

化学原料药

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 34.90 元

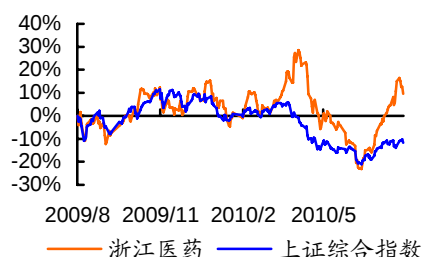
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2642.31
总股本(百万)	450
流通股本(百万)	450
流通市值(亿)	157
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	6.36
资产负债率	26.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
浙江医药	16.33	15.64	13.14
上证综合指数	4.49	3.38	0.00



相关报告

《浙江医药-VE 维持景气, 专利药和制剂出口值得关注》2010-3-28

浙江医药

600216

推荐

维生素 E 价格有望稳中有升, 维持推荐评级

公司公布 2010 年半年报, 归属于母公司的净利润同比增长 83.27%, 实现每股收益 1.29 元, 基本符合预期。

投资要点:

- **合成 VE 仍然是利润贡献大头。**合成维生素 E 同比利润率有所提高, 贡献的毛利接近 7 亿, 占公司毛利比率高达 71%, 是公司最主要的利润来源;
- **业务亮点众多, 医药产品潜力较大。**天然 VE 因 ADM 公司改变工艺, 价格出现暴涨, 预计在公司三季度报表中将有所体现; VD3 上半年价格较高, 对公司业绩有所贡献, 但近期回落迹象明显。万古霉素原料药和替考拉宁原料药销售量翻番; 盐酸左氧氟沙星和替考拉宁制剂销售额同比分别增长 36.1%和 49.5%。
- **预计未来 VE 价格仍将稳中有升;**8 月 12 日, 新和成宣布停产 5 周。8 月 16 日, 西南合成宣布停报, 并于即日起开始检修, 生产线停产到 9 月份 (5 周), 预计该公司大部分 VE 产品交货要延期。DSM 维生素 E 产品也上调至 130 元/公斤, 且不接受新的订单, 再加上天然 VE 价格的上涨, 预计未来 VE 价格整体仍将稳中有升。
- **新药研发和规范市场药品出口可以期待。**公司一方面具有创新药物的储备, 另一方面在向规范市场出口方面也有进展, 在原料药出口到国际市场之后还在酝酿制剂出口, 可以期待。
- **维持推荐的投资评级。**目前维生素 E 正处于景气回升过程中, 预计 2010 年公司净利润仍能实现增长, 公司估值在医药板块中最低, 维持推荐的投资评级。

风险提示:

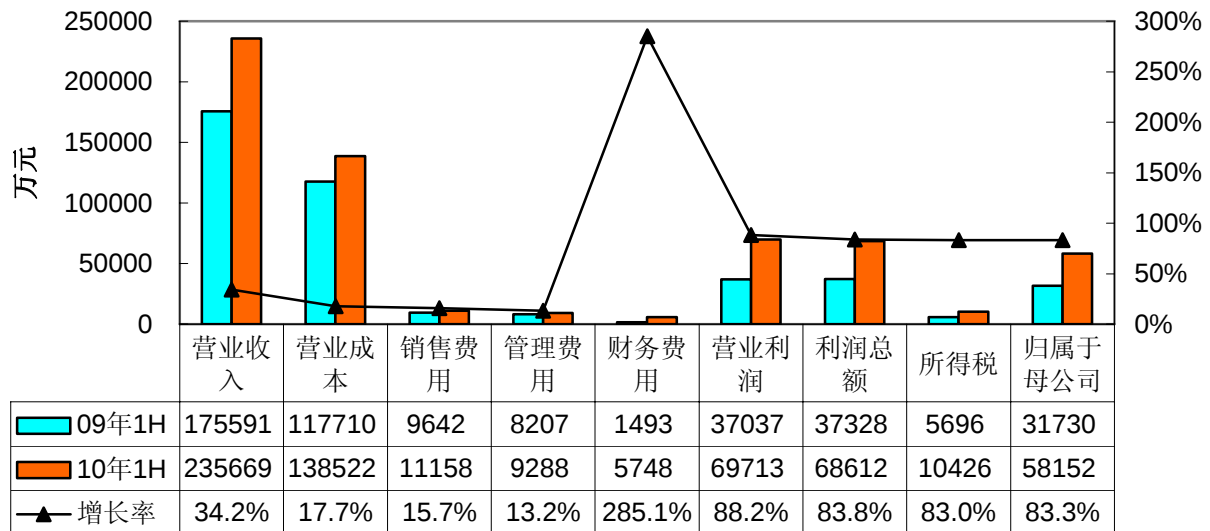
- 原料药价格波动风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4184	4854	5500	6107
同比(%)	11%	16%	13%	11%
归属母公司净利润(百万元)	1214	1312	1411	1492
同比(%)	25%	8%	8%	6%
毛利率(%)	45.2%	41.9%	40.3%	38.5%
ROE(%)	42.6%	34.5%	29.3%	25.3%
每股收益(元)	2.70	2.92	3.14	3.32
P/E	12.94	11.97	11.13	10.53
P/B	5.51	4.13	3.26	2.67
EV/EBITDA	9	9	8	8

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 浙江医药 2010 年中期主要盈利性指标同比变化



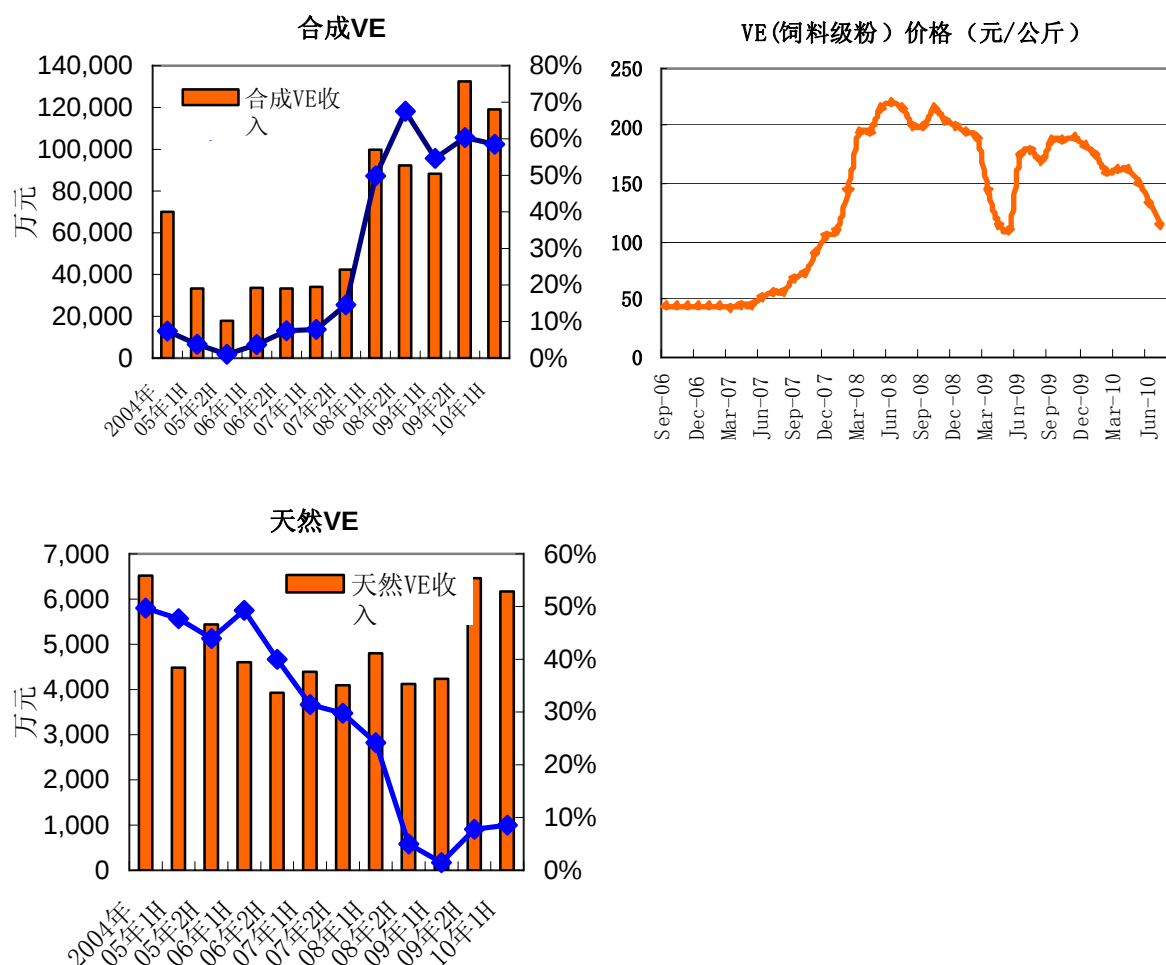
资料来源：浙江医药 2010 年中期报表、中投证券研究所

表 1: 浙江医药的季度数据

财务指标 (万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	73822	101769	122085	120698	118840	116829	14.8%	-1.7%
营业成本	49361	68349	62975	48517	73038	65484	-4.2%	-10.3%
营业费用	5894	3748	3922	2291	3499	7659	104.4%	118.9%
管理费用	4620	3587	3753	6682	3971	5317	48.2%	33.9%
财务费用	1517	-24	57	779	2234	3514	-147434%	57.3%
营业利润	11596	25440	50525	57539	35334	34379	35.1%	-2.7%
利润总额	11934	25393	49111	55762	35114	33497	31.9%	-4.6%
所得税	1860	3836	7687	7462	5348	5078	32.4%	-5.1%
归属于母公司净利润	10220	21510	41461	48184	29818	28334	31.7%	-5.0%
毛利率	33.1%	32.8%	48.4%	59.8%	38.54%	43.95%	11.15%	5.41%
营业费用率	8.0%	3.7%	3.2%	1.9%	2.94%	6.56%	2.86%	3.61%
管理费用率	6.3%	3.5%	3.1%	5.5%	3.34%	4.55%	1.05%	1.21%
财务费用率	2.1%	0.0%	0.0%	0.6%	0.66%	1.91%	1.91%	1.26%
利润率	16.2%	25.0%	40.2%	46.2%	29.55%	28.67%	3.67%	-0.88%
实际所得税率	15.6%	15.1%	15.7%	13.4%	4.50%	4.35%	-10.75%	-0.15%
EPS	0.23	0.48	0.92	1.07	0.66	0.63	31.7%	-4.2%

资料来源：浙江医药历年报表、中投证券研究所 环比除了比率数据为绝对变化，其他为相对变化

图 2：浙江医药 VE 销售收入和毛利率及市场价格变化



资料来源：浙江医药历年报表 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2416	4328	5454	6642	营业收入	4184	4854	5500	6107
现金	942	2578	3450	4391	营业成本	2292	2821	3281	3755
应收账款	827	959	1087	1207	营业税金及附加	36	42	47	53
其它应收款	18	21	24	26	营业费用	159	182	209	232
预付账款	70	86	100	114	管理费用	186	218	248	275
存货	486	598	695	796	财务费用	23	19	27	9
其他	74	86	98	109	资产减值损失	45	0	0	0
非流动资产	1464	1220	1197	1165	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	16	16	16	16	投资净收益	5	1	1	1
固定资产	1129	1141	1132	1106	营业利润	1451	1573	1689	1784
无形资产	40	39	37	36	营业外收入	12	12	12	12
其他	278	24	13	7	营业外支出	41	41	41	41
资产总计	3880	5548	6651	7807	利润总额	1422	1544	1660	1755
流动负债	850	1606	1691	1778	所得税	208	232	249	263
短期借款	69	800	800	800	净利润	1214	1312	1411	1492
应付账款	402	495	576	659	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他	378	311	315	319	归属母公司净利润	1214	1312	1411	1492
非流动负债	169	129	129	129	EBITDA	1603	1704	1839	1926
长期借款	120	120	120	120	EPS (元)	2.70	2.92	3.14	3.32
其他	49	9	9	9	主要财务比率				
负债合计	1018	1735	1820	1908	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	12	12	12	12	成长能力				
股本	450	450	450	450	营业收入	11.2%	16.0%	13.3%	11.0%
资本公积	301	301	301	301	营业利润	28.2%	8.4%	7.4%	5.6%
留存收益	2098	3050	4068	5136	归属于母公司净利润	24.8%	8.1%	7.5%	5.7%
归属母公司股东权益	2849	3801	4819	5888	获利能力				
负债和股东权益	3880	5548	6651	7807	毛利率	45.2%	41.9%	40.3%	38.5%
现金流量表					净利率	29.0%	27.0%	25.7%	24.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	42.6%	34.5%	29.3%	25.3%
经营活动现金流	1465	1236	1392	1472	ROIC	74.6%	74.3%	75.0%	74.2%
净利润	1214	1312	1411	1492	偿债能力				
折旧摊销	129	112	123	133	资产负债率	26.2%	31.3%	27.4%	24.4%
财务费用	23	19	27	9	净负债比率				
投资损失	-5	-1	-1	-1	流动比率	2.84	2.70	3.23	3.74
营运资金变动	25	-192	-181	-173	速动比率	2.22	2.29	2.78	3.25
其它	79	-15	12	12	营运能力				
投资活动现金流	1465	121	-99	-99	总资产周转率	1.17	1.03	0.90	0.84
资本支出	153	100	100	100	应收账款周转率	6	5	5	5
长期投资	0	-220	0	0	应付账款周转率	6.63	6.29	6.13	6.08
其他	1618	1	1	1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-1042	280	-420	-432	每股收益(最新摊薄)	2.70	2.92	3.14	3.32
短期借款	-663	731	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.26	2.75	3.09	3.27
长期借款	48	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.33	8.45	10.71	13.08
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	151	0	0	0	P/E	12.94	11.97	11.13	10.53
其他	-579	-451	-420	-432	P/B	5.51	4.13	3.26	2.67
现金净增加额	271	1637	872	941	EV/EBITDA	9	9	8	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434