

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



浙江医药 (600216. SH)

VE 仍将延续高景气

投资要点

●业绩略超预期。2009年公司实现营业收入418374.08万元，同比增加11.24%，实现归属于母公司的净利润121375.48万元，同比增加24.79%，每股收益2.70元。

●增长来源于销量和工艺改进。公司一方面通过工艺改进降低成本，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，使主导产品VE销售收入同比增长15%。

●公司具有持续的研发和技术创新能力。一类新药盐酸昌欣沙星已正式进入一期临床；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；β-胡萝卜素新工艺完成了中试。

●2010年业绩亮点来源于VE销售均价的上涨。2009年初当VE价格还处于相对较低位置时，公司与客户都是以长单形式签订合同，未能充分享受VE价格上涨带来的收益。进入2010年后，公司与客户签约都以短单形式。预计今年VE销售均价总体比09年要高出15%左右，销量增长10%左右。

●小幅上调公司盈利预测，继续维持“推荐”评级。预计公司2010、2011、2012年分别实现净利润16.40亿元、18.51亿元、21.01亿元，同比分别增长35%、13%、14%，每股收益3.64元、4.11元、4.67元。对应于10年、11年、12年的动态市盈率分别为8.89倍、7.88倍、6.94倍。给予公司10年15倍动态市盈率估值，合理价位54.6元。

医药生物

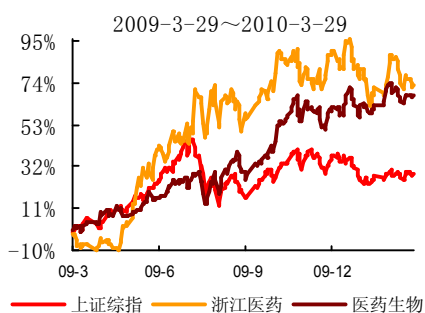
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	54.6元

市场数据

市价(元)	32.40
上市的流通A股(亿股)	4.50
总股本(亿股)	4.50
52周股价最高最低(元)	16.79-37.7
上证指数/深证成指	3059.72/12240.36
2009年股息率	0.18%

52周相对市场表现



相关研究

《突破周期性估值瓶颈》——维生素E产业专题研究 2010.1.21

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4184	4872	5403	6065
增长率(%)	11	16	11	12
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1213.75	1639.99	1850.94	2101.36
增长率(%)	25	35	13	14
毛利率(%)	45	49	49	49
净资产收益率(%)	43	37	29	25
EPS(元)	2.70	3.64	4.11	4.67
P/E(倍)	12.01	8.89	7.88	6.94
P/B(倍)	5.12	3.25	2.30	1.73

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2416	4249	6311	8645
现金及等价物	942	1358	3555	5552
应收帐款	901	1624	1351	1516
存货	486	1218	1351	1516
其它流动资产	88	49	54	61
非流动资产	1464	1462	1467	1474
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产及其他	1176	1176	1176	1176
投资性房地产	8	0	0	0
无形资产	40	47	52	59
其它非流动资产	223	223	223	223
资产总计	3880	5711	7778	10119
流动负债	850	908	991	1093
短期借款	141	141	141	141
应付帐款	408	442	489	548
其它流动负债	301	325	360	404
非流动负债	169	302	435	572
长期借款	120	249	377	507
其它非流动负债	49	53	58	65
负债合计	1018	1210	1426	1665
少数股东权益	12	12	12	12
归属于母公司所有者权益	2849	4489	6340	8441
负债和股东权益	3880	5711	7778	10119

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1387	445	2245	2050
净利润	1214	1640	1851	2101
资产减值准备	45	0	0	0
折旧和摊销	129	122	123	123
公允价值变动损失	-4	-4	0	0
财物费用	23	49	54	61
营运资本变动	-15	-1357	218	-235
投资收益	-5	-5	0	0
投资活动现金流	-268	-112	-128	-130
资本支出	-100	-129	-128	-130
其它	-168	17	0	0
融资活动现金流	-847	84	80	76
权益性融资	-164	0	0	0
负债净变化	-660	133	134	137
财务费用	-23	-49	-54	-61
现金净增加额	272	417	2197	1997
期初现金余额	670	942	1358	3555
期末现金余额	942	1358	3555	5552

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4184	4872	5403	6065
营业成本	2292	2482	2748	3079
营业税金及附加	36	24	27	30
销售费用	159	209	216	237
管理费用	186	219	230	243
财务费用	23	49	54	61
资产减值损失	45	0	0	0
公允价值变动净	4	4	0	0
投资净收益	5	5	0	0
营业利润	1451	1897	2128	2415
营业外收入	12	8	0	0
营业外支出	41	20	0	0
利润总额	1422	1885	2128	2415
所得税	208	245	277	314
净利润	1214	1640	1851	2101
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	1214	1640	1851	2101
EBITDA	1511	1937	2182	2476
EPS (元)	2.70	3.64	4.11	4.67

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	11.2%	16.4%	10.9%	12.3%
营业利润	28.2%	30.7%	12.1%	13.5%
归属母公司净利	24.8%	35.1%	12.9%	13.5%
获利能力				
毛利率	45.2%	49.1%	49.1%	49.2%
净利率	29.0%	33.7%	34.3%	34.6%
ROE	42.6%	36.5%	29.2%	24.9%
ROIC	37.2%	34.1%	27.4%	23.5%
偿债能力				
资产负债率	26.2%	21.2%	18.3%	16.5%
流动比率	2.8	4.7	6.4	7.9
速动比率	2.3	3.3	5.0	6.5
营运能力				
总资产周转率	1.1	0.9	0.7	0.6
应收帐款周转率	4.6	3.0	4.0	4.0
应付帐款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
每股指标(元)				
每股收益	2.70	3.64	4.11	4.67
每股经营现金	3.08	0.99	4.99	4.56
每股净资产	6.33	9.97	14.09	18.76
估值比率				
P/E	12.0	8.9	7.9	6.9
P/B	5.1	3.2	2.3	1.7
EV/EBITDA	22.2	17.3	15.4	13.5

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于± 10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn