

维生素 E 价格高位企稳，业绩符合预期

2009 年中期报告点评

报告关键点：

- 维生素价格恢复性反弹，业绩符合预期
- 维生素E价格快速反弹后，近期趋于稳定
- 维持“增持-A”的投资评级，维持6个月目标价36元

报告摘要：

- **维生素E价格恢复性反弹，业绩符合预期。**09年1-6月，公司实现营业收入17.56亿元，同比下降13.92%，环比09年一季度上升了37.86%。综合毛利率为32.96%，同比下降了9.70个百分点。实现归属于母公司的净利润3.17亿元，同比减少23.92%，每股收益0.71元。每股经营活动产生的现金流量净额为0.98元，同比增长73.67%。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为16.39%，同比减少22.41个百分点。账面现金充裕达6.44亿元。公司收入同比下降而环比上升、业绩负增长的主要原因为：08年4季度以来，公司主要产品VH、VA、VE的价格相继下跌，09年3月之前销售量持续萎缩；而自5月份以来，随着全球经济的逐步复苏，维生素去库存完成后，VE和VA产品价格企稳并有所回升、产销量逐步恢复到正常水平。
- **维生素E仍为盈利关键，价格快速反弹后趋于稳定。**公司合成维生素E、A、H收入分别达8.83亿元、8,471万元、3,709万元，合成维生素E收入占比50.27%、毛利占比83.36%，仍为公司盈利主要来源。据健康网数据显示：维生素E价格经过了六、七月份快速反弹后，8月以来价格相对稳定，目前进口VE在180-185元/公斤。浙江医药VE内销价由前期的140-150元/公斤（含税），近期提高到170-180元/公斤（含税）；VE外销价在6月下旬由14-15美元/公斤，提升至18-19美元/公斤。折算成VE粉（50%）的销售量5月估测为1,600吨，6月1,800吨，7月达2,000吨，价量齐升趋势已形成。我们预期公司后续10月份可能停产检修，维生素E价格有再度攀高的可能。08年浙江医药的VE产量约为1.8万吨，全年均价约为125元/公斤（含税）。我们预期09年VE粉（50%）产量约为08年的90%，价格在130元/公斤（含税）。
- **制剂销售、盐酸万古霉素系列平滑公司业绩波动。**公司制剂销售达4.6亿元，销售占比为26.21%，同比增长了18.46%。盐酸万古霉素系列销售达4,195万元，同比增长了17.54%。上述产品合计为公司贡献毛利6,833万元，毛利占比为11.81%。公司虽处于维生素的高景气周期，但仍主抓制剂和盐酸万古霉素销售，以通过多产品系列经营，分散维生素产品价格波动对业绩的影响。
- **维持“增持-A”的投资评级，6个月目标价36元。**我们维持对公司09年、2010年的业绩预测分别为EPS 2.03元、2.20元，对公司的估值水平为15-20倍PE，维持6个月目标价36元，及“增持-A”的投资评级。
- **风险提示：**不排除维生素产品价格波动，影响公司业绩波动较大。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,208.8	3,761.0	3,565.5	3,907.7	4,239.9
Growth(%)	-0.5%	70.3%	-5.2%	9.6%	8.5%
净利润	54.9	977.3	961.6	1,043.3	1,169.0
Growth(%)	-3.2%	1618.3%	-6.1%	8.5%	12.0%
毛利率(%)	15.6%	44.6%	41.4%	41.6%	42.4%
净利率(%)	2.6%	25.9%	25.6%	25.4%	26.2%
每股收益(元)	0.13	2.16	2.03	2.20	2.47
每股净资产(元)	1.94	4.03	3.89	4.35	4.95
市盈率	252.9	14.7	15.7	14.4	12.9
市净率	16.4	7.9	8.2	7.3	6.4
净资产收益率(%)	6.3%	53.9%	54.9%	53.3%	52.5%
ROIC(%)	5.8%	50.5%	41.4%	44.3%	46.9%
EV/EBITDA	52.2	10.7	12.4	11.4	10.2
股息收益率	0.0%	0.0%	3.2%	3.5%	3.9%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

