

浙江医药：维生素 E、A 价格继续走高
评级： **买入-A**
 上次评级： 买入-A

目标价格： **24.80 元**
 期限： 6 个月 上次预测： 24.80 元
 现价： 20.34 元

报告日期： **2008-02-21**
报告关键点：

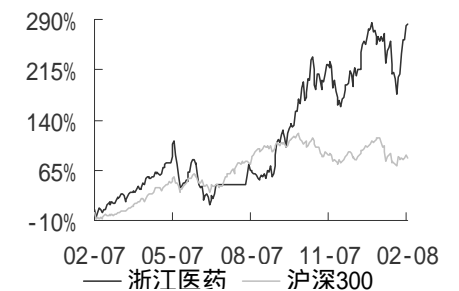
- 📖 新和成VE产品价格再次提高约120%，VA价格提高约60%
- 📖 VE价格上涨创新高，VA价格上涨后市仍可期待
- 📖 VE、VH、VA价格上涨，短期不会有大的新增产能
- 📖 维持对浙江医药“买入-A”的投资评级，及6个月内24.8元的目标价

报告摘要：

- **新和成VE产品价格再次提高约120%，VA价格提高约60%。**新和成（002001）发布了提价公告，VE 系列产品的报价与最近一次公告时（2007年10月20日）的价格相比提高约120%左右，VA 系列产品的报价与最近一次公告时（2007年12月4日）的价格相比提高约60%左右，提价后合成VE 粉约为150元/公斤，VA约为180元/公斤。公司提价主要是为了克服化工原材料价格上涨、环保成本增加等压力。浙江医药公司方面对价格上涨也持谨慎乐观态度。
- **VE价格上涨创新高，VA价格上涨后市仍可期待。**汇易网2月20日的价格快报显示：VE市场进口产品报价已达160元-180元/公斤，国产报价高达160元/公斤（而2月初浙江医药的报价为100元/公斤）。欧洲市场VA报价在19.5-19.6欧元/公斤，国内市场上厦门金达威上周报价在190元/公斤，进口产品报价偏高的在180-200元/公斤。VE价格上涨了新高，行业内多数观点认为VA的价格上涨后市仍可期待；而两类产品在生产原料部分高度重叠相关，使以往两类产品价格之间存在一定的关联度，VE：VA价格系数约为2.4倍，故我们判断VA的价格后市看涨是极为可能的。
- **VE、VH、VA价格上涨，短期不会有大的新增产能。**因原料药规模化生产固定资产投资较大、环保及节能减排等因素提高了行业的进入壁垒；加之该行业集中度较高，为国内外少数几家企业垄断市场；且合成工艺较复杂，技术开发和成熟时间周期较长，故预计上述脂溶性维生素市场一定时期内不会有新的进入者，产能不会有大的增长。
- **维持对浙江医药“买入-A”的投资评级，及6个月内24.8元的目标价。**成本上升、人民币升值压力是最初涨价的内因，而国外厂家的率先涨价是有利的外因刺激，国内采取价格跟随策略、国内外形成一定的价格联盟和默契是价格维护的关键。综合各方信息判断，VE价格维护能力强，VA价格上涨仍有空间，VH（尤其是医药级）价格脉冲较高，稳定性较差。总体来讲，我们仍旧看好受益于脂溶性维生素E、H、A价格上涨的公司浙江医药和新和成，同时仍维持前期对浙江医药“买入-A”的投资评级和6个月内24.8元的目标价。

市场数据

总市值(百万元)	9,154.22
流通市值(百万元)	5,560.18
总股本(百万股)	450.06
流通股本(百万股)	273.36
12个月最高/最低	5.05/21.00元
十大流通股东(%)	33.43%
股东户数	33,471

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.38	21.20	198.94
绝对收益	5.77	19.42	282.32

研究员
洪露 行业分析师
 021-68801215 honglu@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

利润表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
主营业务收入	1,884.7	2,196.5	2,450.2	3,371.5	3,836.7
Growth(%)	36.3%	16.5%	11.6%	37.6%	13.8%
净利润	81.6	60.6	91.4	353.0	382.9
Growth(%)	540.7%	-25.8%	50.8%	286.1%	8.5%
主营利润率(%)	19.5%	16.8%	16.0%	26.8%	25.8%
净利润率(%)	4.3%	2.8%	3.7%	10.5%	10.0%
每股收益(元)	0.18	0.13	0.20	0.78	0.85
每股净资产(元)	1.61	1.71	1.87	2.50	3.18
市盈率	84.73	114.11	75.66	19.60	18.06
市净率	9.55	8.97	8.21	6.15	4.83
净资产收益率(%)	21.1%	14.9%	16.5%	36.1%	30.4%
投资回报率(%)	10.3%	6.4%	6.2%	15.0%	14.4%
EV/EBITDA	32.92	30.51	27.22	11.61	10.70
股息收益率	0.00%	0.20%	0.29%	1.02%	1.11%

前期研究成果

- 浙江医药：维生素 E、H 龙头企业，景气周期正当时
2007-12-14
- 浙江医药：维生素 H 大幅提价，未来业绩将超预期
2007-10-31
- 浙江医药：维生素 E、H 价格走高，龙头企业业绩提升显著
2007-10-22

