

张明芳 010-88087423
zhangmf@cmschina.com.cn
徐列海 010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn
吴斌 010-88088570
wubin@cmschina.com.cn

2009年8月11日

浙江医药 (600216.SH)/31.18元

长周期暴利品种VE价值齐升，VH明年相对垄断，创新药企价值低估

日用消费·医药

目标价：41元

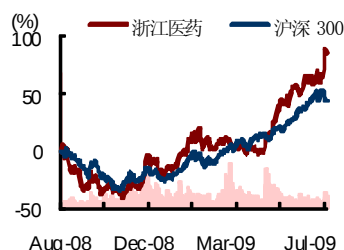
强烈推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3250
总股本(万股)	45006
已上市流通股(万股)	44998
总市值(亿元)	140
流通市值(亿元)	140
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	52.4
资产负债率	42.4%
主要股东	新昌县昌欣投资发展有限公司
主要股东持股比例	25.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	87	68
相对表现	18	28	37



相关报告

- 1、医药周报(2009.8.10~8.14)——短期防御中，我们重点推荐4类医药个股 2009/8/10
- 2、医药周报(2009.5.25~5.29)——板块上涨仍需等待，关注VE需求复苏 2009/5/25
- 3、医药周报(2009.07.27~07.31)——医改切实推进，预计8月份推出一批配套方案 2009/7/27
- 4、医药行业2009年中期投资策略——政策受益、战略转型、立足创新、资产注入四大投资主题 2009/6/15

报告原因：我们于09年8月6日实地调研了浙江医药。重点相关报告2009/5/25《医药周报(2009.5.25~5.29)——板块上涨仍需等待，关注VE需求复苏》

□ 浙江医药是民营控股的综合性创新药企，公司绝大部分产品都是国内首家研发成功上市，具备强大的研发优势、工艺成本优势和产品质量优势。高利润率VE是公司盈利核心，08年VE占其销售收入54%和毛利68%，预计09年将占其销售收入59%和毛利78%，其价格和销量齐升是公司09年主要利润增长点。全球VE生产由4家寡头垄断，供求基本平衡且进入壁垒较高，四大厂家竞争格局稳定，一致的利益诉求构成了VE长暴利周期。第4季度是VE消费旺季，浙江医药和DSM第4季度都将常规停产检修，VE价格有望继续上涨10%或以上，将有利支撑明年价格预期和利润增长。公司VH产量占据市场需求量50%，具备强大市场定价能力，公司09年对VH采取微利的低价竞争策略，旨在扩大市场份额达到相对垄断。我们预测公司VH2010年将提价87%，贡献新增毛利1.56亿元和新增EPS0.23元，将是2010年较大利润增长点。

□ 09年3种业绩情景预测：我们分别按照谨慎预测价115元/公斤、中性预测价125元/公斤和乐观预测价135元/公斤，分别对应全年销售收入同比增长8.1%、13.2%和18.3%，相应净利润分别同比增长12.5%、27.4%和39.3%，对应EPS分别为2.43元、2.76元和3.01元。VE今年单季毛利贡献依次为第3、4、2、1季度，因此公司第3季度单季业绩最好，1季度最差。公司今年下半年业绩将明显好于上半年。

□ 公司08~2011年平均毛利率、ROE和净利率都远超行业平均，我们认为浙江医药合理估值区间应为当年预测PE15~20倍。08年毛利率、净利率及ROE分别高达45%、26%和54%，预计09~2011年其毛利率和净利率仍保持增长，而当前中性预测09年PE仅为11倍，远低于行业平均29.8。我们按照09年中性业绩预测EPS2.76元给予对应价值区间41~55元，3个月目标价41元，相对目前股价仍至少有31%上涨空间，给予“强烈推荐—A”评级。公司第3季度业绩最好，优良3季报公布将刺激股价上涨。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2209	3761	4257	5105	5661
同比增长	-1%	70%	13%	20%	11%
营业利润(百万元)	84	1132	1467	1967	2254
同比增长	-10%	1244%	30%	34%	15%
净利润(百万元)	57	973	1240	1663	1905
同比增长	-3%	1618%	27%	34%	15%
每股收益(元)	0.13	2.16	2.76	3.69	4.23
PE	252.7	14.7	11.5	8.6	7.5
PB	16.5	7.9	5.4	3.7	2.8

资料来源：招商证券（其中09年EPS为中性情景预测）

正文目录

第一部分：市场仍未发掘浙江医药创新和定价能力企业	4
一、公司是综合性创新型制药企业	4
1、公司绝大多数产品都是国内首家研发成功获批上市	4
2、股权结构：民营控股，管理层股权激励方案 08 年提出后终止	4
3、08 年业务结构：VE、VA 和 VH 3 大原料药合占收入 65.3%和毛利 79.1%	5
二、VE 短期波动不改其长暴利周期：供求基本平衡且寡头垄断，进入壁垒较高，未来 2 年内难有新进入者	6
1、VE 产业生态最佳：使用越多越好，全球供求平衡	6
2、四大厂家竞争格局稳定，一致利益诉求构成了 VE 长暴利周期	7
三、浙江医药占 VH 全球供给量 50%，其定价能力将在明年体现，当前微利竞争旨在扩大市场份额达到相对垄断	8
四、全球 VA 供给过剩，产业生态不及 VE，后续价格是否上涨还有待观察	9
第二部分：09 年业绩情景预测，2010 年增长点前瞻	10
一、VE 09 年价量齐升，单季毛利贡献依次为第 3、4、2、1 季度，第 4 季度价格有望继续上涨 10%或以上。第 3 季度单季业绩最好，1 季度最差	10
二、VH 09 年洗牌实现相对垄断，将是公司 2010 年较大利润增长点	12
三、VA、制剂和医药商业：平稳增长	12
四、分产品销售预测和盈利预测	12
第三部分：合理估值区间预测 PE 15~20 倍，当前价值低估，强烈推荐	14
一、基于 VE 08~2010 年平均 ROE 和净利润率远超行业平均，我们认为浙江医药合理估值区间应为当年预测 PE 15~20 倍	14
二、按照 09 年中性业绩预测 2.76 元对应目标价 41 元	14

图表目录

图 1: 浙江医药股权结构图.....	5
图 2: 08 年收入结构, 3 大原料药占收入 65.3%	6
图 3: 08 年毛利结构, 3 大原料药占毛利 79.1%	6
图 4: 08 年各产品销售收入和毛利率	6
图 5: VE 全球供给和需求基本平衡、竞争格局稳定.....	7
图 6: 全球 VH 供给分布	8
图 7: 2% VH 国内价格 (含税) 走势图	8
图 8: 98% VH 出口价格走势	8
图 9: VA 国内价格 (含税) 走势图	9
图 10: VA 出口价量分析	9
图 11: VE 3 季度淡季不淡, 预计全年销量达 1.9 万吨	10
图 12: VE 第 3 季度贡献毛利最大, 其次为 4、2、1 季度.....	10
图 13: VE 3 季度淡季不淡, 预计全年销量达 1.9 万吨.....	11
图 14: VE 第 3 季度贡献毛利最大, 其次为 4、2、1 季度.....	11
图 15: 09 年中性预测 VE 收入占比 58.6%	11
图 16: 09 年中性预测 VE 毛利占比 78.3%	11
 表 1: 浙江医药国内首创药物的获批时间	 4
表 2: 浙江医药分产品销售预测及业绩预测.....	13
表 3: 浙江医药净利率、ROE 均远高于行业水平, 目前 09 年中性预测 PE 仅 11.3 倍... ..	14

第一部分 市场仍未发掘浙江医药创新和定价能力

一、公司是综合性创新型制药企业

1、公司绝大多数产品都是国内首家研发成功获批上市

浙江医药是我国创新型药企，公司是 2008 年十一五国家重大新药创制转项第一批 6 家创新药物企业孵化基地之一，与恒瑞医药、华北制药和天士力等企业并列前茅。公司享受 15% 高新技术企业所得税扶持。

新昌研究院和浙江医药上海来益生物药物开发中心是公司主要研发平台。公司与外部研究机构也展开了广泛的合作，同中国医科大学、北京大学及上海交通大学等均保持良好的合作关系。我们从 SFDA 网站上搜索到了 10 个浙江医药国内首创药物的获批时间和批文，见下表所示。

表1：浙江医药国内首创药物的获批时间

名称	剂型	获批日期	备注
天然维生素 E	原料药	2002-7-10	药用天然 VC 仅两家获批
乳酸左氧氟沙星	原料药和片剂	2002-7-10	
乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液	注射液	2002-7-10	商品名“来立信”
阿司匹林锌	原料药和胶囊	2002-7-10	独家获批
盐酸万古霉素	原料药和注射剂	2003-4-23	仅两家获批
生物素（维生素 H）	原料药	2003-11-28	独家获批医药级 VH
替考拉宁	原料药和注射剂	2004-3-18	仅两家获批
盐酸加替沙星氯化钠注射液	注射剂	2004-4-29	商品名“来佳”
盐酸加替沙星	原料药和片剂	2004-12-2	原料药仅两家获批
辅酶 Q10	原料药	2005-7-1	最早采用发酵法

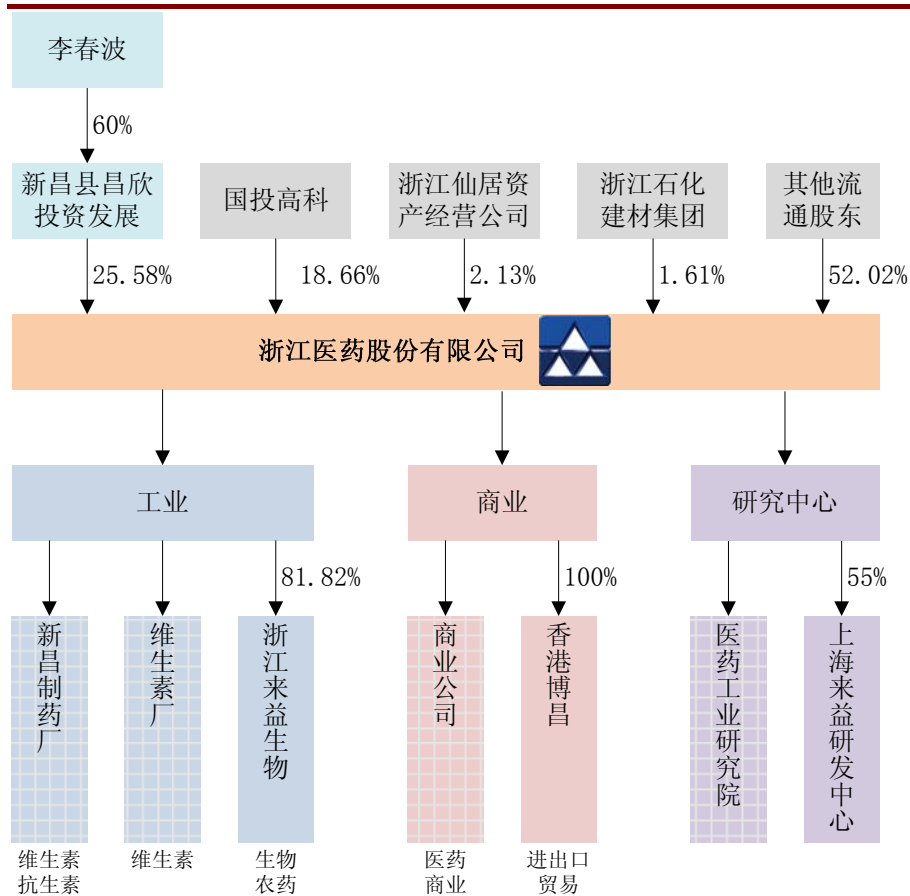
数据来源：SFDA、招商证券研究

公司目前有多个创新性抗癌新药正在临床实验和正在准备进入临床实验，公司开发的治疗肺癌的一类新药“甲磺酸普奎替尼”07 年 10 月获得 SFDA 批准进入 I 期临床实验，预计今年底结束 I 期、进入 II 期临床。

