

## 关于意大利药厂生产维生素信息的点评

评级：**买入-A**  
上次评级：买入-A

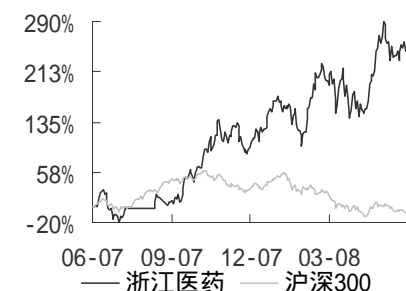
目标价格：**32.00 元**  
期限：6 个月 上次预测：32.00 元  
现价：25.65 元

报告日期：**2008-06-06**

### 市场数据

总市值(百万元)	11,544.04
流通市值(百万元)	7,588.94
总股本(百万股)	450.06
流通股本(百万股)	295.86
12 个月最高/最低	5.88/29.55 元
十大流通股东(%)	41.86%
股东户数	27,512

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.59	39.76	248.40
绝对收益	(1.84)	14.73	243.90

### 报告摘要：

- **意大利药厂生产维生素信息并未得到准确落实。**健康网6月5日简讯称：意大利制药公司圣菲迈(Sintofarm)日前宣布在其新建的意大利工厂生产维生素产品。该公司称，其饲料级和食品级核黄素磷酸钠盐的生产正在进行中，目前可以装货出售。该工厂还生产维生素E(50%预混料)和生物素(2%饲料级)。这个新工厂毗邻米兰，设有生产线，研发中心，综合实验室。我们对于此信息从上市公司、健康网研究员、圣菲迈(Sintofarm)公司网站进行了了解，初步证实信息并未得到准确落实。
- **健康网方面反馈：**该信息来源是欧洲一个网站，但研究人员判断该公司主要是贸易商在国内采购维生素，再在自身工厂内做进一步加工出售，近一年来因为维生素原料药大幅度提价，公司本来就仅仅是做进一步加工，附加值低，故出现亏损。健康网就是否公司能自身单独合成维生素E事宜电话咨询意大利总部，并未得到总部回答。
- **上市公司方面：**圣菲迈(Sintofarm)是贸易商，曾少量从中国购买维生素E油再加工成维生素50%预混料。
- **圣菲迈网站未显示有可合成维生素E、H的能力。**我们就此也查询了公司网站，公司是总部在意大利的一个集团公司，全球有十几个生产基地，有生产维生素食品添加剂和饲料添加剂，还有各类维生素制剂产品，网站信息未显示公司有合成维生素E、H的能力，公司网站生产车间图片也是制剂车间，未见到维生素原料药合成车间。公司网站也提到新工厂情况，是个科研生产一体化的工厂，也未表明有生产合成维生素的能力。有关公司情况，投资者可参见公司网站 <http://www.sintofarm.it>。
- **我们的结论：**综合上述多方信息，我们认为圣菲迈能生产合成维生素E、H的信息有待进一步落实，初步判断公司仅是购买维生素原料再做进一步的加工，属于浙江医药、新和成的下游客户，但因为维生素原料大幅度提价，公司有往上游延伸的战略规划，也是有可能的，但并不代表公司就有能力、在短时间内掌握成熟的合成工艺规模化生产，我们认为该公司对维生素E、H市场的竞争格局短期内并不构成实质影响。
- **维持“买入-A”的投资评级，以及6个月内目标价32元。**我们维持对公司08、09年的盈利预测即EPS为1.82元、1.98元，以及6个月内目标价32元，维持“买入-A”的投资评级。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,220.6	2,208.8	3,556.2	3,904.7	4,236.6
Growth(%)	17.8%	-0.5%	61.0%	9.8%	8.5%
净利润	57.2	54.9	864.3	936.3	894.0
Growth(%)	-28.3%	-3.2%	1350.5%	8.3%	-4.5%
毛利率(%)	18.4%	15.6%	44.8%	43.4%	39.2%
净利润率(%)	2.6%	2.6%	23.1%	22.8%	20.0%
每股收益(元)	0.13	0.13	1.82	1.98	1.89
每股净资产(元)	1.80	1.94	2.67	3.02	3.42
市盈率	196.4	203.0	14.0	12.9	13.5
市净率	14.2	13.2	9.6	8.4	7.5
净资产收益率(%)	7.1%	6.3%	72.0%	68.8%	58.0%
ROIC(%)	5.8%	5.8%	41.6%	39.9%	36.2%
EV/EBITDA	48.1	42.8	9.7	9.0	9.4
股息收益率	0.1%	0.0%	3.6%	3.9%	3.7%

### 研究员

**洪露** 高级行业分析师  
021-68766073 honglu@essences.com.cn

### 前期研究成果

- 浙江医药：利好频传，维生素A正式提价  
2008-06-02
- 浙江医药：维生素价格持续走高，业绩大幅度提升  
2008-04-23
- 浙江医药：维生素E正式大幅提价 公司业绩将超预期  
2008-02-23

财务报表预测和估值数据汇总					单位	百万元	模型更新时间	2008-6-1			
利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>营业收入</b>	<b>2,220.6</b>	<b>2,208.8</b>	<b>3,556.2</b>	<b>3,904.7</b>	<b>4,236.6</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,812.2	1,863.8	1,964.8	2,210.1	2,575.9	营业收入增长率	17.8%	-0.5%	61.0%	9.8%	8.5%
营业税费	7.3	9.2	14.9	16.4	17.8	营业利润增长率	-9.2%	-9.9%	1324.2%	8.3%	-4.5%
销售费用	95.2	80.1	135.1	148.4	161.0	净利润增长率	-28.3%	-3.2%	1350.5%	8.3%	-4.5%
管理费用	102.2	89.3	144.0	158.1	171.6	EBITDA 增长率	14.0%	12.7%	342.3%	7.6%	-4.1%
财务费用	83.5	106.6	62.8	61.0	59.5	EBIT 增长率	8.5%	7.8%	561.4%	7.8%	-4.4%
资产减值损失	32.2	24.4	35.1	11.3	10.3	NOPLAT 增长率	-24.3%	10.3%	650.0%	7.8%	-4.4%
加: 公允价值变动收益	0.1	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	10.9%	4.2%	12.5%	5.4%	5.9%
投资和汇兑收益	5.4	48.9	-	-	-	净资产增长率	10.6%	7.9%	37.4%	13.4%	13.1%
<b>营业利润</b>	<b>93.5</b>	<b>84.2</b>	<b>1,199.4</b>	<b>1,299.4</b>	<b>1,240.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-2.9	4.1	1.0	1.0	1.0	毛利率	18.4%	15.6%	44.8%	43.4%	39.2%
<b>利润总额</b>	<b>90.6</b>	<b>88.3</b>	<b>1,200.4</b>	<b>1,300.4</b>	<b>1,241.6</b>	营业利润率	4.2%	3.8%	33.7%	33.3%	29.3%
减: 所得税	33.4	33.4	336.1	364.1	347.6	净利润率	2.6%	2.6%	23.1%	22.8%	20.0%
<b>净利润</b>	<b>57.2</b>	<b>54.9</b>	<b>864.3</b>	<b>936.3</b>	<b>894.0</b>	EBITDA/营业收入	12.0%	13.6%	37.2%	36.5%	32.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.6%</b>	<b>35.5%</b>	<b>34.8%</b>	<b>30.7%</b>
货币资金	237.4	271.3	373.0	385.6	402.3	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0.3	-	-	-	-	固定资产周转天数	156	184	118	106	95
应收帐款	583.5	681.9	882.5	1,033.5	1,208.1	流动营业资本周转天数	135	144	106	118	124
应收票据	15.9	54.8	87.7	96.3	104.5	流动资产周转天数	194	225	167	178	186
预付帐款	38.0	35.1	37.1	39.3	41.9	应收帐款周转天数	94	100	79	91	97
存货	395.2	436.9	455.4	512.3	597.0	存货周转天数	63	72	48	47	50
其他流动资产	5.2	-0.0	-23.3	-23.3	-23.3	总资产周转天数	387	441	300	294	290
可供出售金融资产	22.2	51.6	-	-	-	投资资本周转天数	323	349	235	233	226
持有至到期投资	2.0	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	67.3	39.9	34.3	29.4	24.5	ROE	7.1%	6.3%	72.0%	68.8%	58.0%
投资性房地产	6.3	8.3	-	-	-	ROA	2.2%	1.9%	28.0%	28.5%	25.3%
固定资产	1,096.4	1,167.2	1,156.7	1,135.4	1,108.7	ROIC	5.8%	5.8%	41.6%	39.9%	36.2%
在建工程	29.5	31.4	19.4	12.3	8.0	<b>费用率</b>					
无形资产	44.4	43.7	43.8	43.9	44.0	销售费用率	4.3%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%
其他非流动资产	23.8	22.3	24.5	22.7	21.2	管理费用率	4.6%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%
