

维生素 E 销售创新高，业绩超预期

2009 年年报点评

报告关键点：

- 📖 维生素E销售创新高，业绩超预期
- 📖 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至46元

报告摘要：

- **维生素E销售创新高，业绩超预期。**09年公司实现营业收入41.8亿元，同比增长11.2%。综合毛利率为45.2%，同比上升了0.65个百分点。实现归属于母公司的净利润12.2亿元，同比增长24.8%，每股收益2.70元。每股经营活动产生的现金流量净额为3.26元，同比增长22.1%。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为55.5%，同比减少17.1个百分点。帐面现金充裕达9.42亿元。单季收入分别为7.38亿元、10.2亿元、12.2亿元、12.1亿元，单季盈利分别为每股收益0.23元、0.48元、0.92元、1.07元。公司盈利逐季提升主要因为：08年4季度以来，公司主要产品VH、VA、VE的价格相继下跌，09年3月之前销售量持续萎缩；而自5月份以来，随着全球经济的逐步复苏，维生素去库存完成后，VE和VA产品价格企稳并有所回升、产销量逐步恢复到正常水平。与08年公司营收前高后低相比，09年呈现前低后高态势。
- **维生素E销售高基数稳增15%，制剂销售增长27%。**公司合成维生素E在08年较高基数下，再创历史新高，销售收入达22.1亿元，同比增长了15%。维生素A、天然维生素E、盐酸万古霉素销售收入分别为2亿元、1.07亿元、8,943万元，同比分别增长16.2%、19.9%、22.8%。制剂药销售达9.95亿元，同比增长了26.9%。公司及时调整产销策略，一方面通过工艺改进来降低成本，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09年VE销售收入在去年较高基数上又有了15%的增长。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，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。
- **维生素E价格后续有望走高。**据健康网数据显示：维生素E今年1、2月份出口数量分别为2,881吨、2,705吨，均价在20.4美元/公斤、19.8美元/公斤，价格走低与库存消耗有关。3月份最新的数据显示饲料级维生素E报价回升到175元/公斤（含税），而浙江医药内销价格为150元/公斤（含税），外销价格略低。4月份即将进入维生素原料药销售旺季，国内外厂家通过控货提价的可能性较大。
- **维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至46元。**我们调高对公司2010年、2011年的业绩预测分别为EPS 3.08元、3.48元，以2010年业绩为计算基础，给予15倍PE，则12个月目标价调高至46元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

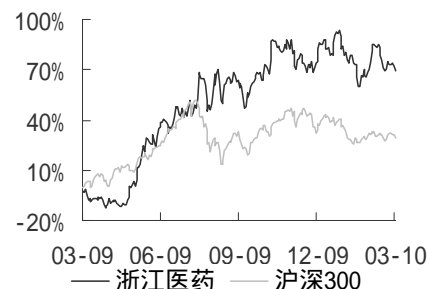
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,761.0	4,183.7	4,664.9	5,171.0	5,662.3
Growth(%)	70.3%	11.2%	11.5%	10.9%	9.5%
净利润	977.3	1,213.6	1,392.5	1,572.0	1,742.6
Growth(%)	1618.3%	24.8%	14.2%	12.9%	10.9%
毛利率(%)	44.6%	45.2%	45.3%	45.8%	46.2%
净利润率(%)	25.9%	29.0%	29.7%	30.3%	30.6%
每股收益(元)	2.16	2.70	3.08	3.48	3.85
每股净资产(元)	4.03	6.36	5.97	6.08	6.06
市盈率	15.0	12.0	10.5	9.3	8.4
市净率	8.0	5.1	5.4	5.3	5.3
净资产收益率(%)	53.9%	42.4%	51.8%	57.5%	63.9%
ROIC(%)	50.5%	51.9%	61.0%	64.6%	70.2%
EV/EBITDA	10.8	8.8	8.4	7.5	6.8
股息收益率	0.0%	0.0%	4.8%	5.4%	5.9%

评级：**增持-A**
上次评级：增持-A
目标价格：**46.00 元**
期限：12个月 上次预测：42.00 元
现价：32.40 元
报告日期：**2010-03-28**

市场数据

总市值(百万元)	14,581.94
流通市值(百万元)	14,579.31
总股本(百万股)	450.06
流通股本(百万股)	449.98
12个月最高/最低	16.79/37.70 元
十大流通股东(%)	60.20%
股东户数	25,500

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.00)	(2.72)	38.19
绝对收益	(3.20)	(8.57)	69.25

研究员

洪露 首席行业分析师
021-68766073 honglu@essence.com.cn

前期研究成果

- 浙江医药：维生素 E 盈利恢复，业绩超预期
2009-10-28
- 浙江医药：维生素 E 价格高位企稳，业绩符合预期
2009-08-25
- 浙江医药：维生素 E 量价齐升，盈利能力逐步恢复
2009-06-10

