

**09 年顶住危机，10 年更上一层楼！****——2009 年报点评****事件：**

2010年3月27日，公司发布年报：2009年实现营业收入41.83亿元，同比增长11.24%，实现归属于母公司净利润12.14亿元，同比增长24.79%，每股收益2.70元。

同时公司公布了分红预案：2009年拟以每10股派现8元红利（含税）。

分析与点评：**1、09 年公司顶住金融危机，第四季度营业利润创新高**

2009 年以出口为主导的公司克服了金融危机的影响，实现营业收入 41.83 亿元，同比增长 11.24%，实现归属于母公司净利润 12.14 亿元，同比增长 24.79%，实现每股收益 2.70 元。

随着全球经济的逐步好转，2009 年公司经营状况逐季好转。第四季度实现营业收入 12.06 亿元，同比增长 92.65%，环比增长 -1.22%，实现营业利润 5.76 亿元，同比增长 197.00%，环比增长 14.06%，创公司成立以来单季度营业利润新高。

我们认为公司营业利润创新高主要有两个原因：

- (1) 主营收入保持在历史高位。
- (2) 营业成本控制良好。

图 1： 公司近两年单季营业利润和环比增长率

医药生物

评级： 推荐（维持）

目标价格： ¥ 47.30

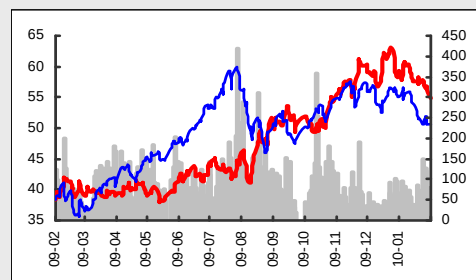
当前价格： ¥ 32.40

基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	4.5/4.5
总市值（亿元）	146
流通市值（亿元）	146
每股净资产（元）	6.3
净资产收益率（%）	42.60

