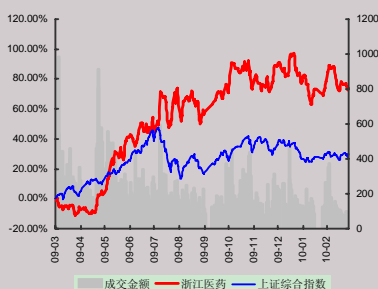



**研究报告**
**浙江医药**  
**(600216.SH)**
**推 荐 (维持)**
**所属行业：医药**  
**行业评级：推荐**
**股本结构**

总市值 (百万元)	14581.94
流通市值 (百万元)	14579.31
总股本 (百万股)	450.06
流通A股 (百万股)	450.06

**股价表现图**

**相关报告：**

齐鲁证券研究所  
 行业公司部  
 联系人：  
 胡德军、许均华、吕国启  
 Tel: (86531) 8177-6395  
 Fax: (86531) 8128-3791  
 Email: hudj@qlzq.com.cn

分析师：李北铎  
 执业证书编号：S0740209070161

**VE 主导业绩，未来加强品质和市场建设**
**——浙江医药 2009 年业绩跟踪报告**
**报告起因：**

公司今日发布 2009 年年报，2009 年实现归属母公司净利润约 12.14 亿元，较 2008 年增长 24.79%。全面摊薄每股收益为 2.70 元，每股净资产为 6.33 元。

**投资要点：**

- ◇ **公司增长稳定，VE 市场回暖拉动业绩。**报告期内，公司实现营业收入 418,374.08 万元，同比增加 11.24%，实现归属于母公司的净利润 21,375.48 万元，同比增加 24.79%。扣除非经常性损益后净利润为 12.36 亿元，同比增长 27.71%。公司资产负债率为 26.25%，与年初 42.41% 有大幅下降，公司财务状况良好。
- ◇ **对股东回报方案。**以 2009 年度实现的母公司净利润，2.10 亿元为基数，提取 10% 法定盈余公积金 1.21 亿元，提取 5% 的任意盈余公积金 60.4 百万元后，公司拟以 2009 年 12 月 31 日公司总股本 45006 万股为基数，向全体股东每 10 股派送现金红利 8 元（含税），计派送现金红利 36,004.8 万元，剩余未分配利润结转下一年度。
- ◇ **VE 市场回暖，产品品质不断优化提升盈利能力。**09 年公司牢牢把握主导产品维生素 E 市场复苏回暖的有利时机，及时调整产销策略，一方面通过工艺改进来降低成本，并不断提升高含量 VE 油的产量；另一方面，通过整合销售资源，减少中间环节，努力维护和巩固终端核心客户，使 2009 年 VE 产品销售收入在去年较高基础上又有了 15% 的增长，毛利率维持在 58% 以上。另外，公司凭借自身的质量优势和品牌优势，加强了品牌制剂药销售，通过不断适应新形势下的新政策，探索新的营销模式，使公司主要制剂销售均有较大幅度的增长，同比增长达到 26.91%，毛利率上升 0.4 个百分点。
- ◇ **毛利率不断提升，节省开支控制成本。**从公司 09 年单季度来，产品毛利率不断提升，四季度达到 59.80%，全年达到 45.22%，比 08 年上升 0.65 个百分点。同时公司严格控制成本开支，09 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.48、0.34 和 3.29 个百分点，整体费用率下降 4.11 个百分点，使的公司营业成本得到很好的控制。
- ◇ **加强研发投入和开拓市场，培育潜力产品。**公司继续加大产品研发和创新力度，创新体系建设和新项目研发工作取得了新的进展。公司拥有自主知识产权的国家一类新药盐酸昌欣沙星获得国家食品药品监督管理局临床批文，正式进入一期临床；2009 年 7 月公司下属新昌制药厂被科技部、国资委、中华全国总工会联合认定为国家级创新型企业；09 年公司多个国家科技重大专项项目获得成功立项，公司全年申请发明专利 35 项，其中授权发明专利 12

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



项。2009 年公司原料药本苄醇和蒿甲醚通过了美国 FDA 认证，饲料添加剂欧盟注册工作进展顺利，公司众牌商标已在 18 个国家成功注册，据世界知识产权组织和国家商标局公布的数据，公司现成为中国首次进入马德里体系国际注册商标申请量前 10 名企业。

- ◇ **提高技术水平，改进工艺流程加快产业步伐。**公司不断坚持技术进步，主要产品技术水平持续提高，主导产品维生素系列中间体异植物醇质量得到大幅度提升，高纯度（EP98）合成VE 中试成功；盐酸万古霉素和替考拉宁发酵水平有了大幅度提高，收率稳定；β -胡萝卜素新工艺完成了中试，预计该新工艺将使产品成本降低 10% 以上。
- ◇ **严格节能减排，做好环保工作：**09 年公司继续狠抓安全环保工作，增强节能减排意识。认真贯彻执行公司有关安全制度，层层落实安全生产责任制，加强安全教育培训，强化安全责任意识，定期进行安全检查，安全生产工作常抓不懈；公司加大环保工作力度，每年投入上千万资金进行环保设备的改造；通过各种节能减排宣传活动对员工进行思想教育，进一步加强了员工的节能减排意识。公司历年来未发生重大安全、环保事故，为可持续发展打下了良好的基础。
- ◇ **公司的成长受市场影响较大，但仍具备较积极的投资价值。**预计 2010 年—2012 年的每股收益分别为 2.96 元、3.30 元和 3.68 元，对应的动态 PE 分别为 10.95 倍、9.82 倍和 8.80 倍，公司业绩受原料药市场波动较大，但 VE 目前价格稳定，我们认为公司具备较积极的投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。

### 盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,761.03	4,183.74	4700.43	5264.48	5920.44
同比	70.27%	11.24%	12.35%	12.00%	12.46%
归属母公司净利润	972.63	1,213.75	1331.74	1485.35	1657.61
同比	1618.43%	24.79%	9.72%	11.53%	11.60%
EPS(摊薄，元/股)	2.16	2.70	2.96	3.30	3.68