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,761.0	4,183.7	4,664.9	5,171.0	5,662.3	成长性					
减: 营业成本	2,084.8	2,292.0	2,551.7	2,802.7	3,046.3	营业收入增长率	70.3%	11.2%	11.5%	10.9%	9.5%
营业税费	24.8	36.1	40.1	44.5	48.7	营业利润增长率	1243.9%	28.2%	12.5%	12.9%	11.1%
销售费用	160.8	158.5	191.3	212.0	232.2	净利润增长率	1618.3%	24.8%	14.2%	12.9%	10.9%
管理费用	180.4	186.4	214.6	237.9	260.5	EBITDA 增长率	367.0%	14.6%	6.3%	12.6%	10.7%
财务费用	144.6	23.3	10.0	11.6	10.5	EBIT 增长率	568.8%	15.5%	11.4%	12.9%	10.9%
资产减值损失	47.2	44.6	25.0	20.0	18.0	NOPLAT 增长率	809.8%	11.8%	13.6%	12.9%	10.7%
加: 公允价值变动收益	-3.6	3.6	-	-	-	投资资本增长率	8.8%	-3.4%	6.7%	1.9%	-1.0%
投资和汇兑收益	16.9	4.7	-	-	-	净资产增长率	107.4%	57.9%	-6.1%	1.7%	-0.3%
营业利润	1,131.8	1,451.0	1,632.2	1,842.4	2,046.1	利润率					
加: 营业外净收支	-10.6	-29.0	6.0	7.0	4.0	毛利率	44.6%	45.2%	45.3%	45.8%	46.2%
利润总额	1,121.2	1,422.0	1,638.2	1,849.4	2,050.1	营业利润率	30.1%	34.7%	35.0%	35.6%	36.1%
减: 所得税	143.9	208.5	245.7	277.4	307.5	净利润率	25.9%	29.0%	29.7%	30.3%	30.6%
净利润	977.3	1,213.6	1,392.5	1,572.0	1,742.6	EBITDA/营业收入	37.2%	38.3%	36.5%	37.1%	37.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	33.9%	35.2%	35.2%	35.9%	36.3%
货币资金	673.2	941.5	961.3	981.5	1,068.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	112	99	87	78	69
应收帐款	658.3	844.6	882.5	908.3	985.0	流动营业资本周转天数	96	94	90	89	84
应收票据	62.7	74.5	83.1	92.1	100.8	流动资产周转天数	164	188	189	177	172
预付帐款	14.2	69.7	72.3	75.1	78.1	应收帐款周转天数	62	63	64	59	55
存货	539.0	485.7	525.7	577.4	627.6	存货周转天数	50	48	42	41	41
其他流动资产	-	-0.0	-41.4	-41.4	-41.4	总资产周转天数	292	307	293	262	248
可供出售金融资产	11.8	212.1	-	-	-	投资资本周转天数	218	201	183	172	158
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	39.0	16.2	29.4	24.5	24.5	ROE	53.9%	42.4%	51.8%	57.5%	63.9%
投资性房地产	8.1	7.8	-	-	-	ROA	29.9%	31.3%	37.4%	41.4%	43.6%
固定资产	1,167.2	1,129.2	1,122.0	1,104.8	1,080.9	ROIC	50.5%	51.9%	61.0%	64.6%	70.2%
在建工程	35.3	45.5	27.9	17.3	11.0	费用率					
无形资产	42.0	40.4	40.5	40.6	40.7	销售费用率	4.3%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%
其他非流动资产	13.4	12.4	22.3	21.4	20.4	管理费用率	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
资产总额	3,264.1	3,879.6	3,725.6	3,801.6	3,996.0	财务费用率	3.8%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
短期债务	731.9	69.0	150.0	130.0	150.0	三费/营业收入	12.9%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
应付帐款	339.0	463.2	503.3	552.9	600.9	偿债能力					
应付票据	1.3	5.8	14.0	15.4	16.7	资产负债率	44.5%	26.2%	27.9%	28.1%	31.8%
其他流动负债	294.9	311.6	219.5	210.2	322.8	负债权益比	80.1%	35.6%	38.6%	39.0%	46.5%
长期借款	71.9	120.0	120.0	130.0	150.0	流动比率	1.42	2.84	2.80	2.85	2.58
其他非流动负债	12.9	48.7	30.8	28.8	28.8	速动比率	0.99	2.22	2.17	2.18	1.97
负债总额	1,451.9	1,018.3	1,037.6	1,067.2	1,269.2	利息保障倍数	8.83	63.31	164.22	160.03	195.53
少数股东权益	12.8	12.2	17.2	23.0	29.4	分红指标					
股本	450.1	450.1	450.1	450.1	450.1	DPS(元)	-	-	1.54	1.74	1.93
留存收益	1,349.4	2,399.1	2,220.6	2,261.3	2,247.3	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	1,812.3	2,861.3	2,688.0	2,734.4	2,726.8	股息收益率	0.0%	0.0%	4.8%	5.4%	5.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	977.3	1,213.6	1,392.5	1,572.0	1,742.6	EPS(元)	2.16	2.70	3.08	3.48	3.85
加: 折旧和摊销	123.3	129.1	59.7	62.4	64.9	BVPS(元)	4.03	6.36	5.97	6.08	6.06
资产减值准备	47.2	44.6	25.0	20.0	18.0	PE(X)	15.0	12.0	10.5	9.3	8.4
公允价值变动损失	3.6	-3.6	-	-	-	PB(X)	8.0	5.1	5.4	5.3	5.3
财务费用	107.0	134.0	32.1	10.0	11.6	P/FCF	-	24.3	11.0	9.7	8.1
投资收益	-16.9	-4.7	-	-	-	P/S	3.9	3.5	3.1	2.8	2.6
少数股东损益	4.7	-0.2	6.0	6.8	7.5	EV/EBITDA	10.8	8.8	8.4	7.5	6.8
营运资金的变动	20.0	120.1	-129.8	-46.7	94.5	CAGR(%)	17.2%	12.8%	10.4%		
经营活动产生现金流量	1,200.0	1,465.1	1,363.4	1,626.0	1,937.9	PEG	0.9	0.9	1.0	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-178.1	-160.0	166.2	-27.1	-32.1	ROIC/WACC	5.2	5.4	6.3	6.7	7.2
融资活动产生现金流量	-630.0	-1,042.3	-534.9	-786.4	-825.9	REP	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

李昕

010-59113565

潘琳

0755-82558268

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

刘欢

0755-82558069

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

liuhuan@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034