

VE业务持续增长，业务基本符合预期

浙江医药 (600216)

评级: 增持

当前股价: 34.90元 目标价: 39.93元

半年报点评

2010年8月24日 星期二

东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/化学原料药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	4.50
流通股本(亿股)	4.50
总市值(亿元)	157.07
流通市值(亿元)	157.04

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	16.33	13.72
3个月	8.59	9.86
6个月	13.14	24.65

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 2010年上半年公司业绩快速增长

公司2010年上半年实现销售收入23.56亿元,同比增长34.21%,实现归属上市公司股东净利润5.81亿元,同比增长83.27%,每股收益1.29元,每股经营净现金流1.15元。

□ 公司主营业务收入增长,毛利率快速提升,期间费用控制良好

报告期内公司实现收入2.35亿元,同比增长34.21%,收入增长主要来源于以合成VE为主的原料药业务的快速增长及制剂业务的平稳增长。

报告期内,面对VE价格不断下跌以及欧元持续贬值的不利局面,公司通过不断的技改有效地降低了成本,公司整体毛利率水平达到41.22%,同比提升8.25个百分点。

另外,公司的期间费用控制良好,销售费用率及管理费用率仅4.73%和3.94%,同比分别下降0.76和0.73个百分点,有效抵消了财务费用率的上升,毛利率的提升及期间费用率的控制保证了公司整体盈利能力的提升。

□ VE价格虽跌,公司VE业务上半年仍保持了较好的增长

对公司盈利能力影响最大的VE业务上半年出现了价跌量缩的局面,截止至6月底,VE粉的单价已经由年初的175元/公斤大幅下滑至126元/公斤,(进入7月更是最低下滑至105元/公斤)。

VE价格快速下挫的主要原因是4、5月份国内需求低迷,而供给方却有增多趋势,供需结构的失调造成了本轮VE价格的下跌。

面对VE价格下跌、欧元贬值的不利局面,公司一方面通过技改降低成本,另一方面扩大海外销售量,尤其是VE油的销量。报告期内,公司合成VE实现销售收入11.9亿元,同比增长34.90%,毛利率提升8.68个百分点;天然VE收入6169万元,同比增长45.69%,VE业务的稳定增长保证了公司上半年的业绩。

对于VE价格未来的走势,我们认为四季度将是VE价格回暖的重要阶段。由于四季度是传统的养殖旺季,国内猪肉价格也预计将继续上涨,因此终端需求的恢复将带动VE的回暖。届时,随着终端需求的恢复和供应商营销策略

的改变（需求恢复时，从销售 VE 油转为 VE 粉），VE 价格将企稳回升。

此外，本月开始，几大厂商将陆续进入夏季停产检修期，公司也预计将于 9 月开始停产技改，这也将对 VE 价格回升形成强有力的支撑。

□ VA 业务同比下滑，预计下半年将改善

报告期内公司 VA 业务收入 6823 万元，同比下滑 19.45%，但值得一提的是，公司通过技改降本，VA 业务毛利率仍提升了 6.94 个百分点。VA 价格上半年也下滑接近 20%，但预计这一状况下半年将得到改善。目前有主要厂商恢复报价后提价了 20%，因此 VA 价格后期走高的概率也比较大。

□ 制剂业务是公司长远发展的目标

原料药产业是公司短期的业绩保障，公司长远成长的路径仍是原料药-制剂、仿制-仿创的产业升级。

公司上半年制剂收入 5.47 亿元，同比增长 18.96%，毛利率提升 3.41 个百分点，主要主要制剂产品来立信（盐酸左氧氟沙星）、来可信（盐酸万古霉素针）、加立信（替考拉宁针）等销售增长迅速，其中来可信、加立信销售额较去年同期分别增长 36.09%、49.51%。

□ 盈利预测

我们认为在 VE 寡头垄断的竞争格局没有发生根本改变以及 VE 合成技术没有出现革命性变革的情况下，VE 业务仍将是公司近年业绩的重要保证，而制剂业务的增长将进一步提升公司的盈利能力及估值水平。

鉴于公司因欧元汇兑损失造成的财务费用大增，我们调整了公司 2010-2012 年盈利预测 EPS 分别为 3.15 元、3.63 元和 4.17 元，给予公司未来 6 个月目标价 39.93 元及“增持”评级。

表：公司盈利预测与估值

盈利预测及市场重要数据	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	220,883	376,103	418,374	470,483	526,595	597,685
增长率	-0.5%	70.3%	11.2%	12.5%	11.9%	13.5%
营业利润(万元)	8,422	113,179	145,100	166,718	192,336	220,826
增长率	-9.9%	1243.9%	28.2%	14.9%	15.4%	14.8%
净利润(万元)	5660	97263	121375	141733	163513	187733
增长率	-3.2%	1618.3%	24.8%	16.8%	15.4%	14.8%
每股净资产(元)	1.93	4.00	6.33	9.48	13.11	17.28
每股收益(元)	0.13	2.16	2.70	3.15	3.63	4.17
市盈率(P/E)	154.2	6.5	13.2	11.1	9.6	8.4
市净率(P/B)	10.0	3.5	5.6	3.7	2.7	2.0
EV/EBITDA	34.0	4.9	9.7	8.9	8.0	7.4