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所


**表 1: 公司季度分析**

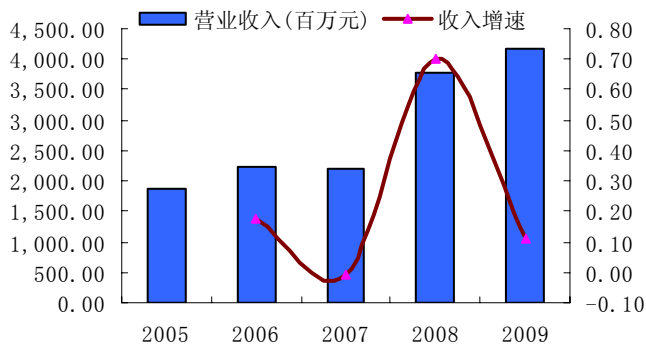
项目	2008 年单季度数据				2009 年单季度数据				年度数据	
	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	2008	2009
主营业务收入 (百万元)	806.50	1233.32	1095.36	625.85	738.22	1017.69	1220.85	1206.98	3761.03	4183.74
增长率(同比)	74.85%	124.61%	111.75%	-8.13%	-8.47%	-17.48%	11.46%	92.85%		11.24%
增长率(环比)	18.39%	52.92%	-11.19%	-42.86%	17.95%	37.86%	19.96%	-1.14%		
营业成本	558.18	611.47	532.08	383.10	493.61	683.49	629.75	485.17	2084.83	2292.02
成本率	69.21%	49.58%	48.58%	61.21%	66.86%	67.16%	51.58%	40.20%	55.43%	54.78%
主营业务税金及附加	2.57	6.43	7.72	8.07	9.47	6.41	8.04	12.15	24.79	36.08
占销售收入百分比	0.32%	0.52%	0.70%	1.29%	1.28%	0.63%	0.66%	1.01%	0.66%	0.86%
主营业务利润	245.75	615.42	555.56	234.68	235.14	327.79	583.06	709.66	1651.41	1855.64
营业利润率	30.47%	49.90%	50.72%	37.50%	31.85%	32.21%	47.76%	58.80%	43.91%	44.35%
主营毛利	248.32	621.85	563.28	242.75	244.61	334.20	591.10	721.81	1676.20	1891.72
毛利率	30.79%	50.42%	51.42%	38.79%	33.14%	32.84%	48.42%	59.80%	44.57%	45.22%
增长率(同比)	333.52%	812.34%	701.71%	62.60%	-1.49%	-46.26%	4.94%	197.35%		12.86%
增长率(环比)	66.33%	150.42%	-9.42%	-56.90%	0.77%	36.63%	76.87%	22.11%		
销售费用	57.36	57.48	106.29	(60.38)	58.94	37.48	39.22	22.91	160.75	158.55
销售费用/收入	7.11%	4.66%	9.70%	-9.65%	7.98%	3.68%	3.21%	1.90%	4.27%	3.79%
管理费用	48.25	61.58	38.59	31.99	46.20	35.87	37.53	66.82	180.41	186.42
管理费用/收入	5.98%	4.99%	3.52%	5.11%	6.26%	3.52%	3.07%	5.54%	4.80%	4.46%
财务费用	36.27	39.29	36.67	32.38	15.17	(0.24)	0.57	7.79	144.61	23.29
财务费用/收入	4.50%	3.19%	3.35%	5.17%	2.05%	-0.02%	0.05%	0.65%	3.84%	0.56%
三项费用/收入	17.59%	12.84%	16.57%	0.64%	16.30%	7.18%	6.33%	8.08%	12.92%	8.80%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	(3.56)	1.34	2.22	0.00	0.00	(3.56)	3.56
投资收益	12.97	0.02	5.73	(1.80)	0.00	0.28	4.15	0.27	16.92	4.69
营业利润(百万)	99.29	460.18	378.54	193.77	115.96	254.40	505.25	575.39	1131.78	1451.00
增长率(同比)					16.79%	-44.72%	33.47%	196.94%		28.21%
增长率(环比)	38.60%	363.47%	-17.74%	-48.81%	-40.16%	119.39%	98.60%	13.88%		
加: 营业外收入	1.24	2.42	1.50	2.52	4.58	1.87	1.54	4.45	7.68	12.44
减: 营业外支出	2.42	6.91	1.97	6.96	1.20	2.34	15.68	22.22	18.26	41.44
利润总额(百万)	98.12	455.70	378.07	189.33	119.34	253.93	491.11	557.62	1121.22	1422.00
增长率(同比)	2752.33%	8417.76%	9281.39%	150.70%	21.63%	-44.28%	29.90%	194.52%		26.83%
增长率(环比)	29.93%	364.43%	-17.04%	-49.92%	-36.97%	112.78%	93.40%	13.54%		
所得税	21.12	114.79	10.11	(2.10)	18.60	38.36	76.87	74.62	143.92	208.45
实际税率(%)	21.52%	25.19%	2.67%	-1.11%	15.59%	15.11%	15.65%	13.38%	12.84%	14.66%
净利润	76.99	340.91	367.96	191.43	100.74	215.57	414.25	483.00	977.29	1,213.56
净利润率(%)	9.55%	27.64%	33.59%	30.59%	13.65%	21.18%	33.93%	40.02%	25.98%	29.01%
增长率(同比)					30.85%	-36.77%	12.58%	152.31%		24.18%
增长率(环比)	0.00%	342.80%	7.93%	-47.98%	-47.38%	113.99%	92.16%	16.60%		
归属母公司所有者的净利润	77.07	340.00	366.58	188.97	102.20	215.10	414.61	481.84	972.62	1,213.75
摊薄每股收益(元)	0.17	0.76	0.81	0.42	0.23	0.48	0.92	1.07	2.16	2.70

资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所



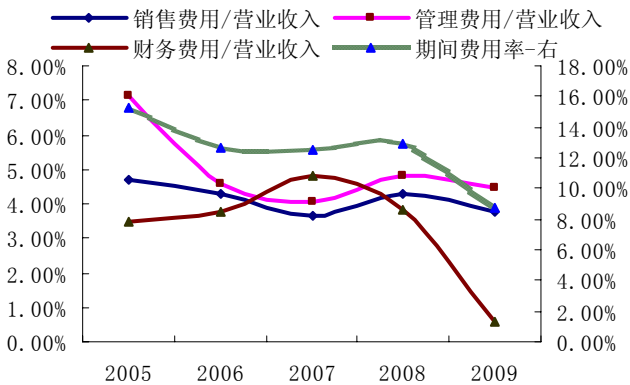


图1: 公司近年主营业务收入及增长率变化情况



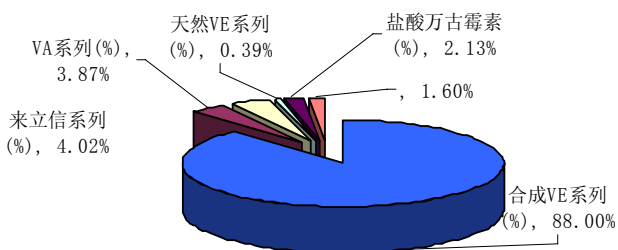
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图3: 公司近年三项费用变化情况