2、股权结构：民营控股，管理层股权激励方案 08 年提出后终止

公司控股股东是昌欣投资公司，董事长李春波先生控股昌欣投资 60%，是公司实际控制人。公司 2008 年 7 月一度推出管理层股权激励方案，后因市场环境骤变，导致方案无法实施而终止。

图1: 浙江医药股权结构图



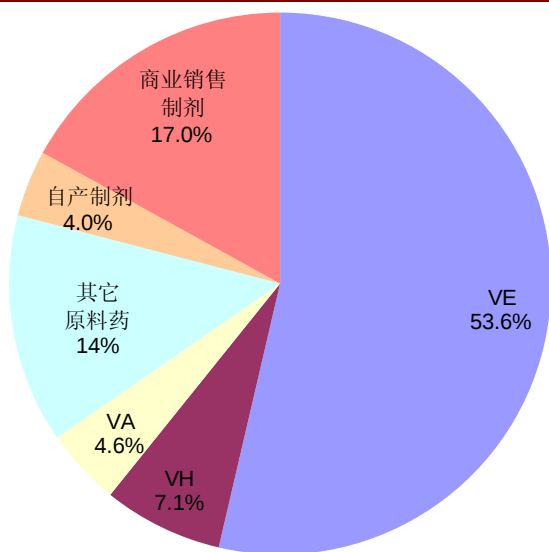
数据来源: 招商证券研究, 加底纹单位是浙江医药下属企业

3、08 年业务结构: VE、VA 和 VH 3 大原料药合占收入 65.3%和毛利 79.1%

以公司 08 年年报来看, VE、VA 和 VH 3 大原料药分别占据销售收入 53.6%、4.6%和 7.1%, 分别占据毛利 67.7%、2.9%和 8.5%。VE、VA 和 VH 3 大原料药合占销售收入 65.3%和毛利 79.1%。

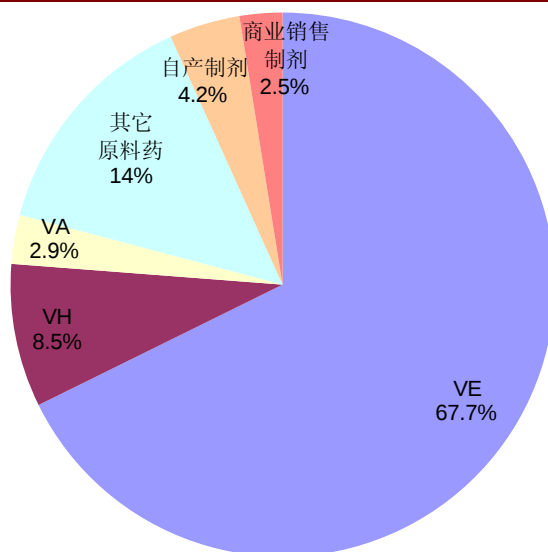
08 年 VE (包括合成 VE 及天然 VE) 销售规模达到 20.1 亿元, 毛利率 56.4%。VH 的销售规模达到 2.7 亿元, 毛利率 53.4%。VA 销售规模达到 1.7 亿元, 毛利率 28.3%。

图 2：08 年收入结构，3 大原料药占收入 65.3%



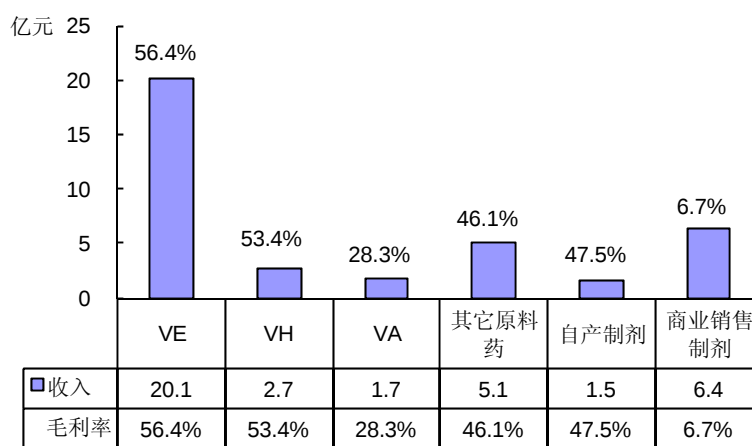
数据来源：公司年报，招商证券研究

图 3：08 年毛利结构，3 大原料药占毛利 79.1%



数据来源：公司年报，招商证券研究

图 4：08 年各产品销售收入和毛利率



数据来源：公司年报，招商证券研究，柱状图上数字是产品毛利率

二、VE 短期波动不改其长暴利周期：供求基本平衡且寡头垄断，进入壁垒较高，未来 2 年内难有新进入者

1、VE 产业生态最佳：使用越多越好，全球供求平衡

VE 可以使动物肉质更新鲜、提高动物免疫力和繁殖力、促进动物生长发育，具备医药抗氧化剂、化妆品和饲料添加剂等用途，一般来说，VE 实际使用时鼓励添加，越多越好。VE 下游饲料需求依次是蛋鸡和肉鸡 > 猪 > 牛 > 宠物 > 水产。