资料来源：公司年报、东海证券研究所

附：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	27127	67318	94153	133686	317981	569987
应收款项	73676	72102	91911	103120	115418	131000
存货净额	43693	53901	48568	99763	67386	76246
其他流动资产	3515	1418	6974	9410	10532	11954
流动资产合计	148011	194739	241606	345978	511317	789186
固定资产	120336	120357	117589	130160	135991	140524
无形资产及其他	4368	4203	4041	3907	3772	3637
投资性房地产	7746	3220	23108	23108	23108	23108
长期股权投资	3994	3895	1620	1620	1620	1720
资产总计	284455	326414	387964	504773	675808	958175
短期借款及交易性金融负债	128609	88455	14085	0	0	0
应付款项	37681	29045	40815	43231	48668	55067
其他流动负债	10264	19212	30057	16816	18917	107070
流动负债合计	176553	136712	84956	60046	67584	162137
长期借款及应付债券	18000	7185	12000	12000	12000	12000
其他长期负债	2529	1290	4874	4874	4874	4974
长期负债合计	20529	8475	16874	16874	16874	16974
负债合计	197082	145188	101831	76921	84459	179112
少数股东权益	464	1281	1221	1207	1191	1172
股东权益	86909	179945	284913	426646	590158	777891
负债和股东权益总计	284455	326414	387964	504773	675808	958175
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	220883	376103	418374	470483	526595	597685
营业成本	186384	208483	229202	255077	287591	325965
营业税金及附加	920	2479	3608	2352	2633	2988
销售费用	8013	16076	15855	17408	19484	22114
管理费用	8928	18040	18642	20231	22644	25700
财务费用	10662	14461	2329	8697	1907	92
投资收益	4892	1692	469	0	0	0
资产减值及公允价值变动	2430	4365	4820	0	0	0
其他收入	(4876)	(9443)	(8927)	0	0	(0)
营业利润	8422	113179	145100	166718	192336	220826
营业外净收支	412	(1057)	(2900)	0	0	0
利润总额	8834	112121	142201	166718	192336	220826
所得税费用	3339	14393	20845	25008	28850	33124
少数股东损益	(166)	466	(20)	(23)	(27)	(31)
归属于母公司净利润	5660	97263	121375	141733	163513	187733
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	5660	97263	121375	141733	163513	187733
资产减值准备	(781)	2283	(258)	(4464)	0	0
折旧摊销	11017	12324	12907	12455	14439	16878
公允价值变动损失	(2430)	(4365)	(4820)	0	0	0

财务费用	10662	14461	2329	8697	1907	92
营运资本变动	(8162)	(653)	(13979)	(80128)	26495	68789
其它	615	(1817)	238	4450	(16)	(18)
经营活动现金流	5919	105034	115464	74046	204430	273381
资本开支	(19725)	(18828)	(14539)	(20428)	(20135)	(21276)
其它投资现金流	33	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(16955)	(18729)	(12264)	(20428)	(20135)	(21376)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	5521	(10815)	4815	0	0	0
支付股利、利息	(1350)	(31504)	(36005)	0	0	0
其它融资现金流	6083	38524	(13985)	(14085)	0	0
融资活动现金流	14425	(46114)	(76364)	(14085)	0	0
现金净变动	3390	40190	26836	39532	184295	252005
货币资金的期初余额	23738	27127	67318	94153	133686	317981
货币资金的期末余额	27127	67318	94153	133686	317981	569987
企业自由现金流	0	127669	139248	61001	185905	252171
权益自由现金流	0	0	130078	46323	185984	252943
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.13	2.16	2.70	3.15	3.63	4.17
每股红利	0.03	0.70	0.80	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.93	4.00	6.33	9.48	13.11	17.28
ROS	3%	26%	29%	30%	31%	31%
ROE	7%	54%	43%	33%	28%	24%
毛利率	16%	45%	45%	46%	45%	45%
EBIT Margin	9%	36%	37%	37%	37%	37%
EBITDA Margin	14%	39%	40%	40%	40%	40%
收入增长	-1%	70%	11%	12%	12%	14%
净利润增长	-3%	1618%	25%	17%	15%	15%
资产负债率	69%	45%	27%	15%	13%	19%
息率	0.2%	5.0%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	154.2	6.5	13.2	11.1	9.6	8.4
P/B	10.0	3.5	5.6	3.7	2.7	2.0
EV/EBITDA	34.0	4.9	9.7	8.9	8.0	7.4

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122