

**浙江医药：营收同比大幅增长，符合预期**
**2010 年一季报点评**
**报告关键点：**

- 📖 营收同比大幅增长，符合预期
- 📖 维生素E价格一季度有所回调，后续有望走高
- 📖 维持“增持-A”的投资评级，维持12个月目标价46元

**报告摘要：**

- **营收同比大幅增长，符合预期。**2010年一季报，公司实现营业收入11.88亿元，同比增长60.98%。综合毛利率为38.54%，同比上升了5.41个百分点。实现归属于母公司的净利润2.98亿元，同比增长191.75%，每股收益0.66元。每股经营活动产生的现金流量净额为0.61元，同比增长26.57%。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为9.67%，同比增加4.34个百分点。帐面现金充裕达11.58亿元。公司营业收入和净利润均同比大幅增长的主要原因为：2009年一季度维生素E因去库存，出口量有较大萎缩、出口价较低所致。2010年一季度，环比2009年二、三、四季单季收入10.2亿元、12.2亿元、12.1亿元，单季每股收益0.48元、0.92元、1.07元，收入和盈利比2009年下半年有所下滑。
- **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，价格有所走低，主要与库存消耗有关。3月维生素E价格见升，4月份逐步进入维生素原料药销售旺季，最新的数据显示饲料级维生素E报价回升到160-175元/公斤（含税）。后续随着旺季到来，维生素E价格有望进一步走高。
- **维持“增持-A”的投资评级，维持12个月目标价46元。**我们维持对公司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个月目标价为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	18.2	14.6	12.7	11.3	10.2
市净率	9.7	6.2	6.6	6.5	6.5
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	13.0	10.7	10.3	9.1	8.2
股息收益率	0.0%	0.0%	3.9%	4.4%	4.9%

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

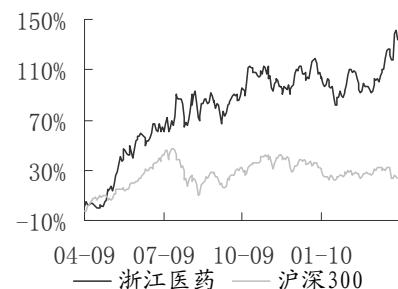
**目标价格： 46.00 元**

期限： 12个月 上次预测： 46.00元

现价： 39.25元

**报告日期： 2010-04-25**
**市场数据**

总市值(百万元)	17,664.86
流通市值(百万元)	17,661.66
总股本(百万股)	450.06
流通股本(百万股)	449.98
12个月最高/最低	17.17/42.40元
十大流通股东(%)	55.88%
股东户数	28,265

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.45	18.65	110.34
绝对收益	22.24	14.50	134.33