参照市场总需求量和销售价格，VE 已经超过 VC 成为市值最大维生素。

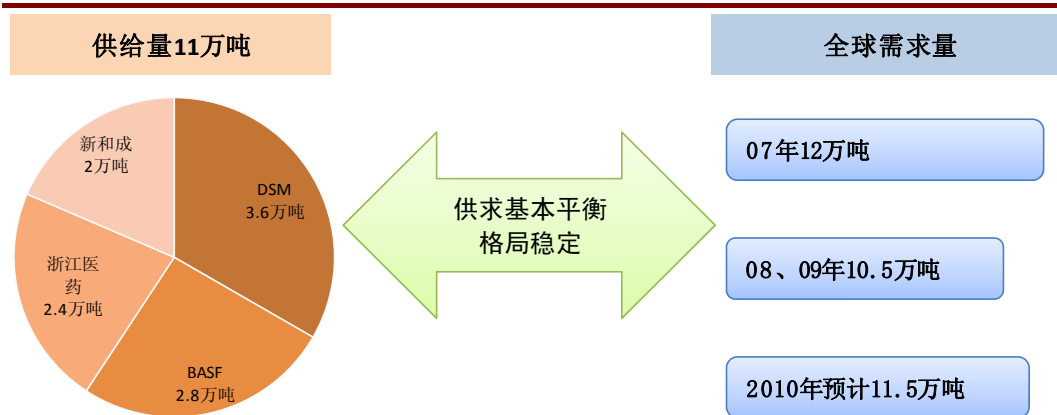
VE 工艺步骤达 25 步，技术壁垒仅次于 VA，万吨级投资额达 10 亿元，建设期需要 2

年，然后需要通过的安全评审和环保评审都较高。从目前来看，西南合成仅有 2000 吨产能、尚不足以引起 VE 价格波动。目前还看不到未来 2~3 年以内有新进入者的迹象。

全球 VE 目前供给基本平衡（见下图）。全球主要由 DSM（3.6 万吨）、BASF（2.8 万吨）浙江医药（2.4 万吨）和新合成（2 万吨）4 家寡头垄断供给，07 年市场需求量 12 万吨，08 年和 09 年受经济危机影响需求在 10.5 万吨，预计 2010 年将回升到 11.5 万吨。

浙江医药 VE 车间 04 年建成，生产线较新，其工艺链条最长，从乙醛、异戊醛等石油产品及间甲酚等合成起始原料开始，异植物醇及三甲基氢醌等所有中间体均实现自产，因此，其生产成本最低。今年基础化工原料价格较低对其成本下降更加有利。公司 VE 享受 17% 出口退税率。

图5：VE全球供给和需求基本平衡、竞争格局稳定



数据来源：招商证券研究

2、四大厂家竞争格局稳定，一致利益诉求构成了 VE 长暴利周期

正是由于全球 VE 四大厂家产能和竞争格局稳定，各家都希望保持 VE 较高又合理的利润空间，因此，构成了 VE 长暴利周期。07 年以来，VE 价格支撑了其高毛利率。08 年新合成 VE 毛利率高达 77.5%，尽管浙江医药全年均价比新合成低 25%，其 VE 毛利率仍高达 58%。

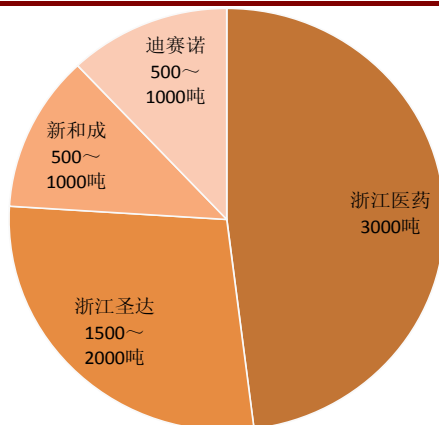
由于高利润 VE 支撑，浙江医药和新合成 08 年 ROE 分别高达 54.1%和 74.8%。

VE 下游 7~9 月是消费淡季，1、4 季度是旺季，淡旺季价格或有 5~10 元/公斤波动，但不改其长暴利周期的趋势。

三、浙江医药占 VH 全球供给量 50%，其定价能力将在明年体现，当前微利竞争旨在扩大市场份额达到相对垄断

全球 VH 市场需求量 6000 吨（以 VH 粉计算）。其中：浙江医药的 VH 产能 3000 吨，全球最大，约占 50%。其余 3 家迪赛诺（500~1000 吨）、浙江圣达（1500~2000 吨）和新合成（500~1000 吨）。

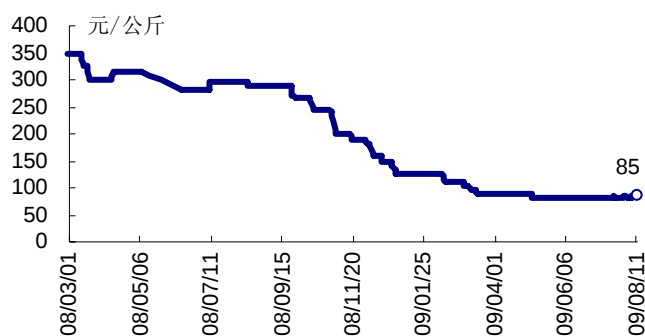
图6：全球VH供给分布



数据来源：招商证券研究

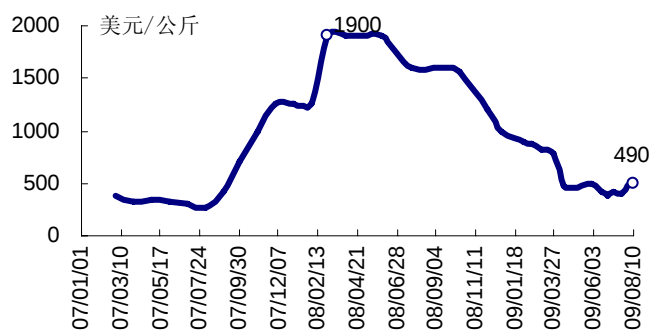
2%饲料级 VH 国内价格从 08 年 9 月的 300 元/公斤（含税）急速下跌到 09 年 2 月的 110 元/公斤，其降幅远大于 VE，目前报价 85 元/公斤。98% VH 出口报价也由 09 年 3 月的 1900 美元/公斤下滑至目前的 490 美元/公斤。

图 7：2% VH 国内价格（含税）走势图



数据来源：博亚和讯，招商证券研究

图 8：98% VH 出口价格走势



数据来源：健康网，招商证券研究

浙江医药的 VH 具备规模优势、成本优势和质量优势，09 年初至今价格一直平缓下降，目前售价在盈亏平衡点附近，公司采取微利价格竞争策略，通过扩大市场份额达到相对垄断。