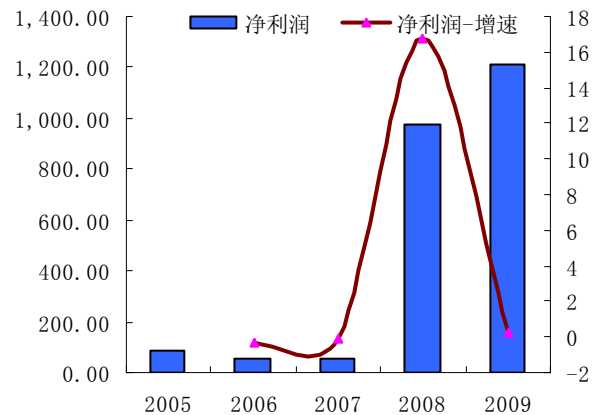
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图5: 公司09年收入构成情况



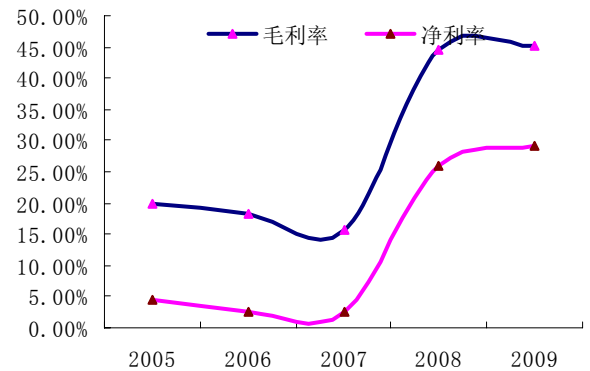
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图2: 公司近年净利润以及同比增长率变化情况



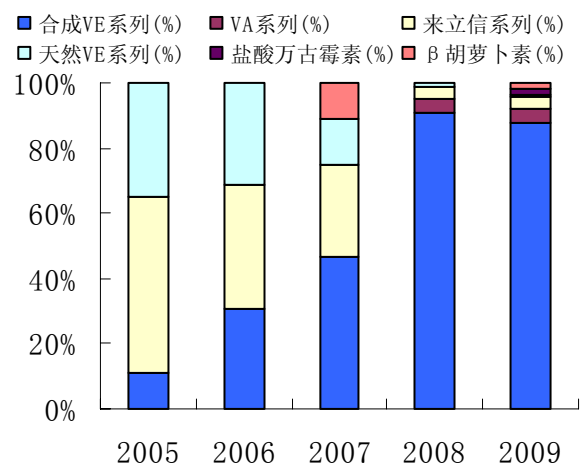
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图4: 公司近年净利率和毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图6: 公司近年收入构成情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所