36.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 30.00 元

现价： 30.05 元

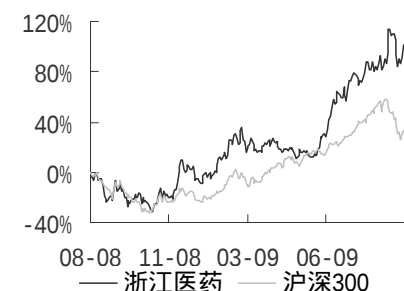
报告日期：

2009-08-24

市场数据

总市值(百万元)	13,524.30
流通市值(百万元)	13,521.86
总股本(百万股)	450.06
流通股本(百万股)	449.98
12 个月最高/最低	10.17/33.78 元
十大流通股东(%)	54.96%
股东户数	64,325

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.08	41.60	68.51
绝对收益	11.43	58.49	101.72

研究员

洪露

高级行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

前期研究成果

- 浙江医药：维生素 E 量价齐升，盈利能力逐步恢复
2009-06-10
- 浙江医药：最艰难的时期或将过去
2009-04-23
- 浙江医药：08 年业绩爆发性增长，09 年维生素需求恢复尚需时日
2009-03-30

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-24**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,208.8	3,761.0	3,565.5	3,907.7	4,239.9	成长性					
减: 营业成本	1,863.8	2,084.8	2,089.4	2,282.1	2,442.2	营业收入增长率	-0.5%	70.3%	-5.2%	9.6%	8.5%
营业税费	9.2	24.8	15.0	16.4	17.8	营业利润增长率	-9.9%	1243.9%	-0.6%	8.5%	12.4%
销售费用	80.1	160.8	146.2	168.0	173.8	净利润增长率	-3.2%	1618.3%	-6.1%	8.5%	12.0%
管理费用	89.3	180.4	164.0	187.6	203.5	EBITDA 增长率	12.7%	367.0%	-13.2%	8.4%	11.5%
财务费用	106.6	144.6	26.2	30.4	28.9	EBIT 增长率	7.8%	568.8%	-9.8%	8.6%	11.9%
资产减值损失	24.4	47.2	3.0	2.8	2.3	NOPLAT 增长率	10.3%	809.8%	-10.8%	8.7%	11.6%
加: 公允价值变动收益	-0.1	-3.6	3.6	-	-	投资资本增长率	4.2%	8.8%	1.6%	5.4%	7.9%
投资和汇兑收益	48.9	16.9	-	-	-	净资产增长率	7.9%	107.4%	-3.4%	11.8%	13.8%
营业利润	84.2	1,131.8	1,125.3	1,220.4	1,371.3	利润率					
加: 营业外净收支	4.1	-10.6	6.0	7.0	4.0	毛利率	15.6%	44.6%	41.4%	41.6%	42.4%
利润总额	88.3	1,121.2	1,131.3	1,227.4	1,375.3	营业利润率	3.8%	30.1%	31.6%	31.2%	32.3%
减: 所得税	33.4	143.9	169.7	184.1	206.3	净利率	2.6%	25.9%	25.6%	25.4%	26.2%
净利润	54.9	977.3	961.6	1,043.3	1,169.0	EBITDA/营业收入	13.6%	37.2%	34.0%	33.6%	34.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.6%	33.9%	32.3%	32.0%	33.0%
货币资金	271.3	673.2	648.7	658.6	668.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	184	112	117	105	95
应收帐款	681.9	658.3	882.5	1,033.5	1,258.5	流动营业资本周转天数	144	96	113	114	122
应收票据	54.8	62.7	68.4	74.9	81.3	流动资产周转天数	225	164	202	199	204
预付帐款	35.1	14.2	16.3	18.5	21.0	应收帐款周转天数	100	62	77	91	97
存货	436.9	539.0	484.3	529.0	566.1	存货周转天数	72	50	56	50	49
其他流动资产	-0.0	-	-49.2	-49.2	-49.2	总资产周转天数	441	292	333	315	308
可供出售金融资产	51.6	11.8	-	-	-	投资资本周转天数	349	218	242	229	225