交易数据

52 周内股价区间（元）	16.1~37.7
静态市盈率（倍）	12.0
动态市盈率（倍）	10.3
市净率（倍）	5.46

52 周内股价走势

田 垒、张 欣

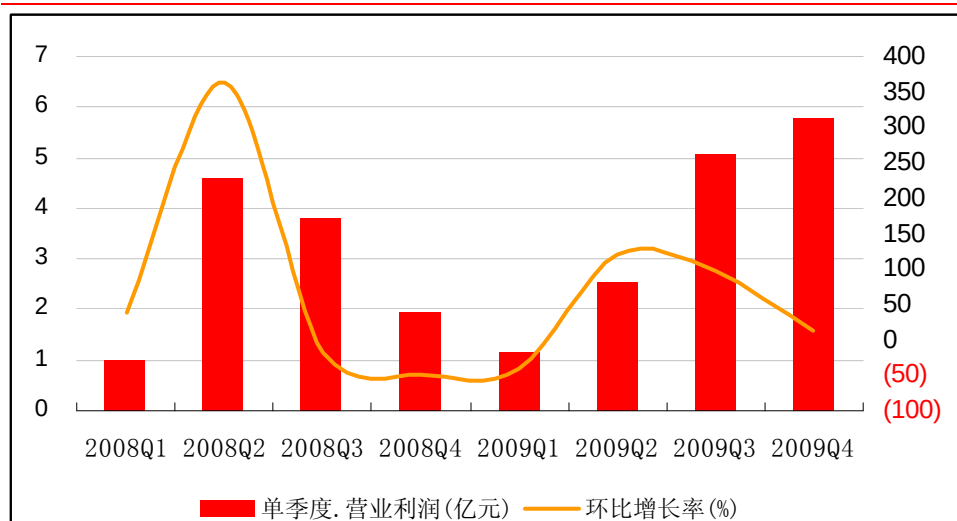
S0820208030013

电话

021-32229888*3507

邮箱

tianlei@ajzq.com



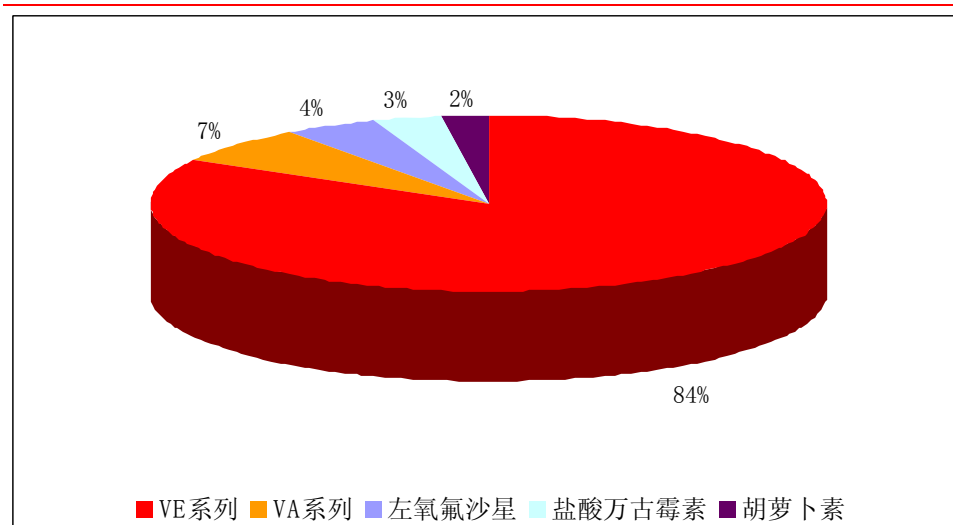
数据来源：公司公告、爱建证券

2、 维生素E仍然是公司的利润龙头， 制剂业务稳步提升

公司是全球维生素“四大家族”之一，年产能1.2万吨左右。2009年维生素E的销售收入为23.14亿元，占公司主营业务收入的55.33%，VE营业利润达到12.88亿，占公司营业利润的88.77%。所以维生素E仍然是公司的利润龙头。

公司目前制剂业务主要为：左氧氟沙星、盐酸万古霉素、加替沙星等抗生素品种，09年制剂业务实现了稳步提升，销售收入为9.95亿，同比增长26.91%，毛利率也提升0.4个百分点，至14.8%。我们预计未来3年将有仿制降糖药：米格列醇和伏格列波糖；抗肿瘤药：甲磺酸普奎替尼，陆续上市。公司的1.1类新药盐酸昌欣沙星在09年获得临床批件，进一步显示出公司在制剂和研发能力方面的提升。公司在制剂业务上的提升，也将侧面提升公司的估值区间。

图2：09年公司主营业务情况



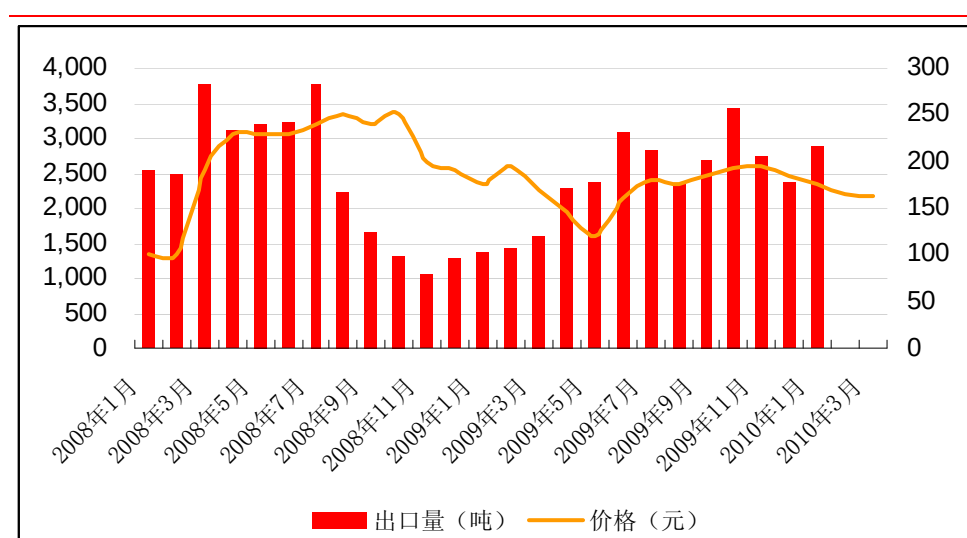
数据来源：公司公告、爱建证券

3、公司2010年第一季度业绩将同比大增

由于公司利润的主要来源为维生素E,而维生素E的需求主要来源于饲料、医药、食品、化妆品等,其中70%左右来源于饲料添加剂。由于直接与人民生活息息相关,全球饲料业本身的需求较为刚性,近几年保持着3%左右的增速,但由于维生素经销商补库存和去库存的商业行为,使得维生素E月度的出口量变化较大。2008年下半年维生素E的出口呈现出量价齐跌的局面。我们认为这不单是由于全球经济危机的爆发所造成的,经销商在08年上半年大量囤货,而下半年的去库存,加速了我国维生素E出口的下滑。

从海关统计数据看,由于上述两因素共同影响,09年第一季度我国VE的出口额锐减,平均出口量为1466吨,出口均价维持在180元左右。而从目前已公布的10年1月的出口数据看,我们预计今年一季度VE出口量将在3025吨左右,价格在170元左右,依次测算,再加上公司其他业务的增长,我们预计公司第一季度业绩将同比增长200%左右。

图3: 近三年我国VE出口情况



数据来源：健康网、爱建证券

4、盈利预测和投资建议

表1: 盈利预测结果

单位：百万元

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4184	4853	5435	5978

增长率%	11	15	13	10
营业成本	2292	2662	2977	3364
营业税金及附加	36	42	47	53
销售费用	159	182	200	218
管理费用	186	215	240	266
财务费用	23	26	30	35
资产减值准备	45	40	38	44
投资净收益	5	5	5	5
营业利润	1451	1691	1908	2003
营业外净收支	-29	-25	0	0
利润总额	1422	1666	1908	2003
所得税	208	250	477	501
归属母公司净利润	1213	1416	1431	1502
增长率%	24.79	16.73	1.1	5.0
基本每股收益（元）	2.70	3.15	3.18	3.34
市盈率	12.0	10.3	10.2	9.7

