

化学原料药

周锐 S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

浙江医药

600216

推荐

VE 维持景气，专利药和制剂出口值得关注

浙江医药 09 年归属于母公司的净利润同比增长 24.79%，实现每股收益 2.70 元，分配预案为 10 派 8 元。

6-12 个月目标价： 40.00 元

当前股价： 32.40 元

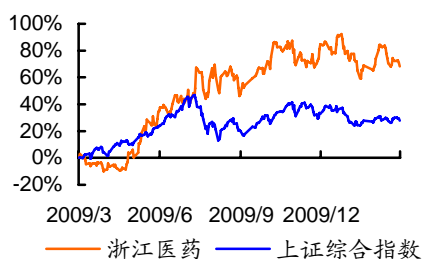
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3059.72
总股本(百万)	450
流通股本(百万)	450
流通市值(亿)	146
EPS (TTM)	2.05
每股净资产(元)	4.03
资产负债率	44.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
浙江医药	-2.32	-8.03	15.14
上证综合指数	0.25	-2.60	7.78



相关报告

20091009 行业研究 - 医药 - 关注基本药物目录和原料药价格上涨两大投资主题  
20090521 行业研究 - 维生素 E 原料药价格回升趋势明确，关注新和成&浙江医药

投资要点:

- **VE 市场回暖推动利润增长。**公司合成 VE 系列收入同比增长 15%，占公司业务收入比重达到 52.7%，占公司毛利比重高达 67.8%，是公司利润的最主要来源；
- **09 年 4 季度单季实现利润达历史最高水平；**09 年 4 季度公司实现每股收益 1.07 元，归属于母公司的净利润达到历史最高水平；
- **新药研发和工艺改进取得重大进展。**公司专利药物昌欣沙星进入一期临床；异植物醇质量大幅提高，万古霉素和替考拉宁发酵水平大幅提高，β胡萝卜素成本将大幅降低。
- **仙琚药业上市提升公司价值。**浙药拥有仙琚制药 6.75% 的股权，仙琚药业的上市使得公司该部分股权价值提升 1.41 亿，未来有可能为公司贡献大量投资收益。
- **维持推荐的投资评级。**2 季度维生素 E 正处于景气回升过程中，预计 2010 年公司净利润仍能实现增长，同时浙江医药在专利药方面具有昌欣沙星、甲磺酸普萘替尼等品种，在制剂出口方面也有可能实现突破，公司估值在医药板块中最低，维持推荐的投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4184	4952	5608	6220
同比(%)	11%	18%	13%	11%
归属母公司净利润(百万元)	1214	1388	1495	1582
同比(%)	25%	14%	8%	6%
毛利率(%)	45.2%	43.0%	41.5%	39.6%
ROE(%)	42.6%	35.8%	30.2%	26.0%
每股收益(元)	2.70	3.08	3.32	3.51
P/E	12.01	10.50	9.75	9.22
P/B	5.12	3.76	2.94	2.39
EV/EBITDA	9	8	7	7