我们判断：2010 年，浙江医药在实现 VH 相对垄断之后，将实施提价策略。我们预测公司 VH 2010 年将提价 87%，其提价利润将是 2010 年较大利润增长点。

四、全球 VA 供给过剩，产业生态不及 VE，后续价格是否上涨还有待观察

全球 VA 主要用于欧美奶牛饲料添加剂，过量添加会导致中毒反应。全球 VA 大约 20% 产能过剩，其价格上涨下跌都慢于 VE。

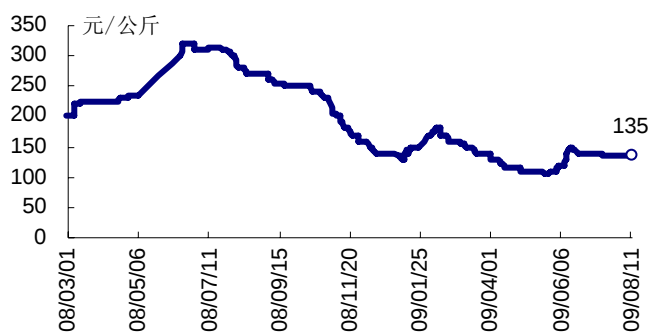
VA 国内报价自 08 年 7 月的 315 元/公斤（含税）下滑至目前的 135 元/公斤，海关出口均价也由 08 年 8 月的 35 美元/公斤下滑至 09 年 6 月的 23 美元/公斤。

考虑近年 VA 的出口量以及金融危机的综合影响，我们认为国内 VA 的正常月平均出口量应在 220 吨左右。而 VA 08 年 2 月以后经历了囤货—去库存化的过程，其中：08 年 3 月~08 年 7 月期间库存量较正常水平增加了约 800 吨；08 年 8 月~09 年 4 月期间消化库存量 800 吨，09 年 5、6 月出口量已恢复到 250 吨、220 吨，处于正常范围内。

目前，国内 VA 主要生产企业新合成和厦门金达威的库存量均较大，9 月以后能否价格上涨仍有待观察。

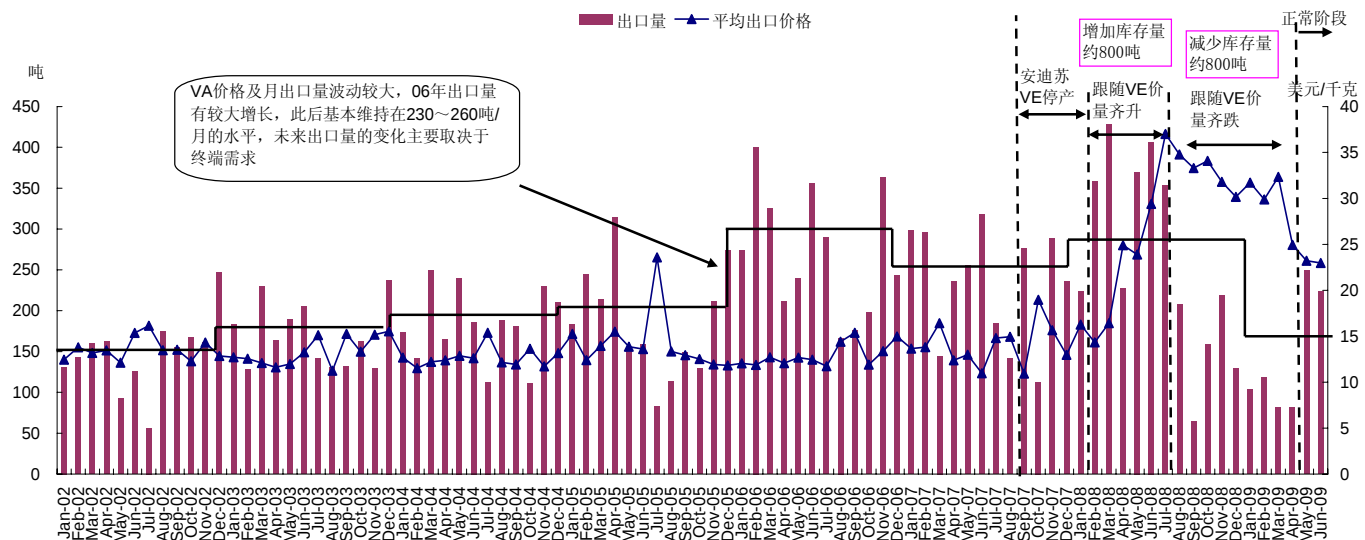
浙江医药的 VA 主要通过提高工艺毛利率来提高盈利能力。

图 9：VA 国内价格（含税）走势图



数据来源：博亚和讯，招商证券研究

图 10：VA 出口量分析



数据来源：海关，招商证券研究

第二部分 09 年业绩情景预测, 2010 年增长点前瞻

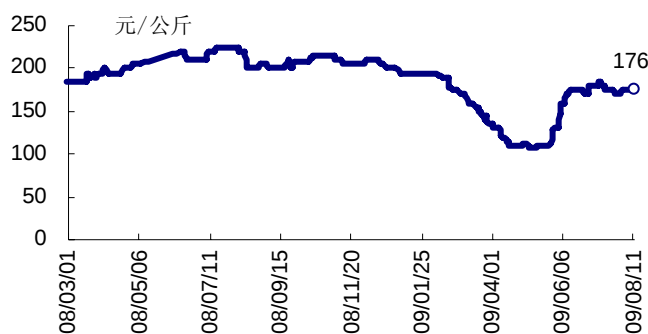
一、VE 09 年价量齐升, 单季毛利贡献依次为第 3、4、2、1 季度, 第 4 季度价格有望继续上涨 10%或以上。第 3 季度单季业绩最好, 1 季度最差

