

审慎推荐-A (维持)**浙江医药 600216.SH**

目标估值: 51.00 元

当前股价: 36.57 元

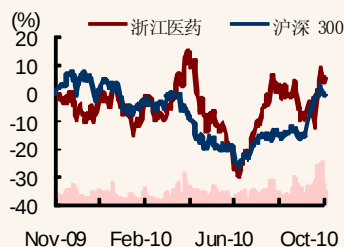
2010 年 11 月 1 日

各季度业绩平稳, 预计4季度VE价格稳中有升**基础数据**

上证综指	2979
总股本(万股)	45006
已上市流通股(万股)	44998
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	165
每股净资产(MRQ)	7.8
ROE(TTM)	38.4
资产负债率	19.2%
主要股东	新昌县昌欣投资
主要股东持股比例	25.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-6	16
相对表现	-3	-17	12

**相关报告**

- 1、浙江医药一季报业绩符合预期, VE 价格有望继续上升 2010/8/24
- 2、浙江医药—杭州投资策略交流会纪要&1 季报点评 2010/4/26
- 3、浙江医药调研报告—长周期暴利品种 VE 价量齐升, VH 明年相对垄断, 创新药企价值低估 2009/8/11

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090210040001

研究助理:**徐列海**

0755-83271609
 xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊

0755-83271617
 liaoxh@cmschina.com.cn

公司今日公布 3 季报: 收入、净利润同比分别增长了 20%、19%, 实现 EPS 1.93 元, 每股经营净现金 1.78 元。VE 粉每月发货约 200 吨, 第 3 季度 VE 均价有所下降, 10 月份随着公司停产检修和逐步进入需求旺季, VE 价格逐步回升, 预计未来价格较为平稳。下调 2010 年业绩预测至 2.78 元, 维持“审慎推荐-A”评级。

- **前 3 季度增速有所下降:** 分别实现收入、净利润 35.6 亿元、8.7 亿元, 同比分别增长了 19.6% 和 19%, 实现 EPS 1.78 元, 每股经营净现金 1.78 元。总体毛利率同比上升 1.3 个百分点。销售费用率同比上升 1 个百分点, 无银行借款, 但汇兑损益增加推动财务费率同比上升 0.6 个百分点。净利率 24.4%, 同比略降 0.2 个百分点。VE 粉发货稳定, 每月发货量约 2000 吨; 万古霉素收入过亿, 同比增长超过 50%; 替考拉宁也保持了较快增速。
- **3 季度单季度来看:** 3 季度实现收入 1.7 亿元, 同比增长持平, 环比略升 3%。单季度 EPS 0.64 元, 同比下降 31%, 主要是: 1、博雅和讯 VE 报价从 09 年 5 月初的 110 元/公斤开始反弹, 09 年 3 季度保持在 170-180 元/公斤的高位, 而 2010 年 3 季度价格在 105-130 元/公斤, 价格同比有较大幅度下降; 2、3 季度单季度销售费用达 8600 万元, 营业费率同比大幅上升 3.9 个百分点, 管理费率同比也上升了 1.1 个百分点。
- **预计 4 季度 VE 价格稳中有升:** 随着生产企业停产检修和下游需求旺季的到来, 健康网近期 VE 报价由 125 元/公斤上升至目前的 135 元/公斤。目前, VE 产业整体供需相对平衡, 预计后期价格稳中略有上升。
- **下调业绩预测:** 公司 4 季度停产检修, 由于提前备货, 预计发货量影响较小。我们预计 4 季度 VE 价格稳中有升, 但相对 09 年 4 季度的价格高位仍有较大差距。下调 2010 年业绩预测至 2.78 元, 同比增长 3%, 预计 2011-2012 年实现 EPS 3.32 元、3.86 元, 同比分别增长 19%、16%。
- **维持“审慎推荐-A”评级:** 公司是国家级创新企业, 目前有两个 1.1 类新药进入临床。1、肺癌治疗用药苯磺酸普奎替尼 07 年底进入 I 期; 2、广谱抗菌药昌欣沙星 09 年底进入 I 期。在研新药陆续获批将改善收入结构、提升估值, 目前股价对应 2010 年预测 PE 仅 13 倍, 维持“审慎推荐-A”评级。主要风险是 VE 毛利占比较高, 其价格走势将影响公司业绩。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3761	4184	4853	5436	6142
同比增长	70%	11%	16%	12%	13%
营业利润(百万元)	1132	1451	1481	1764	2052
同比增长	1244%	28%	2%	19%	16%
净利润(百万元)	973	1214	1253	1492	1735
同比增长	1618%	25%	3%	19%	16%
每股收益(元)	2.16	2.70	2.78	3.32	3.86
PE	16.9	13.6	13.1	11.0	9.5
PB	9.1	5.8	4.4	3.4	2.7