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2008-02-21

财务报表(百万元)						模型更新时间				
	2005	2006	2007F	2008F	2009F	2005	2006	2007F	2008F	2009F
利润表(百万元)						财务指标				
主营业务收入	1,884.7	2,196.5	2,450.2	3,371.5	3,836.7	销售利润率				
减:主营业务成本	1,510.9	1,820.0	2,051.3	2,456.8	2,834.2	主营业务利润率	19.5%	16.8%	16.0%	26.8%
减:营业税金	6.9	7.3	8.1	11.1	12.7	EBITDA Margin	12.6%	12.1%	12.9%	22.2%
主营业务利润	366.9	369.2	390.8	903.6	989.9	EBIT Margin	8.9%	8.1%	8.8%	18.0%
加:其他业务利润	5.4	2.7	2.1	4.0	4.0	NOPLAT Margin	8.2%	5.3%	5.7%	12.1%
减:营业费用	88.1	95.2	110.3	134.9	153.5	净利润率	4.3%	2.8%	3.7%	10.5%
减:管理费用	134.7	104.7	134.8	168.6	191.8	投资资本效率				
减:财务费用	65.4	83.5	75.1	77.0	76.7	固定资产周转率	2.51	2.26	2.07	2.29
营业利润	83.9	88.5	72.8	527.1	571.8	流动资产周转率	2.94	3.01	2.52	3.00
加:投资收益	19.0	4.9	67.0	4.2	4.2	流动资产周转率	1.76	1.83	1.74	2.07
加:非经常性损益	-10.1	-2.9	-3.0	-1.5	-1.5	应收帐款周转率	4.14	4.11	4.06	5.00
利润总额	92.8	90.5	136.8	529.8	574.5	存货周转率	5.99	6.09	5.43	6.34
减:所得税	7.7	31.3	47.9	174.8	189.6	总资产周转率	0.93	0.93	0.90	1.03
净利润	81.6	60.6	91.4	353.0	382.9	投资资本周转率	1.26	1.22	1.09	1.24
资产负债表(百万元)						投资回报率				
货币资金	197.2	237.4	219.9	282.7	295.3	ROE	21.1%	14.9%	16.5%	36.1%
应收帐款	519.6	548.7	657.9	689.8	750.8	ROA	7.0%	4.6%	4.8%	11.3%
应收票据	20.8	15.9	28.6	38.6	40.9	ROIC(税前)	11.3%	9.8%	9.5%	22.4%
存货	326.0	395.2	507.6	556.2	567.8	ROIC(税后)	10.3%	6.4%	6.2%	15.0%
其他流动资产	52.8	77.9	118.6	151.2	184.3	增长率				
固定资产净额	829.0	1,118.8	1,250.7	1,692.5	1,903.0	主营收入增长率	36.3%	16.5%	11.6%	37.6%
在建工程	146.3	29.5	25.6	28.4	25.6	主营利润增长率	95.6%	0.6%	11.6%	131.2%
其他固定资产	13.2	5.2	5.8	6.9	5.0	EBITDA 增长率	98.4%	11.4%	19.4%	135.9%
其他资产	102.0	97.5	107.8	148.3	168.8	EBIT 增长率	178.1%	5.1%	21.4%	183.1%
资产总额	2,207.8	2,528.4	2,924.9	3,597.0	3,943.9	NOPLAT 增长率	374.3%	-25.0%	20.6%	191.8%
短期债务	1,105.1	1,253.8	1,698.5	1,774.6	1,780.3	净利润增长率	540.7%	-25.8%	50.8%	286.1%
应付帐款	227.0	267.8	143.9	373.4	386.8	投资资本增长率	23.7%	18.2%	30.7%	13.0%
应付票据	32.6	34.7	31.6	88.9	90.7	财务杠杆				
其他流动负债	0.5	55.4	32.8	67.4	95.9	资产负债率	66.8%	69.3%	71.1%	68.6%
长期负债合计	110.4	139.3	172.0	162.2	151.4	负债权益比	203.6%	227.1%	246.8%	219.3%
其他债务	0.0	-	-	-	-	净负债权益比	-139.5%	-148.0%	-197.2%	-149.6%
负债总额	1,475.6	1,751.1	2,078.8	2,466.5	2,505.1	流动比率	0.82	0.79	0.81	0.75
少数股东权益	7.6	6.3	3.8	5.8	7.8	速动比率	0.58	0.55	0.54	0.51
股本	450.1	450.1	450.1	450.1	450.1	分红指标				
留存收益	274.6	321.0	392.3	674.7	981.0	DPS(元)	0.00	0.03	0.04	0.16
股东权益	724.7	771.1	842.4	1,124.8	1,431.1	分红比率	0.0%	22.3%	22.0%	20.0%
负债与股东权益	2,207.8	2,528.4	2,924.9	3,597.0	3,944.0	股息收益率	0.00%	0.20%	0.29%	1.02%
现金流量表(百万元)						业绩和估值指标				
EBIT	168.4	176.9	214.9	608.3	652.8	EBITDA	238.3	265.5	317.0	747.6
减:EBIT的税赋	14.0	61.1	75.2	200.7	215.4	EBIT	168.4	176.9	214.9	608.3
NOPLAT	154.4	115.8	139.7	407.6	437.4	NOPLAT	154.5	115.8	139.7	407.6
加:折旧	69.9	88.5	102.1	139.3	159.2	净利润	81.6	60.6	91.4	353.0
减:营运资本变动	150.6	30.2	449.7	(143.5)	84.8	EPS(元)	0.18	0.13	0.20	0.78
经营活动现金流	73.7	174.2	(207.9)	690.4	511.7	BVPS(元)	1.61	1.71	1.87	2.50
资本支出	(228.4)	(378.3)	(234.0)	(581.0)	(369.7)	PE(X)	84.73	114.11	75.66	19.60
其他净资产变动	(7.1)	19.6	(18.3)	(33.1)	(18.6)	PB(X)	9.55	8.97	8.21	6.15
投资活动现金流	(235.5)	(358.7)	(252.3)	(614.2)	(388.3)	CAGR	62.9%	84.9%	67.2%	
营运自由现金流	(161.9)	(184.4)	(460.3)	76.2	123.4	PEG	1.35	1.34	1.13	
税后财务费用	(60.0)	(54.7)	(48.8)	(51.6)	(51.4)	EV/EBITDA	32.92	30.51	27.22	11.61
付息债务变动	260.3	170.6	484.7	57.8	(5.1)	EV/EBIT	46.59	45.77	40.15	14.26
股东权益变动	84.3	46.4	71.3	282.4	306.3	EV/NOPLAT	50.76	69.92	61.77	21.29
红利	-	(13.5)	(20.1)	(70.6)	(76.6)	EV/IC	4.75	4.15	3.38	3.01
少数股东权益变动	3.6	(1.3)	(2.5)	2.0	2.0	ROIC/WACC	1.66	1.00	1.02	2.29
融资活动现金流	209.4	179.7	442.1	228.0	167.3	REP	2.87	4.13	3.30	1.32

资料来源:安信证券研究所 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，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所撰写，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所将随时补充、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。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有，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所，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所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

梁涛

021-68801216

李国瑞

021-68801229

马正南

010-66581668

何诗钊

0755-82558082

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

张勤

021-68801217

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

安信证券研究所

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编：200120

电话：021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编：100032

电话：010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编：518026

电话：0755-82825555