

浙江医药 (600216): 关注维生素进入上升周期

增持 (维持)

医药行业/化学原料药

当前股价: 37.32 元

报告日期: 2011 年 4 月 9 日

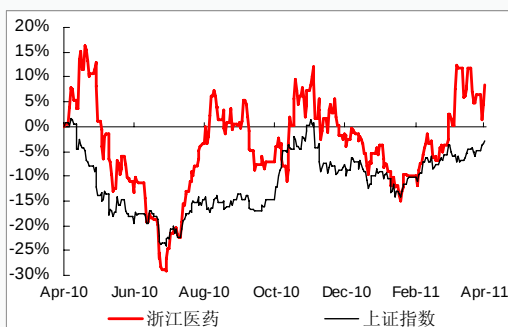
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,184	4,558	5,795	6,478
(+/-)	11.24%	8.95%	27.14%	11.78%
营业利润	1,451	1,356	1,881	2,142
(+/-)	28.20%	-6.54%	38.68%	13.92%
归属于母公司				
的净利润	1,214	1,145	1,598	1,821
(+/-)	24.79%	-5.69%	39.64%	13.92%
每股收益 (元)	2.70	2.54	3.55	4.05
市盈率 (倍)	14	15	11	9

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	45,006/44,998
流通市值 (亿元)	167.93
每股净资产 (元)	8.57
资产负债率 (%)	16.69

股价表现 (最近一年)



证券分析师 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

服务热线 010-66045555

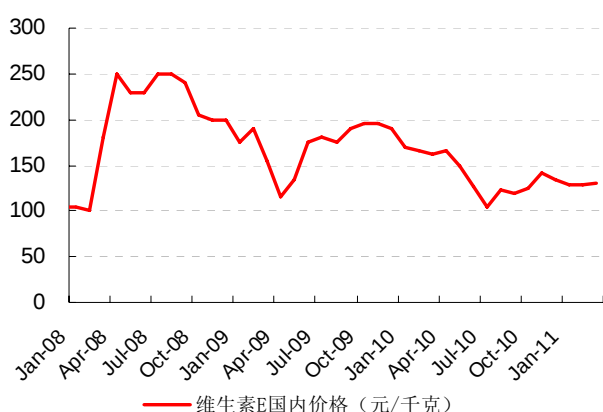
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现主营业务收入 45.58 亿元, 同比增长 8.95%; 实现营业利润 13.56 亿元, 同比减少 6.54%; 归属母公司净利润 11.45 亿元, 同比减少 5.69%; 基本每股收益 2.54 元。分配方案为每 10 股派现 7 元 (含税)。
- 维生素业务呈现价减量增态势。**报告期内, 公司合成 VE 系列产品实现销售收入 21.99 亿元, 同比略减 0.39%, 但高含量 VE (98% 以上) 的产量明显增长, 天然 VE 系列产品销售收入为 1.23 亿元, 同比增长 15.07%; VA 系列产品实现收入 1.99 亿元, 同比略减 0.49%; 胡萝卜素产品实现收入 8214 万元, 同比增加 25.86%。
- 维生素价格下跌至利润出现负增长。**由于 2010 年 VE 市场平均价格同比下降 18.45%, VA 平均价格同比下降 9.47%, 公司主要产品合成 VE 和 VA 毛利率分别下降 1.91 和 6.69 个百分点, 拖累原料药毛利率同比下降 4.17 个百分点, 公司综合毛利率同比下降 3.85 个百分点, 至 41.37%, 是利润增速不及收入增速的主要原因。
- 抗耐药产品实现大幅增长。**抗耐药产品销售良好。盐酸万古霉素原料药销售收入同比增长 63.11%, 替考拉宁原料药收入同比增长 89.57%。重点制剂来可信 (盐酸万古霉素针) 收入同比增长 33.52%, 加立信 (替考拉宁针) 收入同比增长 43.60%。
- 2010 年 VE 价格以下跌为主,**从年初的 170 元/kg, 5-7 月快速下滑一度跌至 105 元/kg, 8 月以后由于新和成等厂家停产, 价格回升到 120 元/kg 左右, 10 月上涨到 135 元/kg 左右, 之后一直维持在 125-130 元/kg 水平。2011 年 3 月 11 日本发生 9 级强震, 使当地不少石化企业停产, 1-2 个月内难以恢复。本州化学和 Kuraray 公司停产将使 DSM 等国际维生素企业间甲酚等关键中间体断供, 严重影响其维生素 E 的产量, 也成为新一轮维生素涨价的重要驱动力。近期因原材料价格上涨, DSM 继 3 月 8 日提升维生素 A 价格提至 135 元之后, 3 月 24 日又宣布, 在全球范围内所有新业务的维生素 B2 和 B6 提价 15%, 所有新签订单的维生素 A、维生素 E 和泛酸钙提价 10%。新和成等国内企业已随之提价, 维生素 E 生产技术壁垒较强, 目前供应为寡头垄断格局, 价格弹性空间

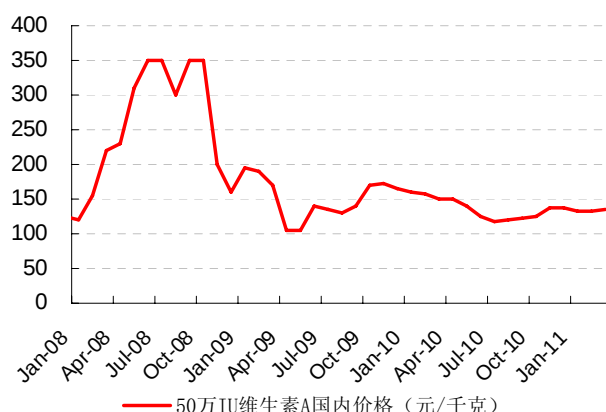
较大，浙江医药股价对 VE 价格比较敏感，将直接受益。

- **多个产品通过国际认证。**公司的国际认证注册工作提速。盐酸万古霉素原料药获得了欧盟药品管理当局颁发的 CEP 证书和日本 PMDA 的批准，完成了全球注册工作，获准在美国、欧盟、澳大利亚、日本等主要市场销售；左氧氟沙星原料药在韩国和印度完成注册获得批准；生物素药用级完成韩国和印度的注册工作。走国际化道路，有望进一步提升公司估值。
- **盈利预测及评级。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 3.55 元和 4.05 元，以最新收盘价计算对应的动态市盈率分别为 11 倍和 9 倍。估值明显偏低，建议近期积极关注，维持“增持”的投资评级。

图表 1 国内 VE 价格走势



图表 2 国内 VA 价格走势



资料来源：健康网 天相投顾

资料来源：健康网 天相投顾

图表 3 浙江医药盈利预测

单位（万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	418,374	455,827	579,533	647,821
增长率(%)	11.24%	8.95%	27.14%	11.78%
减：营业成本	229,202	267,265	324,538	358,763
毛利率(%)	45.22%	41.37%	44.00%	44.62%
减：营业税金及附加	3,608	4,108	5,216	5,830
销售费用	15,855	20,547	26,079	29,152
管理费用	18,642	21,347	27,528	30,771
财务费用	2,329	4,605	5,795	6,478
期间费用率	8.80%	10.20%	10.25%	10.25%
资产减值损失	4,464	3,088	2,898	3,239
加：公允价值变动净收益	356	37	0	0
投资净收益	469	702	580	648
营业利润	145,100	135,606	188,058	214,234
增长率(%)	-6.54%	38.68%	13.92%	4.23%
加：营业外收入	1,244	953	0	0
减：营业外支出	4,143	3,237	0	0
利润总额	142,201	133,323	188,058	214,234
增长率(%)	26.83%	-6.24%	41.06%	13.92%
利润率(%)	33.99%	29.25%	32.45%	33.07%
减：所得税	20,845	18,963	28,209	32,135



实际税负比率(%)	14.66%	14.22%	15.00%	15.00%
净利润	121,356	114,360	159,850	182,099
归属于母公司所有者净利润	121,375	114,471	159,850	182,099
增长率(%)	24.79%	-5.69%	39.64%	13.92%
净利润率(%)	29.01%	25.11%	27.58%	28.11%
少数股东损益	-20	-111	0	0
总股本(万股)	45,006	45,006	45,006	45,006
每股收益(元)	2.70	2.54	3.55	4.05
每股净资产(元)	6.33	8.57	10.19	11.88
净资产收益率(%)	42.59%	29.65%	34.86%	34.07%

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040