资料来源: 招商证券

表 1: 浙江医药 2010 年 3 季报母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010Q3	增长(率)	2010Q3	增长(率)
营业收入	3,561	19.6%	3,545	19.9%
毛利率	40.6%	1.3%	40.0%	0.9%
营业费用率	5.5%	1.0%	5.5%	1.0%
管理费用率	4.0%	0.0%	3.7%	0.1%
财务费用率	1.1%	0.6%	1.0%	0.6%
期间费用率	10.7%	1.6%	10.2%	1.6%
营业利润	1039	18.7%	1028	16.8%
营业利率	29.2%	-0.2%	29.0%	-0.8%
利润总额	1022	18.2%	1009	16.2%
利润率	28.7%	-0.3%	28.5%	-0.9%
实际所得税率	15.1%	-0.4%	15.0%	-0.4%
净利润	868	18.5%	858	16.8%
净利率	24.4%	-0.2%	24.2%	-0.6%
应收账款周转天数	71.9	-4.7	72.1	-4.8
存货周转天数	61.5	-14.6	59.0	-15.0
每股经营现金流(元)	1.78	0.1%	1.70	-1.8%

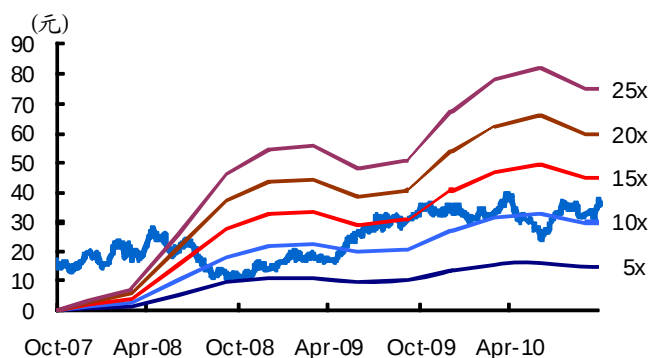
资料来源: 公司报告、招商证券研究

表 2: 浙江医药单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	08A	09Q3	09A	10Q3
一、营业总收入	461	549	517	681	807	1233	1095	626	738	1018	1221	1207	1188	1168	1205	3761	2977	4184	3561
二、营业总成本	462	543	515	653	720	773	723	427	624	766	720	632	835	832	862	2643	2109	2741	2529
其中:营业成本	404	481	447	532	558	611	532	383	494	683	630	485	730	655	730	2085	1807	2292	2115
营业税金及附加	3	0	4	2	3	6	8	8	9	6	8	12	9	11	10	25	24	36	30
销售费用	9	22	19	31	57	57	106	-60	59	37	39	23	35	77	86	161	136	159	197
管理费用	22	21	23	23	48	62	39	32	46	36	38	67	40	53	51	180	120	186	93
财务费用	21	29	26	31	36	39	37	32	15	0	1	8	22	35	-17	145	15	23	57
资产减值损失	3	-11	-3	35	18	-3	1	32	0	3	5	37	-1	1	3	47	8	45	-1
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	-4	1	2	0	0	0	0	0	-4	4	4	0
投资收益	4	0	1	44	13	0	6	-2	0	0	4	0	0	7	0	17	4	5	7
