

积极应对 VE 价格波动, 业绩大幅增长

2010 年中报点评

报告关键点:

- 业绩大幅增长 83%，符合预期
- 维持“增持-A”的投资评级，维持 12 个月目标价 46 元

报告摘要:

- 业绩大幅增长83%，符合预期。**2010年1-6月，公司实现营业收入23.57亿元，同比增长34.21%。综合毛利率41.22%，同比上升8.26个百分点。实现净利润5.82亿元，同比增长83.27%，每股收益1.29元。扣除非经常性损益后的每股收益为1.31元。加权平均净资产收益率为18.98%，同比增加2.37个百分点。公司业绩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；同时技术革新、降本增效也是盈利提升的主要原因。
- 积极应对维生素E价格波动。**维生素E价格前期下跌，公司主要应对策略为：技术创新降本增效，扩大国际市场的销售量，特别是高含量VE油的销量，扩大其他原料药销售。上半年维生素E销售收入为11.91亿元，同比增长了34.9%；毛利率增加了3.82个百分点。维生素A产品在保持价格和销量平稳的基础上，通过工艺改进降低成本，产品毛利率上升了6.94个百分点。盐酸万古霉素、替考拉宁原料药上半年销量均较去年同期增长一倍以上，本苄醇原料药上半年销量同比也有较大幅度增长。
- 加大制剂产品市场开发力度。**公司制剂销售收入5.48亿元，同比增长了18.96%，同时毛利率也提高了3.41个百分点。报告期内，公司制剂产品市场开发力度不断加强，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）销售增长迅速。其中来可信、加立信销售额同比分别增长了36.09%、49.51%。未来公司将继续重点发展制剂业务，后续新药储备丰富，其中重磅新药甲磺酸普萘替尼和昌欣沙星在临床试验阶段，潜力巨大。
- 维生素E价格短期反弹，长期或受供需影响涨幅有限。**进入8月份以来，维生素E涨价消息频繁，一方面是由于国内两大厂商均停止报价，而前期维生素E价格大幅下跌之后，终端和经销商库存都不多；另一方面夏季停产检修再次来临，新和成于8月12日开始正式停产5周，浙江医药在9月份也可能进行技改性停产检修。维生素E粉（50%饲料级）价格近期约在120元/公斤，我们预期下半年维生素E饲料级价格可能略有上涨，但可能幅度有限，新和成、浙江医药、西南合成均有扩产能力和动机是主要原因。
- 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	16.1	12.9	11.3	10.0	9.1
市净率	8.7	5.5	5.8	5.7	5.8
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	11.6	9.5	9.1	8.1	7.3
股息收益率	0.0%	0.0%	4.4%	5.0%	5.5%

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

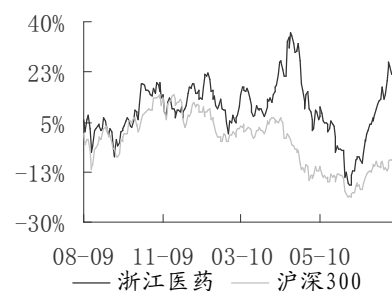
现价: 34.90 元

 报告日期: **2010-08-23**

市场数据

总市值(百万元)	15,707.09
流通市值(百万元)	15,704.25
总股本(百万股)	450.06
流通股本(百万股)	449.98
12个月最高/最低	23.71/42.40 元
十大流通股东(%)	55.88%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.65	11.04	28.16
绝对收益	16.34	15.64	18.56

研究员

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

前期研究成果

浙江医药: VE 景气稳定, 制剂和新药是未来增长点
 2010-06-29

浙江医药: 营收同比大幅增长, 符合预期
 2010-04-26

浙江医药: 维生素B销售创新高, 业绩超预期
 2010-03-29

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-23

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%	4.4%	5.0%	5.5%
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)	16.1	12.9	11.3	10.0	9.1
公允价值变动损失	3.6	-3.6	-	-	-	PB(X)	8.7	5.5	5.8	5.7	5.8
财务费用	107.0	134.0	32.1	10.0	11.6	P/FCF	-	26.2	11.9	10.5	8.8
投资收益	-16.9	-4.7	-	-	-	P/S	4.2	3.8	3.4	3.0	2.8
少数股东损益	4.7	-0.2	6.0	6.8	7.5	EV/EBITDA	11.6	9.5	9.1	8.1	7.3
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%
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	1.0	1.1	-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	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9

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。2009年《新财富》最佳分析师。

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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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