

# 中期业绩符合预期，维生素业务具有向上弹性

——浙江医药中报点评

半年报点评

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

李啸(联系人)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280118070022

## ● 事件:

公司公告2019年中报,2019年上半年公司实现营业收入35.86亿,同比增长5.69%,归母净利润2.81亿,同比下降40.09%;单季度来看,二季度实现营业收入18.67亿,环比上升8.61%,归母净利润1.48亿,环比上升11.28%。

## ● 维生素价格回归合理区间,医药制造稳步发展,公司业绩符合预期

2019年以来维生素A及维生素E价格逐渐回归合理区间,2019年上半年维生素A市场均价约373.5元/千克,同比下降65.13%;维生素E市场均价约为43.5元/千克,同比下降47.37%。产品价格下滑使得公司生命营养品业务收入下滑16.37%,毛利率下滑22.55%,是公司业绩下滑的主要原因。2018年产品价格非理性上涨,抬高了公司2018年业绩基数,目前价格回落至合理区间,公司业绩下降符合预期。

公司医药制造类和医药商业类营收分别保持了18.32%、25.32%的增速,毛利率也基本与2018年同期持平,上半年医药业务平稳发展:左氧氟沙星片已完成工艺验证;恩格列净原料药及片剂完成工艺开发;取得新生产批准文号3个。

## ● 维生素业务仍有向上弹性,医药业务未来可期,维持“强烈推荐”评级

公司现有1000吨维生素A(280UI),产品价格每上涨10元/千克,公司业绩增厚约3400万,4万吨维生素E粉(50%VE),产品价格每上涨1元/千克,公司业绩增厚约3400万。昌海园区维生素在建项目将逐步投产,包括维生素A衍生物、D-生物粉、VD3等共32180吨维生素制品。

医药业务方面,凭借完善的营销网络,公司优势产品将持续增长,未来也有望推出更多潜力品种。我们预计公司2019-2021年净利润分别为5.67、6.32、7.30亿,当前股价对应PE分别为20、18、15倍,维持“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示:产品价格下降,医药产品审批缓慢

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,693	6,859	7,707	8,699	9,840
增长率(%)	7.8	20.5	12.4	12.9	13.1
净利润(百万元)	253	365	567	632	730
增长率(%)	-43.8	44.0	55.6	11.5	15.5
毛利率(%)	29.7	41.9	38.3	38.3	38.2
净利率(%)	4.4	5.3	7.4	7.3	7.4
ROE(%)	3.1	4.0	6.4	6.7	7.1
EPS(摊薄/元)	0.26	0.38	0.59	0.65	0.76
P/E(倍)	44.3	30.8	19.8	17.7	15.4
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源:新时代证券研究所

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.08.23

收盘价(元):	11.82
一年最低/最高(元):	7.81/13.14
总股本(亿股):	9.65
总市值(亿元):	114.09
流通股本(亿股):	9.56
流通市值(亿元):	112.99
近3月换手率:	113.8%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	0.47	6.75	-13.22
绝对	0.78	10.7	1.45

### 相关报告

《维生素价格继续上行,业绩向上弹性大》2018-02-26

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4513</b>	<b>4734</b>	<b>4968</b>	<b>5464</b>	<b>6184</b>	<b>营业收入</b>	<b>5693</b>	<b>6859</b>	<b>7707</b>	<b>8699</b>	<b>9840</b>
现金	1417	1492	1156	1305	1476	营业成本	4004	3983	4755	5364	6078
应收票据及应收账款合计	1520	1540	1834	2080	2289	营业税金及附加	56	70	77	87	98
其他应收款	153	112	186	150	230	营业费用	655	1528	1695	1914	2165
预付账款	29	33	36	42	47	管理费用	635	370	385	435	492
存货	<b>971</b>	<b>1192</b>	<b>1390</b>	<b>1523</b>	<b>1778</b>	研发费用	0	322	250	250	250
其他流动资产	424	365	365	365	365	财务费用	26	9	-2	-0	19
<b>非流动资产</b>	<b>5280</b>	<b>5314</b>	<b>5594</b>	<b>5933</b>	<b>6282</b>	资产减值损失	70	141	0	0	0
长期投资	10	12	14	15	17	公允价值变动收益	0	-0	-0	0	-0
固定资产	3431	4033	4287	4595	4923	其他收益	33	20	13	17	21
无形资产	407	408	410	413	406	投资净收益	56	15	77	37	46
其他非流动资产	1433	862	883	909	936	<b>营业利润</b>	<b>333</b>	<b>469</b>	<b>634</b>	<b>702</b>	<b>802</b>
<b>资产总计</b>	<b>9793</b>	<b>10048</b>	<b>10561</b>	<b>11397</b>	<b>12466</b>	营业外收入	2	2	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1817</b>	<b>1887</b>	<b>2006</b>	<b>2346</b>	<b>2849</b>	营业外支出	34	28	0	0	0
短期借款	275	375	121	441	552	<b>利润总额</b>	<b>301</b>	<b>443</b>	<b>634</b>	<b>702</b>	<b>802</b>
应付票据及应付账款合计	921	828	1159	1201	1424	所得税	61	116	95	105	120
其他流动负债	621	685	726	704	873	<b>净利润</b>	<b>240</b>	<b>327</b>	<b>539</b>	<b>597</b>	<b>682</b>
<b>非流动负债</b>	<b>197</b>	<b>76</b>	<b>77</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	少数股东损益	-14	-37	-28	-35	-48
长期借款	120	12	12	13	14	<b>归属母公司净利润</b>	<b>253</b>	<b>365</b>	<b>567</b>	<b>632</b>	<b>730</b>
其他非流动负债	77	65	65	65	65	EBITDA	659	852	996	1129	1304
<b>负债合计</b>	<b>2014</b>	<b>1964</b>	<b>2083</b>	<b>2423</b>	<b>2927</b>	EPS(元)	0.26	0.38	0.59	0.65	0.76
少数股东权益	490	437	409	374	326						
股本	966	965	965	965	965	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	1279	1349	1349	1349	1349	<b>成长能力</b>					
留存收益	5002	5290	5653	6051	6500	营业收入(%)	7.8	20.5	12.4	12.9	13.1
归属母公司股东权益	7289	7647	8069	8599	9212	营业利润(%)	-39.7	40.9	35.2	10.7	14.2
<b>负债和股东权益</b>	<b>9793</b>	<b>10048</b>	<b>10561</b>	<b>11397</b>	<b>12466</b>	归属于母公司净利润(%)	-43.8	44.0	55.6	11.5	15.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	29.7	41.9	38.3	38.3	38.2
						净利率(%)	4.4	5.3	7.4	7.3	7.4
						ROE(%)	3.1	4.0	6.4	6.7	7.1
						ROIC(%)	3.8	5.0	7.8	7.9	8.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	20.6	19.5	19.7	21.3	23.5
						净负债比率(%)	-12.3	-11.8	-11.5	-9.0	-9.0
						流动比率	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2
						速动比率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	4.3	4.5	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	4.3	4.6	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.26	0.38	0.59	0.65	0.76
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.50	0.78	0.70	1.05
						每股净资产(最新摊薄)	7.55	7.92	8.36	8.91	9.54
						<b>估值比率</b>					
						P/E	44.3	30.8	19.8	17.7	15.4
						P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	16.3	12.6	10.7	9.6	8.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**程磊**，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>