四、营业利润	3	6	3	72	99	460	379	194	116	254	505	575	353	344	342	1132	876	1451	1039
加: 营业外收入	2	0	2	7	1	2	2	3	5	2	2	4	2	3	2	8	8	12	6
减: 营业外支出	1	1	1	3	2	7	2	7	1	2	16	22	4	11	8	18	19	41	23
五、利润总额	3	5	4	76	98	456	378	189	119	254	491	558	351	335	336	1121	864	1422	1022
减: 所得税	1	5	2	25	21	115	10	-2	19	38	77	75	53	51	50	144	134	208	154
六、净利润	2	0	2	51	77	341	39	32	46	36	38	67	40	53	51	977	731	1214	868
减: 少数股东损益	-1	-1	0	0	0	1	1	2	-1	0	0	1	-1	1	0	5	-1	0	0
七、归属母公司所有者净利润	3	1	2	51	77	340	367	189	102	215	415	482	298	283	286	973	732	1214	868
EPS	0.01	0.00	0.00	0.11	0.17	0.76	0.81	0.42	0.23	0.48	0.92	1.07	0.66	0.63	0.64	2.16	1.63	2.70	1.93
收入增长率	-21%	-1%	-9%	32%	75%	125%	112%	-8%	-8%	-17%	11%	93%	61%	15%	-1%	70%	-5%	11%	20%
毛利率	12.4%	12.4%	13.6%	21.9%	30.8%	50.4%	51.4%	38.8%	33.1%	32.8%	48.4%	59.8%	38.5%	43.9%	39.4%	44.6%	39.3%	45.2%	40.6%
营业利润率	0.7%	1.2%	0.6%	10.5%	12.3%	37.3%	34.6%	31.0%	15.7%	25.0%	41.4%	47.7%	29.7%	29.4%	28.4%	30.1%	29.4%	34.7%	29.2%
净利率	0.6%	0.1%	0.4%	7.5%	9.6%	27.6%	33.5%	30.2%	13.8%	21.1%	34.0%	39.9%	25.1%	24.3%	23.7%	26.0%	24.5%	29.0%	24.4%
营业费率	1.9%	3.9%	3.7%	4.5%	7.1%	4.7%	9.7%	-9.6%	8.0%	3.7%	3.2%	1.9%	2.9%	6.6%	7.1%	4.3%	4.6%	3.8%	5.5%
管理费用率	4.8%	3.9%	4.4%	3.4%	6.0%	5.0%	3.5%	5.1%	6.3%	3.5%	3.1%	5.5%	3.3%	4.6%	4.2%	4.8%	4.0%	4.5%	2.6%
实际税率	41%	98%	52%	33%	22%	25%	3%	-1%	16%	15%	16%	13%	15%	15%	15%	13%	15%	15%	15%
净利润增长率	-88%	-96%	-87%	-2010%	2504%	45846%	17440%	272%	33%	-37%	13%	155%	192%	32%	-31%	1618%	-7%	25%	19%

