发布 VE 提价公告。从即日起, 提高 VE 的对外报价, VE 系列产品的报价在现有价格的基础上统一提高 15%。预计本次提价后的新订单从 2012 年 9 月份开始执行。

### ◎主要观点:

◆ **VE 提价 15%，短期内市场格局不变。** 维生素 E 为浙江医药股份有限公司（以下简称“公司”）的主导产品。从即日起, VE 系列产品的报价在现有价格的基础上统一提高 15%，预计新订单从 2012 年 9 月份开始执行。VE 生产进入门槛高, 目前由 DSM、浙江医药、新和成和 BASF 形成寡头垄断格局, 价格波动趋向平稳。此次提价可提升 VE 业务毛利率。

◆ **生命营养品业务供不应求，募投项目助产能提升。** 公司掌握多种生命营养品（天然 VE、番茄红素、叶黄素、玉米黄素、斑蝥黄素、β胡萝卜素和辅酶 Q10）的生产技术。2011 年天然 VE 系列和 β胡萝卜素系列收入分别达到 1.6 和 1.5 亿元。与主要竞争对手 DSM 等相比, 公司的生命营养品业务质量高, 价格相对便宜 10%~20%。市场需求持续增长, 目前一定程度受限于产能限制, 产品供不应求。未来募投项目的实施将促进生命营养品业务产能提升。

◆ **募投项目加快公司业务结构转型。** 公司拟非公开发行股票数量不超过 7,000 万股, 发行价格不低于 18.73 元/股, 募集资金总额不超过人民币 16 亿元, 全部用于下属全资子公司浙江昌海公司实施“生命营养品、特色原料药及制剂出口基地建设项目”。增发项目已获证监会核准。公司 2011 年制剂业务销售收入 15.13 亿元, 制剂业务占比逐年提升, 是公司未来发展的战略重心。募投项目中的生命营养品业务及制剂出口业务的开拓和发展将逐步提升公司估值。

◆ **盈利预测及投资建议。** 我们预计公司 2012-2014 年分别实现 EPS 2.61, 2.93 和 3.30 元。对应公司目前股价的 PE 估值分别为 9X, 8X 和 7X。目前公司具有较高的估值安全边际。未来向制剂业务的进一步渗透将提高公司盈利能力和估值倍数, 给予“持有”评级。给予公司 2012 估值提升至 11X, 目标价 28.71 元。

	2010A	2011A	2012Q1	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	4558.27	4825.97	1421.16	5308.57	5839.42	6423.36
同比增速(%)	8.95	5.87	14.79	10.00	10.00	10.00
净利润(百万)	1144.71	1012.48	279.13	1172.73	1317.97	1485.55
同比增速(%)	-5.69	-11.55	36.89	15.83	12.38	12.72
毛利率(%)	41.37	37.49	31.39	38.00	38.00	38.00
每股盈利(元)	2.54	2.25	0.62	2.61	2.93	3.30
ROE(%)	29.60	23.09	5.98	22.18	20.66	19.55
PE(倍)	0.00	0.00		8.67	7.72	6.85

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3424.39	4404.38	5532.41	6843.28
现金	1593.15	2644.11	3404.93	4671.37
应收账款	846.76	922.76	1023.71	1117.41
其它应收款	47.41	23.37	54.48	31.16
预付账款	104.15	88.89	123.46	112.59
存货	692.71	623.82	776.28	791.15
其他	140.22	101.43	149.55	119.60
<b>非流动资产</b>	1774.68	1747.83	1761.09	1755.04
长期投资	0.18	-14.82	-25.16	-38.74
固定资产	1247.87	1270.64	1294.64	1310.09
无形资产	75.04	79.86	84.15	89.75
其他	451.59	412.15	407.47	393.94
<b>资产总计</b>	5199.08	6152.21	7293.50	8598.32
<b>流动负债</b>	726.95	799.36	831.71	922.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	499.44	513.27	593.86	623.42
其他	227.52	286.09	237.86	299.54
<b>非流动负债</b>	71.68	74.00	84.71	76.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	71.68	74.00	84.71	76.80
<b>负债合计</b>	798.63	873.36	916.42	999.76
少数股东权益	9.56	14.26	19.56	25.52
归属母公司股东权益	4390.89	5293.58	6386.52	7602.04
<b>负债和股东权益</b>	5199.08	6181.21	7322.50	8627.32

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	786.58	1464.17	1118.81	1643.06
净利润	1015.92	1177.44	1323.26	1491.52
折旧摊销	148.44	131.28	147.07	164.12
财务费用	27.05	10.76	-8.98	-44.06
投资损失	-10.52	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	-365.43	143.32	-334.69	46.72
其它	-28.87	11.37	2.16	-5.23
<b>投资活动现金流</b>	-93.67	-133.49	-144.04	-148.90
资本支出	198.18	10.21	6.41	21.30
长期投资	15.40	15.00	10.34	13.58
其他	119.91	-108.28	-127.29	-114.02
<b>筹资活动现金流</b>	-514.26	-279.73	-213.96	-227.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-514.26	-279.73	-213.96	-227.72
<b>现金净增加额</b>	178.65	1050.96	760.82	1266.44

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	4825.97	5308.57	5839.42	6423.36
营业成本	3016.49	3291.31	3620.44	3982.49
营业税金及附加	29.17	37.16	40.88	44.96
营业费用	200.12	217.65	233.58	256.93
管理费用	336.49	345.06	367.88	391.83
财务费用	27.05	10.76	-8.98	-44.06
资产减值损失	33.35	34.51	37.96	41.75
公允价值变动收益	-0.37	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.52	10.00	10.00	10.00
<b>营业利润</b>	1193.45	1382.12	1557.67	1759.47
营业外收入	31.68	30.00	25.00	20.00
营业外支出	36.99	35.00	35.00	35.00
<b>利润总额</b>	1188.14	1377.12	1547.67	1744.47
所得税	172.22	199.68	224.41	252.95
<b>净利润</b>	1015.92	1177.44	1323.26	1491.52
少数股东损益	3.45	4.71	5.29	5.97
<b>归属母公司净利润</b>	1012.48	1172.73	1317.97	1485.55
<b>EBITDA</b>	1288.78	1444.85	1604.00	1787.44
<b>EPS (元)</b>	2.25	2.61	2.93	3.30

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.87%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	-11.99%	15.81%	12.70%	12.95%
归属母公司净利润	-11.55%	15.83%	12.38%	12.72%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.49%	38.00%	38.00%	38.00%
净利率	21.05%	22.18%	22.66%	23.22%
ROE	23.09%	22.18%	20.66%	19.55%
ROIC	22.09%	21.13%	19.44%	18.21%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.36%	14.20%	12.56%	11.63%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.71	5.51	6.65	7.41
速动比率	3.76	4.73	5.72	6.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	0.94	0.87	0.81
应收帐款周转率	6.06	6.00	6.00	6.00
应付帐款周转率	6.59	6.50	6.54	6.54
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.25	2.61	2.93	3.30
每股经营现金	1.75	3.25	2.49	3.65
每股净资产	9.78	11.79	14.23	16.95
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	8.67	7.72	6.85
P/B	0.00	1.92	1.59	1.34
EV/EBITDA	-1.21	5.23	4.24	3.10

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

**投资评级的说明**

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

**机构业务部咨询经理**

机构业务部咨询经理		
<b>上海</b>	<b>北京</b>	<b>深圳</b>
宋歌	程楠	袁月
021-6877 8081	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

**风险提示及免责声明：**

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。