**附表：盈利预测表（百万元）**

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1016.01	918.37	1028.57	1156.73	营业收入	<b>4183.74</b>	<b>4700.43</b>	<b>5264.48</b>	<b>5920.44</b>
应收账款	826.67	1043.06	1168.22	1313.78	营业成本	2292.02	2602.16	2895.47	3265.12
存货净额	485.68	551.40	613.55	691.88	营业毛利	<b>1891.72</b>	<b>2098.27</b>	<b>2369.02</b>	<b>2655.32</b>
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	0.01	26.66	29.86	33.58
<b>流动资产合计</b>	<b>2416.06</b>	<b>2765.98</b>	<b>3097.90</b>	<b>3483.90</b>	销售费用	158.55	172.98	197.94	236.82
固定资产	1129.18	1737.06	1945.51	2187.92	管理费用	186.42	205.41	229.01	252.80
无形资产及其他	40.41	63.63	71.26	80.14	财务费用	23.29	117.51	157.93	177.61
投资性房地产	7.84	12.20	13.67	15.37	投资收益	4.69	18.98	18.98	18.98
长期股权投资	16.20	50.62	56.70	63.76	资产减值损失	44.64	37.11	37.11	37.11
<b>资产总计</b>	<b>3879.64</b>	<b>4629.50</b>	<b>5185.04</b>	<b>5831.09</b>	公允价值变动损益	3.56	-0.03	-0.03	-0.03
短期借款及交易	69.00	1021.41	1143.98	1286.52	其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
性金融负债					<b>营业利润</b>	<b>1451.00</b>	<b>1557.56</b>	<b>1736.12</b>	<b>1936.35</b>
应付款项	402.35	492.34	551.42	620.12	营业外收入	12.44	9.05	9.05	9.05
其他流动负债	60.80	64.77	72.54	81.58	营业外支出	41.43	18.63	18.63	18.63
<b>流动负债合计</b>	<b>849.56</b>	<b>1157.37</b>	<b>1296.26</b>	<b>1457.77</b>	<b>利润总额</b>	<b>1422.01</b>	<b>1547.98</b>	<b>1726.54</b>	<b>1926.77</b>
长期借款及债券	120.00	179.35	200.87	225.90	所得税费用	208.45	232.20	258.98	289.01
其他长期负责	20.81	20.96	23.47	26.40	<b>净利润</b>	<b>1213.56</b>	<b>1315.78</b>	<b>1467.56</b>	<b>1637.75</b>
长期负债合计	168.74	218.55	244.78	275.28	少数股东权益	-0.20	-15.96	-17.80	-19.86
<b>负债合计</b>	<b>1018.31</b>	<b>2160.61</b>	<b>2456.96</b>	<b>2763.09</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1213.75</b>	<b>1331.74</b>	<b>1485.35</b>	<b>1657.61</b>
少数股东权益	2849.13	1141.84	1278.86	1438.21	<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股东权益	2861.33	262.56	294.07	330.71	<b>净利润</b>	<b>1213.56</b>	<b>1467.56</b>	<b>1637.75</b>	<b>1844.75</b>
<b>负责和股东权益总计</b>	<b>3879.64</b>	<b>4629.50</b>	<b>5185.04</b>	<b>5831.09</b>	资产减值准备	44.64	37.11	37.11	37.11
<b>估值指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	折旧摊销	145.32	163.60	184.18	207.35
每股收益（元）	<b>2.70</b>	<b>2.96</b>	<b>3.30</b>	<b>3.68</b>	公允价值变动净损益	-3.56	-0.03	-0.03	-0.03
每股净资产(元)	6.36	0.58	0.65	0.73	财务费用	32.07	157.93	177.61	199.74
ROIC	37.16%	33.54%	33.40%	33.14%	营运资本变动	402.82	375.51	422.30	474.92
ROE	9948.77%	-151.46%	-150.83%	-149.67%	其他	-4.69	-5.90	-6.64	-7.46
毛利率	45.22%	44.64%	45.00%	44.85%	<b>经营活动现金流</b>	<b>1465.09</b>	<b>1355.28</b>	<b>1524.15</b>	<b>1714.06</b>
净利率	29.01%	31.22%	31.11%	31.16%	资本开支	146.36	166.91	194.55	226.78
EBIT margin	1422.01	1547.98	1726.54	1926.77	其他投资现金流	-13.67	-15.93	-18.57	-21.65
EBITDA margin	1551.09	1693.30	1890.13	2110.94	<b>投资活动现金流</b>	<b>-160.03</b>	<b>-186.54</b>	<b>-217.43</b>	<b>-253.45</b>
资产负债率	26.25%	46.67%	47.39%	47.39%	权益性融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.84	2.39	2.39	2.39	负债净变化	692.70	807.43	941.17	1097.06
速动比率	2.27	1.91	1.92	1.92	支付股利、利息	<b>1735.04</b>	<b>2022.42</b>	<b>2357.41</b>	<b>2747.87</b>
收入增长率	11.24%	12.35%	12.00%	12.46%	其他融资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率	24.18%	8.42%	11.53%	11.60%	<b>融资活动现金流</b>	<b>-1042.34</b>	<b>-1214.99</b>	<b>-1416.23</b>	<b>-1650.81</b>
PE	12.01	10.95	9.82	8.80	货币资金期初余额	569.56	716.69	805.99	906.41
PB	5.10	55.54	49.59	44.09	货币资金期末余额	840.28	1057.34	1189.09	1337.25
PEG	0.50	1.30	0.85	0.76	<b>现金净变动</b>	<b>270.73</b>	<b>340.66</b>	<b>383.11</b>	<b>430.85</b>
EV/EBITDA	9.45	9.21	8.32	7.52					

资料来源：齐鲁证券研究所





## 投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

## 重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