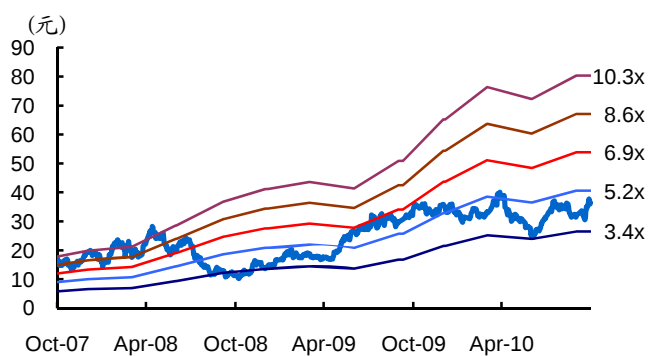
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 1: 浙江医药历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 浙江医药历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1947	2416	3090	4747	6062
现金	673	942	1347	2806	3870
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	63	74	97	109	123
应收款项	635	827	800	899	1019
其它应收款	23	18	49	54	61
存货	539	486	707	780	877
其他	14	70	91	100	112
非流动资产	1317	1464	1523	1562	1597
长期股权投资	39	16	16	16	16
固定资产	1167	1129	1173	1215	1253
无形资产	42	40	36	33	29
其他	69	278	297	297	297
资产总计	3264	3880	4614	6309	7658
流动负债	1367	850	709	1353	1479
短期借款	732	69	100	100	100
应付账款	289	402	402	599	670
预收账款	12	21	17	142	159
其他	334	357	190	512	550
长期负债	85	169	144	144	144
长期借款	72	120	120	120	120
其他	13	49	24	24	24
负债合计	1452	1018	853	1497	1623
股本	450	450	450	450	450
资本公积金	150	301	301	301	301
留存收益	1199	2098	2991	4035	5250
少数股东权益	13	12	19	26	35
母公司所有者权益	1799	2849	3742	4786	6001
负债及权益合计	3264	3880	4614	6309	7658

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1200	1465	972	2048	1717
净利润			1253	1492	1735
折旧摊销			108	112	115
财务费用			7	0	(9)
投资收益			(9)	(9)	(9)
营运资金变动			(366)	445	(124)
其它			(21)	7	9
投资活动现金流	(178)	(160)	(169)	(150)	(150)
资本支出			(150)	(150)	(150)
其他投资			(19)	0	0
筹资活动现金流	(630)	(1042)	(398)	(439)	(503)
借款变动			(41)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(360)	(448)	(521)
其他			3	9	18
现金净增加额	392	263	405	1459	1064

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3761	4184	4853	5436	6142
营业成本	2085	2292	2873	3153	3526
营业税金及附加	25	36	34	38	43
营业费用	161	159	223	234	258
管理费用	180	186	214	226	252
财务费用	145	23	7	0	(9)
资产减值损失	47	45	30	30	30
公允价值变动收益	(4)	4	4	4	4
投资收益	17	5	5	5	5
营业利润	1132	1451	1481	1764	2052
营业外收入	8	12	0	0	0
营业外支出	18	41	0	0	0
利润总额	1121	1422	1481	1764	2052
所得税	144	208	222	265	308
净利润	977	1214	1259	1500	1744
少数股东损益	5	(0)	6	7	9
母公司所有者净利润	973	1214	1253	1492	1735
EPS (元)	2.16	2.70	2.78	3.32	3.86

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	70%	11%	16%	12%	13%
营业利润	1244%	28%	2%	19%	16%
净利润	1618%	25%	3%	19%	16%
获利能力					
毛利率	44.6%	45.2%	40.8%	42.0%	42.6%
净利率	25.9%	29.0%	25.8%	27.5%	28.2%
ROE	54.1%	42.6%	33.5%	31.2%	28.9%
ROIC	40.2%	40.3%	31.8%	29.8%	27.8%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	26.2%	18.5%	23.7%	21.2%
净负债比率	29.3%	6.7%	4.8%	3.5%	2.9%
流动比率	1.4	2.8	4.4	3.5	4.1
速动比率	1.0	2.3	3.4	2.9	3.5
营运能力					
资产周转率	1.2	1.1	1.1	0.9	0.8
存货周转率	4.3	4.5	4.8	4.2	4.3
应收帐款周转率	5.8	5.7	6.0	6.4	6.4
应付帐款周转率	6.4	6.6	7.1	6.3	5.6
每股资料(元)					
每股收益	2.16	2.70	2.78	3.32	3.86
每股经营现金	2.67	3.26	2.16	4.55	3.81
每股净资产	4.00	6.33	8.31	10.64	13.33
每股股利	0.03	0.70	0.80	0.99	1.16
估值比率					
PE	16.9	13.6	13.1	11.0	9.5
PB	9.1	5.8	4.4	3.4	2.7
EV/EBITDA	23.3	20.3	20.4	17.4	15.1

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。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，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，任医药行业分析师。

廖星昊，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

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。