<b>资产总额</b>	<b>2,567.5</b>	<b>2,844.6</b>	<b>3,091.1</b>	<b>3,287.3</b>	<b>3,536.8</b>	财务费用率	3.8%	4.8%	1.8%	1.6%	1.4%
短期债务	1,153.8	1,191.3	1,165.6	1,151.1	1,134.3	三费/营业收入	12.7%	12.5%	9.6%	9.4%	9.3%
应付帐款	300.7	397.8	403.7	454.1	529.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	34.7	10.4	32.3	36.3	42.3	资产负债率	68.5%	69.3%	61.2%	58.6%	56.4%
其他流动负债	122.5	166.1	175.9	191.1	207.2	负债权益比	217.1%	225.6%	157.5%	141.5%	129.6%
长期借款	124.8	180.0	100.0	80.0	70.0	流动比率	0.79	0.84	1.02	1.12	1.22
其他非流动负债	21.2	25.3	13.3	13.3	13.3	速动比率	0.53	0.58	0.75	0.82	0.89
<b>负债总额</b>	<b>1,757.7</b>	<b>1,970.8</b>	<b>1,890.8</b>	<b>1,926.0</b>	<b>1,996.4</b>	利息保障倍数	2.12	1.79	20.10	22.32	21.85
<b>少数股东权益</b>	<b>6.3</b>	<b>4.6</b>	<b>40.9</b>	<b>80.7</b>	<b>118.7</b>	<b>分红指标</b>					
股本	450.1	450.1	450.1	450.1	450.1	DPS(元)	0.03	-	0.91	0.99	0.94
留存收益	353.4	419.0	709.3	830.6	971.6	分红比率	23.1%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>股东权益</b>	<b>809.7</b>	<b>873.7</b>	<b>1,200.3</b>	<b>1,361.4</b>	<b>1,540.4</b>	股息收益率	0.1%	0.0%	3.6%	3.9%	3.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>
净利润	57.2	54.9	864.3	936.3	894.0	EPS(元)	0.13	0.13	1.82	1.98	1.89
加: 折旧和摊销	91.0	110.2	61.6	64.1	66.5	BVPS(元)	1.80	1.94	2.67	3.02	3.42
资产减值准备	32.2	24.4	35.1	11.3	10.3	PE(X)	196.4	203.0	14.0	12.9	13.5
公允价值变动损失	-0.1	0.1	-	-	-	PB(X)	14.2	13.2	9.6	8.4	7.5
财务费用	69.3	88.6	107.0	62.8	61.0	P/FCF	-	203.1	26.8	16.1	17.4
投资收益	-5.4	-48.9	-	-	-	P/S	5.2	5.2	3.2	2.9	2.7
少数股东损益	-1.3	-1.7	43.2	46.8	44.7	EV/EBITDA	48.1	42.8	9.7	9.0	9.4
营运资金的变动	-112.5	-0.4	-274.4	-185.4	-117.2	CAGR(%)	153.9%	153.4%	6.3%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>169.5</b>	<b>227.7</b>	<b>792.6</b>	<b>934.2</b>	<b>957.7</b>	PEG	1.3	1.3	2.2	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-243.1</b>	<b>-120.9</b>	<b>25.5</b>	<b>-27.1</b>	<b>-27.1</b>	ROIC/WACC	0.6	0.6	4.5	4.4	3.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>95.4</b>	<b>-46.6</b>	<b>-571.7</b>	<b>-530.8</b>	<b>-485.2</b>	REP	9.6	9.3	1.1	1.1	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

洪露，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

### 张勤

021-68763879

### 李昕

010-66581689

### 潘琳

0755-82558268

### 何诗钊

0755-82558082

### 上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

### 北京联系人

lixin@essences.com.cn

### 深圳联系人

panlin@essences.com.cn

### 深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

### 李国瑞

021-68763872

### 马正南

010-66581668

### 李瑾

0755-82558084

### 张茜萍

0755-82558089

### 上海联系人

ligr@essences.com.cn

### 北京联系人

mazn@essences.com.cn

### 深圳联系人

lijin@essences.com.cn

### 深圳联系人

zhangqp@essences.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