（数据来源：爱建证券）

我们预计公司10年、11年和12年每股收益分别为3.15元、3.18元和3.34元，对应今日32.4元的收盘价，动态市盈率分别为10.3倍、10.2倍和9.7倍。我们认为公司合理股价应在47.3元左右（对应2010年15倍动态市盈率）。未来六个月内应有45%左右的上升空间，给予“推荐”评级。

附表：公司单季度财务报表

浙江医药	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4
营业总收入 (亿元)	4.61	5.49	5.17	6.81	8.07	12.33	10.95	6.26	7.38	10.18	12.21	12.06
同比增长率(%)	-20.71	-0.55	-9.45	32.17	74.85	124.61	111.76	-8.13	-8.47	-17.48	11.46	92.65
环比增长率(%)	-10.51	19.04	-5.79	31.69	18.39	52.92	-11.19	-42.86	17.96	37.86	19.96	-1.22
营业总成本 (亿元)	4.62	5.43	5.15	6.53	7.20	7.73	7.23	4.27	6.24	7.66	7.20	6.31
同比增长率(%)	-15.52	5.47	-5.82	24.70	55.89	42.41	40.23	-34.68	-13.41	-0.95	-0.39	47.77
环比增长率(%)	-11.82	17.52	-5.09	26.78	10.24	7.36	-6.54	-40.95	46.14	22.80	-6.01	-12.36
销售费用 (亿元)	0.09	0.22	0.19	0.31	0.57	0.57	1.06	-0.6	0.59	0.37	0.39	0.23
同比增长率(%)	-67.92	-39.89	13.08	100.96	556.08	167.04	462.22	-295.1	2.75	-34.80	-63.11	138.33
环比增长率(%)	-43.23	146.19	-12.17	63.72	85.32	0.21	84.92	-156.80	197.62	-36.41	4.63	-41.03
管理费用 (亿元)	0.22	0.21	0.23	0.23	0.48	0.62	0.39	0.32	0.46	0.36	0.38	0.66
同比增长率(%)	34.42	-6.64	-21.82	-31.77	118.73	186.49	69.72	39.12	-4.26	-41.74	-2.73	106.25
环比增长率(%)	-34.55	-2.56	5.78	1.15	109.81	27.62	-37.33	-17.09	44.40	-22.34	4.63	73.68
财务费用 (亿元)	0.21	0.29	0.26	0.31	0.36	0.39	0.37	0.32	0.15	0.00	0.01	0.07
同比增长率(%)	15.49	52.01	13.35	31.10	70.07	34.70	43.65	5.81	-58.17	-100.6	-98.46	-78.15
环比增长率(%)	-8.64	36.77	-12.47	19.87	18.52	8.32	-6.66	-11.71	-53.14	-101.6	331.49	600.00
营业利润 (亿元)	0.03	0.06	0.03	0.72	0.99	4.60	3.79	1.94	1.16	2.54	5.05	5.76
同比增长率(%)	-90.48	-83.39	-88.01	1,972	2,926	7,166.	12,695	170.47	16.79	-44.72	33.47	197.00
环比增长率(%)	185.76	93.02	-53.29	2,321	38.59	363.46	-17.74	-48.81	-40.15	119.38	98.60	14.06
利润总额 (亿元)	0.03	0.05	0.04	0.76	0.98	4.56	3.78	1.89	1.19	2.54	4.91	5.58
同比增长率(%)	-90.65	-85.29	-82.66	1,396	2,752	8,423.	9,271.	150.71	21.64	-44.28	29.90	195.24
环比增长率(%)	159.07	55.44	-24.55	1,771	29.93	364.46	-17.04	-49.92	-36.96	112.77	93.40	13.65
所得税 (亿元)	0.01	0.05	0.02	0.25	0.21	1.15	0.10	-0.02	0.19	0.38	0.77	0.74
同比增长率(%)	-87.73	-68.99	-73.15	943.32	1,388	2,085	383.19	-108.5	-11.92	-66.58	660.15	3,800
环比增长率(%)	148.60	270.20	-60.16	1,076	-14.22	443.48	-91.19	-120.7	985.88	106.19	100.38	-3.90
净利润 (亿元)	0.02	0.00	0.02	0.51	0.77	3.41	3.68	1.91	1.01	2.16	4.14	4.83
同比增长率(%)	-91.98	-99.52	-87.45	1,853	3,710	363844	18,853	276.13	30.84	-36.77	12.58	152.88
环比增长率(%)	169.61	-95.36	1,972	2,521	51.28	342.78	7.94	-47.98	-47.37	113.99	92.16	16.67

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。