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	39.9	39.0	34.3	29.4	24.5	ROE	6.3%	53.9%	54.9%	53.3%	52.5%
投资性房地产	8.3	8.1	-	-	-	ROA	1.9%	29.9%	28.9%	29.8%	31.2%
固定资产	1,167.2	1,167.2	1,155.4	1,134.2	1,107.6	ROIC	5.8%	50.5%	41.4%	44.3%	46.9%
在建工程	31.4	35.3	21.8	13.7	8.8	费用率					
无形资产	43.7	42.0	42.1	42.2	42.3	销售费用率	3.6%	4.3%	4.1%	4.3%	4.1%
其他非流动资产	22.3	13.4	22.2	21.3	20.4	管理费用率	4.0%	4.8%	4.6%	4.8%	4.8%
资产总额	2,844.6	3,264.1	3,326.7	3,506.2	3,749.6	财务费用率	4.8%	3.8%	0.7%	0.8%	0.7%
短期债务	1,191.3	731.9	606.5	665.6	668.2	三费/营业收入	12.5%	12.9%	9.4%	9.9%	9.6%
应付帐款	397.8	339.0	429.3	468.9	501.8	偿债能力					
应付票据	10.4	1.3	11.4	12.5	13.4	资产负债率	69.3%	44.5%	47.4%	44.2%	40.6%
其他流动负债	166.1	294.9	175.6	190.8	206.9	负债权益比	225.6%	80.1%	90.1%	79.2%	68.4%
长期借款	180.0	71.9	341.9	200.5	120.8	流动比率	0.84	1.42	1.68	1.69	1.83
其他非流动负债	25.3	12.9	11.6	11.6	11.6	速动比率	0.58	0.99	1.26	1.27	1.40
负债总额	1,970.8	1,451.9	1,576.3	1,550.0	1,522.7	利息保障倍数	1.79	8.83	43.92	41.14	48.37
少数股东权益	4.6	12.8	53.2	97.5	147.2	分红指标					
股本	450.1	450.1	450.1	450.1	450.1	DPS(元)	-	-	1.01	1.10	1.23
留存收益	419.0	1,349.4	1,247.1	1,408.6	1,629.5	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	873.7	1,812.3	1,750.4	1,956.2	2,226.9	股息收益率	0.0%	0.0%	3.2%	3.5%	3.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	54.9	977.3	961.6	1,043.3	1,169.0	EPS(元)	0.13	2.16	2.03	2.20	2.47
加: 折旧和摊销	110.2	123.3	61.4	64.0	66.3	BVPS(元)	1.94	4.03	3.89	4.35	4.95
资产减值准备	24.4	47.2	3.0	2.8	2.3	PE(X)	252.9	14.7	15.7	14.4	12.9
公允价值变动损失	0.1	3.6	3.6	-	-	PB(X)	16.4	7.9	8.2	7.3	6.4
财务费用	88.6	107.0	134.0	26.2	30.4	P/FCF	-	52.7	15.1	18.6	17.4
投资收益	-48.9	-16.9	-	-	-	P/S	6.5	3.8	4.0	3.7	3.4
少数股东损益	-1.7	4.7	48.1	52.2	58.5	EV/EBITDA	52.2	10.7	12.4	11.4	10.2
营运资金的变动	-0.4	20.0	-163.4	-184.2	-111.9	CAGR(%)	166.8%	6.2%	-0.8%	-	-
经营活动产生现金流量	227.7	1,200.0	940.6	1,008.5	1,213.1	PEG	1.5	2.4	-20.4	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-120.9	-178.1	-20.0	-27.1	-27.1	ROIC/WACC	0.6	5.3	4.4	4.7	5.0
融资活动产生现金流量	-46.6	-630.0	-360.1	-598.8	-635.6	REP	11.7	1.2	1.4	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，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	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@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