浙江医药 VE 08 年 1~4 月售价较低, 5 月以后开始上涨, 08 年均价为 110 元/公斤, 全年销量约 1.8 万吨。

09 年公司每个月签一次定单, 价格随行就市。受经济危机经销商去库存化影响, 今年 1 季度销量小, 仅近 3000 吨。4 月 10 日以前价格较高, 在 150 元以上。

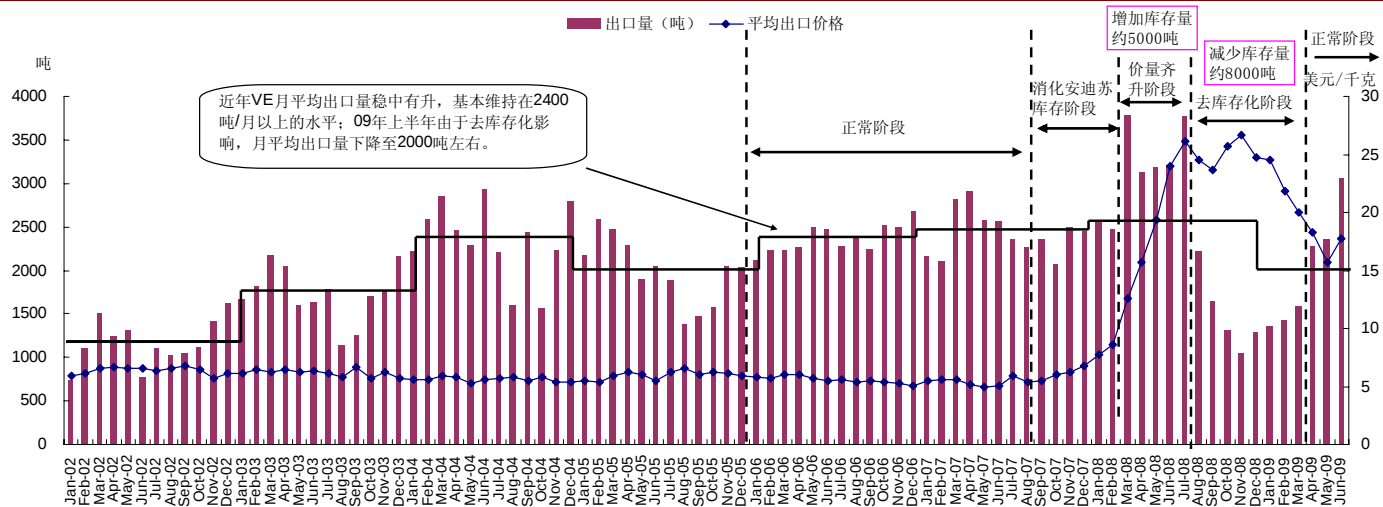
4 月 10 日至 5 月 20 日期间价格较低, 最低跌至 105 元/公斤。5 月 20 日以后受传言 DSM 停产检修和新合成即将停产检修影响, VE 价格从 105 元/公斤上涨到目前的 176 元/公斤。

图 11: VE 国内价格走势



数据来源: 博亚和讯, 招商证券研究

图 12: VE 出口 2 季度量价齐升



数据来源: 海关, 招商证券研究

今年 7~9 月浙江医药 VE 淡季不淡, 定单不错, 而且 7 月份 VE 售价明显高于上半年。

第 4 季度将进入 VE 消费旺季, 今年第 4 季度, 浙江医药和 DSM 的 VE 生产线都将常

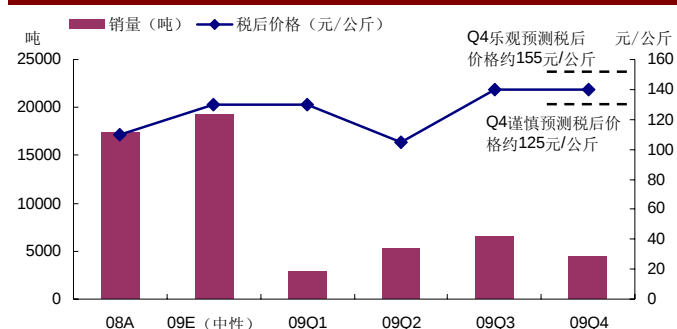
规停产检修 15~20 天，VE 价格有望继续上涨 10%或以上，达到 200 元/公斤左右。我们将密切跟踪。若第 4 季度 VE 价格继续上涨，将有利支撑明年 VE 价格预期。

我们对 VE 预测的假设基础和结论：

- ✓ 考虑到公司第 4 季度 VE 生产线将停产检修 15~20 天，我们预测公司 09 年 VE 销量将达到 1.9 万吨，其中，第 1、2、3、4 季度分别实现销量 2900 吨、5300 吨、6500 吨和 4500 吨。
- ✓ 按照 VE 09 全年中性预测税后均价 125 元/公斤来测算将贡献毛利 15 亿元，单季毛利贡献依次为第 3、4、2、1 季度。
- ✓ 公司多个创新抗癌药正在临床试验阶段，研发投入将逐年增长，因此我们预测管理费用率将稳步上升。

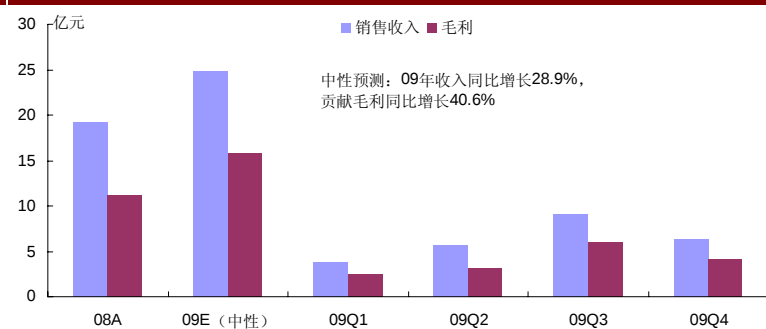
VE 仍为公司 09 年最重要的收入和利润来源，中性预测 09 年 VE 收入占比 58.6%，毛利占比 78.3%。