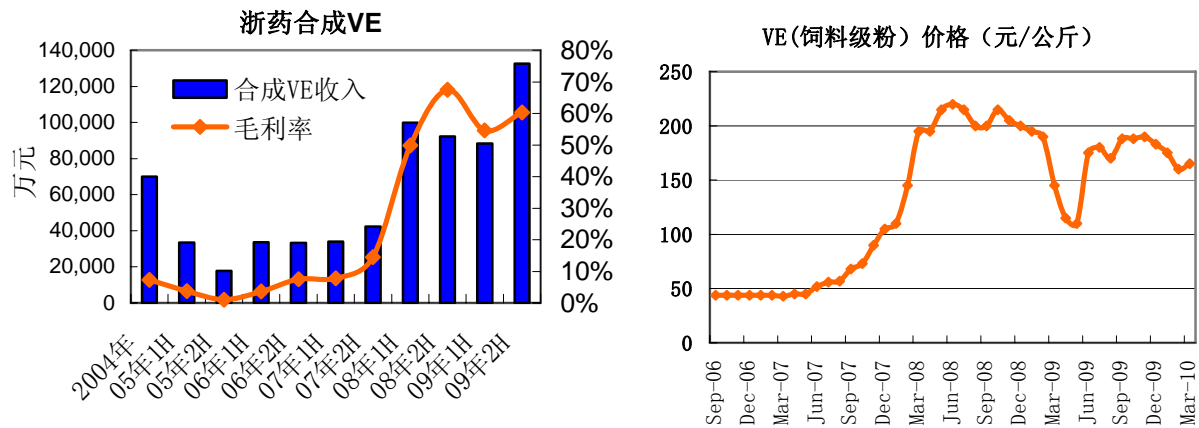
资料来源：中投证券研究所

表 1: 浙江医药的季度数据

财务指标 (万)	08 年 1Q	08 年 2Q	08 年 3Q	08 年 4Q	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	4Q 同 比	4Q 环 比
营业总收入	80650	123332	109536	62585	73822	101769	122085	120698	92.9%	-1.1%
营业成本	55818	61147	53208	38310	49361	68349	62975	48517	26.6%	-23.0%
营业费用	5736	5748	10629	-6038	5894	3748	3922	2291	-138%	-41.6%
管理费用	4825	6158	3859	3199	4620	3587	3753	6682	108.9%	78.0%
财务费用	3627	3929	3667	3238	1517	-24	57	779	-75.9%	1279.6%
营业利润	9929	46018	37854	19377	11596	25440	50525	57539	196.9%	13.9%
利润总额	9812	45570	37807	18933	11934	25393	49111	55762	194.5%	13.5%
所得税	2112	11479	1011	-210	1860	3836	7687	7462	-3653%	-2.9%
归属于母公司净利润	7707	34000	36658	18897	10220	21510	41461	48184	155.0%	16.2%
毛利率	30.8%	50.4%	51.4%	38.8%	33.1%	32.8%	48.4%	59.8%	21.0%	11.4%
营业费用率	7.1%	4.7%	9.7%	-9.6%	8.0%	3.7%	3.2%	1.9%	11.5%	-1.3%
管理费用率	6.0%	5.0%	3.5%	5.1%	6.3%	3.5%	3.1%	5.5%	0.4%	2.5%
财务费用率	4.5%	3.2%	3.3%	5.2%	2.1%	0.0%	0.0%	0.6%	-4.5%	0.6%
利润率	12.2%	36.9%	34.5%	30.3%	16.2%	25.0%	40.2%	46.2%	15.9%	6.0%
实际所得税率	21.5%	25.2%	2.7%	-1.1%	15.6%	15.1%	15.7%	13.4%	14.5%	-2.3%
EPS	0.17	0.76	0.81	0.42	0.23	0.48	0.92	1.07	0.65	0.15

资料来源：浙江医药历年报表、中投证券研究所 环比除了比率数据为绝对变化，其他为相对变化

图 1: 浙江医药合成 VE 销售收入和毛利率及市场价格变化



资料来源：浙江医药历年报表 中投证券研究所

表 2: 浙江医药分产品预测

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
合成 VE	220766	263646	290011	304511
毛利率	58.1%	57.6%	55.5%	53.3%
VA 系列	19967	22962	25258	27784
毛利率	28.2%	28.0%	28.0%	28.0%
天然 VE 系列	10691	11761	12701	13718
毛利率	5.3%	10.0%	10.0%	10.0%
来立信系列	12130	13950	16042	18449
毛利率	48.2%	48.2%	48.2%	48.2%
B-胡萝卜素	6526	6853	7195	7555
毛利率	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
万古霉素	8943	11179	13974	17467
毛利率	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
其它	139349	164819	195583	232469
毛利率	31.2%	24.6%	24.6%	24.7%
合计	495169	560765	621953	684149
毛利率	45.2%	43.0%	41.5%	39.6%

资料来源: 中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2416	4405	5592	6845
现金	942	2633	3565	4568
应收账款	827	978	1108	1229
其它应收款	18	21	24	27
预付账款	70	86	100	114
存货	486	598	695	796
其他	74	88	100	111
<b>非流动资产</b>	1464	1220	1197	1165
长期投资	16	16	16	16
固定资产	1129	1141	1132	1106
无形资产	40	39	37	36
其他	278	24	13	7
<b>资产总计</b>	3880	5625	6789	8009
<b>流动负债</b>	850	1606	1691	1779
短期借款	69	800	800	800
应付账款	402	495	576	659
其他	378	311	316	320
<b>非流动负债</b>	169	129	129	129
长期借款	120	120	120	120
其他	49	9	9	9
<b>负债合计</b>	1018	1736	1821	1908
少数股东权益	12	12	12	12
股本	450	450	450	450
资本公积	301	301	301	301
留存收益	2098	3126	4205	5338
归属母公司股东权益	2849	3877	4957	6090
<b>负债和股东权益</b>	3880	5625	6789	8009

**现金流量表**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	1465	1291	1472	1558
净利润	1214	1388	1495	1582
折旧摊销	129	112	123	133
财务费用	23	18	25	6
投资损失	-5	-1	-1	-1
营运资金变动	25	-213	-183	-174
其它	79	-14	12	12
<b>投资活动现金流</b>	1465	121	-99	-99
资本支出	153	100	100	100
长期投资	0	-220	0	0
其他	1618	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-1042	280	-442	-454
短期借款	-663	731	0	0
长期借款	48	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	151	0	0	0
其他	-579	-451	-442	-454
<b>现金净增加额</b>	271	1692	931	1004

**利润表**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	4184	4952	5608	6220
营业成本	2292	2821	3281	3755
营业税金及附加	36	43	48	54
营业费用	159	186	213	236
管理费用	186	223	252	280
财务费用	23	18	25	6
资产减值损失	45	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	5	1	1	1
<b>营业利润</b>	1451	1662	1788	1890
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	41	41	41	41
<b>利润总额</b>	1422	1633	1759	1861
所得税	208	245	264	279
<b>净利润</b>	1214	1388	1495	1582
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1214	1388	1496	1582
<b>EBITDA</b>	1603	1792	1936	2028
<b>EPS (元)</b>	2.70	3.08	3.32	3.51

**主要财务比率**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.2%	18.4%	13.2%	10.9%
营业利润	28.2%	14.5%	7.6%	5.7%
归属于母公司净利润	24.8%	14.4%	7.7%	5.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.2%	43.0%	41.5%	39.6%
净利率	29.0%	28.0%	26.7%	25.4%
ROE	42.6%	35.8%	30.2%	26.0%
ROIC	74.6%	77.7%	78.5%	77.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.2%	30.9%	26.8%	23.8%
净负债比率				
流动比率	2.84	2.74	3.31	3.85
速动比率	2.22	2.34	2.86	3.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.17	1.04	0.90	0.84
应收账款周转率	6	5	5	5
应付账款周转率	6.63	6.29	6.13	6.08
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.70	3.08	3.32	3.51
每股经营现金流(最新摊薄)	3.26	2.87	3.27	3.46
每股净资产(最新摊薄)	6.33	8.62	11.01	13.53
<b>估值比率</b>				
P/E	12.01	10.50	9.75	9.22
P/B	5.12	3.76	2.94	2.39
EV/EBITDA	9	8	7	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 浙江医药、华海药业、浙江医药、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518048  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434