**研究员**

**洪露** 首席行业分析师  
021-68766073 honglu@essence.com.cn  
执业证书编号 S1450210010306

**前期研究成果**

浙江医药：维生素E销售创新高，业绩超预期

2010-03-29

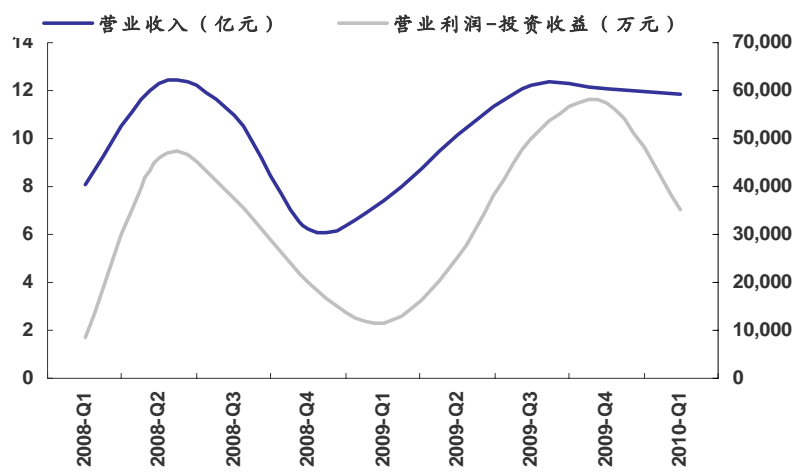
浙江医药：维生素E盈利恢复，业绩超预期

2009-10-28

浙江医药：维生素E价格高位企稳，业绩符合预期

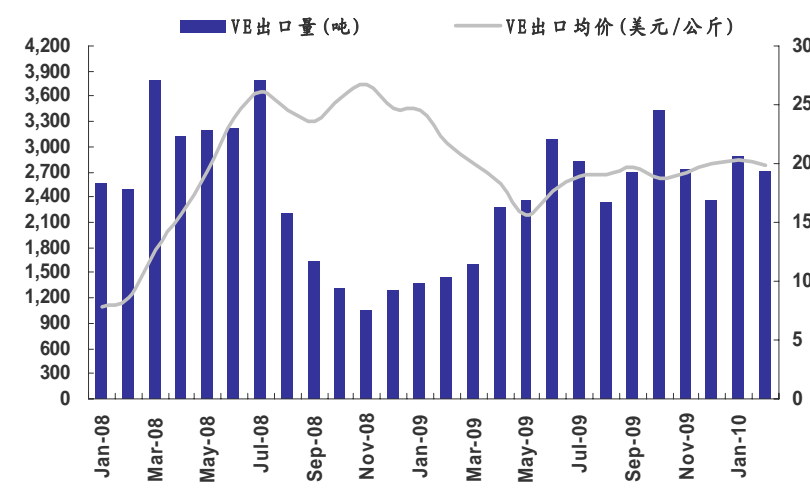
2009-08-25

图 1: 浙江医药近年单季收入和主业盈利情况



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 2: 近年国内维生素E出口量、价情况



数据来源: 健康网, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-23

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	3,761.0	4,183.7	4,664.9	5,171.0	5,662.3	营业收入增长率	70.3%	11.2%	11.5%	10.9%	9.5%
减: 营业成本	2,084.8	2,292.0	2,551.7	2,802.7	3,046.3	营业利润增长率	1243.9%	28.2%	12.5%	12.9%	11.1%
营业税费	24.8	36.1	40.1	44.5	48.7	净利润增长率	1618.3%	24.8%	14.2%	12.9%	10.9%
销售费用	160.8	158.5	191.3	212.0	232.2	EBITDA 增长率	367.0%	14.6%	6.3%	12.6%	10.7%
管理费用	180.4	186.4	214.6	237.9	260.5	EBIT 增长率	568.8%	15.5%	11.4%	12.9%	10.9%
财务费用	144.6	23.3	10.0	11.6	10.5	NOPLAT 增长率	809.8%	11.8%	13.6%	12.9%	10.7%
资产减值损失	47.2	44.6	25.0	20.0	18.0	投资资本增长率	8.8%	-3.4%	6.7%	1.9%	-1.0%
加: 公允价值变动收益	-3.6	3.6	-	-	-	净资产增长率	107.4%	57.9%	-6.1%	1.7%	-0.3%
投资和汇兑收益	16.9	4.7	-	-	-						
<b>营业利润</b>	<b>1,131.8</b>	<b>1,451.0</b>	<b>1,632.2</b>	<b>1,842.4</b>	<b>2,046.1</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>1,121.2</b>	<b>1,422.0</b>	<b>1,638.2</b>	<b>1,849.4</b>	<b>2,050.1</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>977.3</b>	<b>1,213.6</b>	<b>1,392.5</b>	<b>1,572.0</b>	<b>1,742.6</b>	EBITDA/营业收入	37.2%	38.3%	36.5%	37.1%	37.5%
						EBIT/营业收入	33.9%	35.2%	35.2%	35.9%	36.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	673.2	941.5	961.3	981.5	1,068.3	固定资产周转天数	112	99	87	78	69
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	96	94	90	89	84
应收帐款	658.3	844.6	882.5	908.3	985.0	流动资产周转天数	164	188	189	177	172
应收票据	62.7	74.5	83.1	92.1	100.8	应收帐款周转天数	62	63	64	59	55
预付帐款	14.2	69.7	72.3	75.1	78.1	存货周转天数	50	48	42	41	41
存货	539.0	485.7	525.7	577.4	627.6	总资产周转天数	292	307	293	262	248
其他流动资产	-	-0.0	-41.4	-41.4	-41.4	投资资本周转天数	218	201	183	172	158
可供出售金融资产	11.8	212.1	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>3,264.1</b>	<b>3,879.6</b>	<b>3,725.6</b>	<b>3,801.6</b>	<b>3,996.0</b>	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	<b>偿债能力</b>					
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
<b>负债总额</b>	<b>1,451.9</b>	<b>1,018.3</b>	<b>1,037.6</b>	<b>1,067.2</b>	<b>1,269.2</b>	利息保障倍数	8.83	63.31	164.22	160.03	195.53
<b>少数股东权益</b>	<b>12.8</b>	<b>12.2</b>	<b>17.2</b>	<b>23.0</b>	<b>29.4</b>	<b>分红指标</b>					
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%
<b>股东权益</b>	<b>1,812.3</b>	<b>2,861.3</b>	<b>2,688.0</b>	<b>2,734.4</b>	<b>2,726.8</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	3.9%	4.4%	4.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
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)	18.2	14.6	12.7	11.3	10.2
公允价值变动损失	3.6	-3.6	-	-	-	PB(X)	9.7	6.2	6.6	6.5	6.5
财务费用	107.0	134.0	32.1	10.0	11.6	P/FCF	-	29.5	13.4	11.8	9.9
投资收益	-16.9	-4.7	-	-	-	P/S	4.7	4.2	3.8	3.4	3.1
少数股东损益	4.7	-0.2	6.0	6.8	7.5	EV/EBITDA	13.0	10.7	10.3	9.1	8.2
营运资金的变动	20.0	120.1	-129.8	-46.7	94.5	CAGR(%)	17.2%	12.8%	10.4%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,200.0</b>	<b>1,465.1</b>	<b>1,363.4</b>	<b>1,626.0</b>	<b>1,937.9</b>	PEG	1.1	1.1	1.2	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-178.1</b>	<b>-160.0</b>	<b>166.2</b>	<b>-27.1</b>	<b>-32.1</b>	ROIC/WACC	5.2	5.3	6.3	6.7	7.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-630.0</b>	<b>-1,042.3</b>	<b>-534.9</b>	<b>-786.4</b>	<b>-825.9</b>	REP	1.5	1.4	1.1	1.1	1.0

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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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