图 13: VE 3 季度淡季不淡，预计全年销量达 1.9 万吨



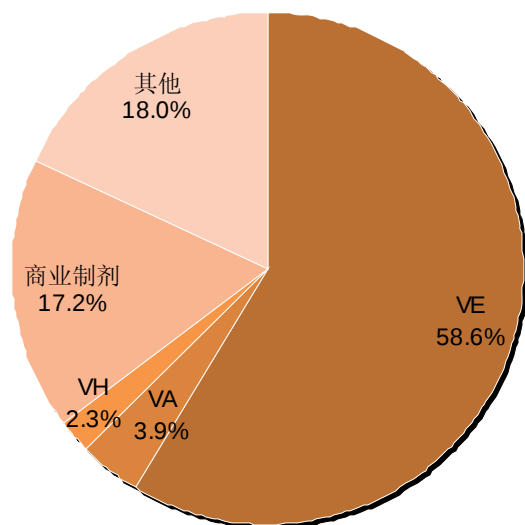
数据来源：招商证券研究

图 14: VE 第 3 季度贡献毛利最大，其次为 4、2、1 季度



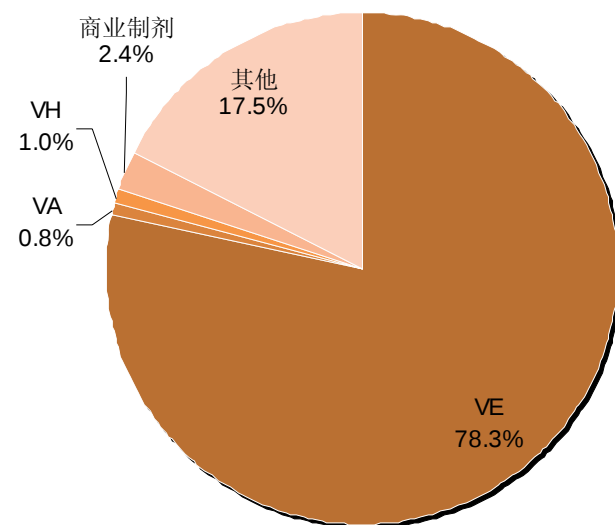
数据来源：招商证券研究

图 15: 09 年中性预测 VE 收入占比 58.6%



数据来源：招商证券研究

图 16: 09 年中性预测 VE 毛利占比 78.3%



数据来源：招商证券研究

二、VH 09 年洗牌实现相对垄断，将是公司 2010 年较大利润增长点

如前面所述：公司 VH 已经占据 50% 市场份额，09 年公司采取微利价格竞争策略，旨在通过扩大市场份额达到相对垄断。

我们判断：2010 年，浙江医药在实现 VH 相对垄断之后，将实施提价策略。我们预测公司 VH 2010 年将提价 87%，贡献新增毛利 1.56 亿元和 EPS0.23 元，占当年新增毛利的 27%，为 2010 年较大利润增长点。

三、VA、制剂和医药商业：平稳增长

如前面所述：VA 不是浙江医药主产品，主要通过提高工艺毛利率来提高盈利能力。

公司“来立信、来可信”等制剂 08 年实现 1.5 亿元销售额，商业销售规模 6.36 亿元，我们预计未来保持平稳增长。

四、分产品销售预测和盈利预测

我们对公司分产品销售预测和盈利预测见下表。其中：对 09 年 VE 全年均价，我们给予了 3 种不同的情景预测：谨慎预测价 115 元/公斤、中性预测价 125 元/公斤和乐观预测价 135 元/公斤，分别对应全年销售收入同比增长 8.1%、13.2% 和 18.3%，相应净利润分别同比增长 12.5%、27.4% 和 39.3%，对应 EPS 分别为 2.43 元、2.76 元和 3.01 元。

表 2: 浙江医药分产品销售预测及业绩预测

百万元		08A	09E			2010E	2011E
			谨慎	中性	乐观		
合成 VE	收入	1920	2208	2400	2592	2800	3000
	(+/-)%		15.0%	25.0%	35.0%	16.7%	7.1%
	价格(元/公斤)	110	115	125	135	140	150
	销量(吨)	17452	19200	19200	19200	20000	20000
	毛利率	58.3%	60.9%	64.0%	66.0%	67.9%	70.0%
VA	收入	172			165	184	204
	(+/-)%				-4.0%	11.5%	10.9%
	价格(元/公斤)	140			110	115	120
	销量(吨)	1250			1500	1600	1700
	毛利率	28.3%			9.1%	13.0%	16.7%
VH	收入	267			97.5	308	400
	(+/-)%				-63.5%	215.9%	29.9%
	价格(元/公斤)	127			75	140	160
	销量(吨)	2100			1300	2200	2500
	毛利率	53.4%			20%	57.1%	62.5%
来立信	收入	105			110	121	133
	(+/-)%				5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	47.10%			45%	45%	45%
盐酸万古霉素	收入	73			102	132	166
	(+/-)%				40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	28.80%			28%	28%	28%
天然 VE	收入	89			94	98	103
	(+/-)%				5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.40%			15%	15%	15%
胡萝卜素	收入	80			95	110	126
	(+/-)%				20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	40.40%			40%	40%	40%
其他工业	收入	419			461	507	558
	(+/-)%				10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	51.50%			50%	50%	50%
商业	收入	636			731	841	967
	(+/-)%				15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	6.70%			6.50%	6.50%	6.50%
合计	收入	3761	4064	4256	4448	5101	5657
	(+/-)%		8.05%	13.2%	18.3%	19.9%	10.9%
	毛利率	44.6%	44.0%	46.5%	48.3%	50.2%	51.2%
营业费用率		4.3%			4.5%	4.5%	4.5%
管理费用率		4.8%			5.2%	5.2%	5.2%
财务费用率		3.9%			1.1%	0.8%	0.5%
净利润		973	1095	1240	1355	1663	1905
(+/-%)			12.5%	27.4%	39.3%	34.1%	14.6%
EPS		2.16	2.43	2.76	3.01	3.69	4.23

数据来源: 招商证券研究

第三部分 合理估值区间预测 PE 15~20 倍，当前价值低估，强烈推荐

一、基于 VE 08~2010 年平均 ROE 和净利润率远超行业平均，我们认为浙江医药合理估值区间应为当年预测 PE 15~20 倍

浙江医药由于高利润率长周期 VE 支撑，08 年毛利率、净利率及 ROE 分别高达 44.6%、25.9%和 54.1%，均远超行业平均水平。预计 09~2011 年其毛利率和净利率仍保持增长，我们认为浙江医药合理估值区间应为当年预测 PE 15~20 倍，而当前中性预测 09 年 PE 仅为 11.3 倍，远低于行业 29.8 的平均水平。

表 3：浙江医药净利率、ROE 均远高于行业水平，目前 09 年中性预测 PE 仅 11.3 倍

		08A	09E (中性)	2010E	2011E	08-2011 年均值
浙江医药	毛利率	44.6%	46.5%	50.2%	51.2%	48.5%
	净利率	25.9%	29.1%	32.6%	32.1%	30.8%
	ROE	54.1%	46.5%	43.4%	36.9%	42.9%
	预测 PE	14.4	11.3	8.4	7.4	
医药行业	毛利率	27.8%				
	净利润率	6.0%				
	ROE	8.8				
	预测 PE	34.2	29.8	23.7	19.8	

数据来源：招商证券研究

二、按照 09 年中性业绩预测 2.76 元、对应目标价 41 元

我们按照公司 09 年中性业绩预测 2.76 元、合理估值区间 15~20 PE，对应价值区间 41~55 元，3 个月目标价 41 元，相对目前股价至少仍有 31%上涨空间，给予“强烈推荐—A”评级。

股价催化剂：公司第 3 季度业绩最好，优良 3 季报公布将刺激股价上涨。我们初步测算第 3 季度将实现 EPS 1.0 元以上。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1480	1947	2596	4258	5643
现金	271	673	1190	2610	3825
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	55	63	85	102	113
应收款项	661	635	699	843	937
其它应收款	21	23	43	51	57
存货	437	539	552	621	678
其他	35	14	27	31	33
非流动资产	1364	1317	1357	1392	1424
长期股权投资	40	39	39	39	39
固定资产	1167	1167	1209	1248	1283
无形资产	44	42	38	34	31
其他	114	69	71	71	71
资产总计	2845	3264	3953	5650	7068
流动负债	1766	1367	1105	1629	1704
短期借款	1191	732	600	600	600
应付账款	366	289	319	483	525
预收账款	13	12	14	114	124
其他	195	334	172	432	455
长期负债	205	85	162	162	162
长期借款	180	72	160	160	160
其他	25	13	2	2	2
负债合计	1971	1452	1267	1791	1866
股本	450	450	450	450	450
资本公积金	179	150	150	150	150
留存收益	240	1199	2067	3231	4565
少数股东权益	5	13	19	27	37
母公司所有者权益	869	1799	2667	3831	5165
负债及权益合计	2845	3264	3953	5650	7068

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	228	1200	1282	2093	1951
净利润			1240	1663	1905
折旧摊销			112	115	118
财务费用			45	38	29
投资收益			(14)	(14)	(14)
营运资金变动			(105)	283	(97)
其它			3	8	10
投资活动现金流	(121)	(178)	(153)	(150)	(150)
资本支出			(150)	(150)	(150)
其他投资			(3)	0	0
筹资活动现金流	(47)	(630)	(611)	(523)	(586)
借款变动			(197)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(372)	(499)	(572)
其他			(43)	(24)	(15)
现金净增加额	60	392	517	1420	1214

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2209	3761	4257	5105	5661
营业成本	1864	2085	2278	2542	2763
营业税金及附加	9	25	30	36	40
营业费用	80	161	196	235	260
管理费用	89	180	226	271	300
财务费用	107	145	45	38	29
资产减值损失	24	47	30	30	30
公允价值变动收益	(0)	(4)	(3)	(3)	(3)
投资收益	49	17	17	17	17
营业利润	84	1132	1467	1967	2254
营业外收入	11	8	7	7	7
营业外支出	7	18	8	8	8
利润总额	88	1121	1466	1966	2253
所得税	33	144	220	295	338
净利润	55	977	1246	1671	1915
少数股东损益	(2)	5	6	8	10
母公司所有者净利润	57	973	1240	1663	1905
EPS (元)	0.13	2.16	2.76	3.69	4.23

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-1%	70%	13%	20%	11%
营业利润	-10%	1244%	30%	34%	15%
净利润	-3%	1618%	27%	34%	15%
获利能力					
毛利率	15.6%	44.6%	46.5%	50.2%	51.2%
净利率	2.6%	25.9%	29.1%	32.6%	33.7%
ROE	6.5%	54.1%	46.5%	43.4%	36.9%
ROIC	5.1%	40.2%	37.3%	36.9%	32.5%
偿债能力					
资产负债率	69.3%	44.5%	32.0%	31.7%	26.4%
净负债比率	51.5%	29.3%	19.2%	13.4%	10.8%
流动比率	0.8	1.4	2.3	2.6	3.3
速动比率	0.6	1.0	1.8	2.2	2.9
营运能力					
资产周转率	0.8	1.2	1.1	0.9	0.8
存货周转率	4.5	4.3	4.2	4.3	4.3
应收帐款周转率	3.7	5.8	6.4	6.6	6.4
应付帐款周转率	5.9	6.4	7.5	6.3	5.5
每股资料(元)					
每股收益	0.13	2.16	2.76	3.69	4.23
每股经营现金	0.51	2.67	2.85	4.65	4.33
每股净资产	1.93	4.00	5.93	8.51	11.48
每股股利	0.03	0.70	0.83	1.11	1.27
估值比率					
PE	247.9	14.4	11.3	8.4	7.4
PB	16.1	7.8	5.3	3.7	2.7
EV/EBITDA	116.7	25.0	21.5	16.5	14.6

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了 6 年，6 年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 ±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。