

## 浙江医药（600216）2009 年年报点评

# 业绩略超预期 价值仍被低估

### 投资要点

- ❖ **业绩略超预期。**09 年公司实现营业收入 41.84 亿元，同比增长 11.24%，营业利润 14.51 亿元，利润总额 14.22 亿元，同比分别增长 28.20%和 26.83%，归属上市公司股东净利润 12.14 万元，同比增长 24.79%，每股收益 2.70 元。
- ❖ **超预期的原因是多个产品出口需求大幅恢复，对销售拉动效果明显。**尤其是下半年，品种包括合成 VE（增长 15%）、天然 VE（19%）、VA（16%）、来立信（15%）、万古霉素（67%）等。多个品种下半年销售占全年 60%以上。
- ❖ **合成 VE 收入增长 15%，难能可贵。**在 08 年基数较高、09 年一季度出口萎缩的形势下，VE 有此增速较为难得。我们认为主要原因是 09 年销售策略制定较好，在涨价之前长单比例小，从而充分享受涨价利好。同时，公司不断提升高含量 VE 油产量，从而拉升 VE 均价。
- ❖ **全面实力逐步展现，向制剂转型持续进行。**研发方面，VE 中间体异植物醇质量大幅度提升，高纯度（EP98）合成 VE 中试成功；盐酸万古霉素和替考拉宁发酵水平大幅度提高；β-胡萝卜素发酵新工艺完成中试，预计将使产品成本降低 10%以上。研发也对公司向制剂转型提供了坚实支持：拥有自主知识产权的国家一类新药盐酸昌欣沙星获得临床批文；小分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸普唑替尼临床进展顺利。
- ❖ **2010 年 VE、VA 价格无虞。**市场需求逐步恢复，而生产格局并无显著变化，整体来看仍是供需平衡的局面。随着金融危机后补栏奶牛开始产奶，VA 在年内价格上涨可能性大。全年看 VE、VA 价格仍将在高位运行。
- ❖ **风险因素：**（1）出现预料之外的 VE 厂商；（2）向制剂转型的过程慢于预期
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**略微上调公司 10-12 年 EPS 预测为 3.36/3.91/4.48 元，现股价 32.4 元，对应 PE 为 10/ 8/7 倍，仍被低估。以 10 年业绩为基础，按照 15 倍 PE 估值水平，目标价 50.40 元，维持买入评级。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,761	4,184	4,583	5,036	5,476
增长率 YoY %	70.27	11.24	9.54	9.88	8.73
净利润(百万元)	973	1,214	1,510	1,761	2,017
增长率 YoY%	1,618	24.79	24.44	16.62	14.50
每股收益(元)	2.16	2.70	3.36	3.91	4.48
毛利率%	44.57	45.22	48.03	50.47	52.52
净资产收益率%	53.67	42.42	37.65	33.11	29.62
每股经营性现金流(元)	1.09	1.33	1.16	1.71	1.86
P/E	15	12	10	8	7
P/B	8.0	5.1	3.6	2.7	2.1

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2010 年 3 月 26 日收盘价

买入（维持）

当前价：32.40

目标价：50.40

### 中信证券研究部

姚杰

电话：010-84588210

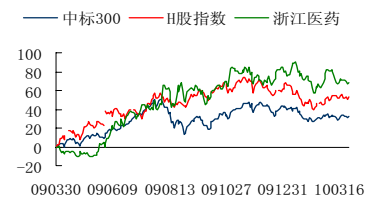
邮件：yaoj@citics.com

季序我

电话：010-84588195

邮件：jxw@citics.com

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 主要数据

中標 300 指数	2753.82 点
总股本/流通股本	450.06 / 250.95 百万股
近 12 月最高/最低	36.70 元 / 17.17 元
近 1 月绝对涨幅	1.22%
近 6 月绝对涨幅	16.05%
今年以来绝对涨幅	-8.91%
12 个月日均成交额	224.17 百万元

### 相关研究

- 1.《浙江医药（600216）重大事项点评—一类新药获批临床，研发能力渐受关注》.....2009-12-18
- 2.《浙江医药（600216）重大事项点评—创新能力获认可，储备品种为明天》.....2009-12-02
- 3.《浙江医药（600216）2009 年三季度点评—VE 价格继续上行，公司受益明确》.....2009-10-28

## 利润表（百万元）

指标名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3761	4184	4583	5036	5476
营业成本	2085	2292	2382	2494	2600
毛利率	44.6%	45.2%	48.0%	50.5%	52.5%
营业税金及附加	25	36	30	36	41
销售费用	161	159	179	201	213
销售费用率	4.3%	3.8%	3.9%	4.0%	3.9%
管理费用	180	186	203	230	245
管理费用率	4.8%	4.5%	4.4%	4.6%	4.5%
财务费用	145	23	0	0	0
财务费用率	3.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	17	5	0	0	0
营业利润	1132	1451	1777	2072	2373
营业利润率	30.1%	34.7%	38.8%	41.1%	43.3%
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	1777	2072	2373
所得税	144	208	267	311	356
所得税率	12.8%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	5	(0)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	973	1214	1510	1761	2017
净利率	25.9%	29.0%	33.0%	35.0%	36.8%

## 现金流量表（百万元）

指标名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	1121	1422	1777	2072	2373
所得税支出	-144	-208	-267	-311	-356
折旧和摊销	110	123	102	115	126
营运资金变动	-866	-986	-322	0	-103
其他	10	11	0	0	0
经营现金流	1200	1465	1276	1879	2044
资本支出	97	216	-127	-125	-130
投资收益	17	5	0	0	0
资产变卖					
其他	-3	-4	0	0	0
投资现金流	-178	-160	-126	-125	-130
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-569	-615	-69	0	0
股息支出	-14	-315	-360	-453	-528
其他	0	-1	0	0	0
融资现金流	-630	-1042	-429	-453	-528
现金及现金等价物净增加额	392	263	720	1300	1385

## 资产负债表（百万元）

指标名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	673	942	1662	2962	4347
存货	539	486	545	581	584
应收账款	635	827	1003	983	1116
其他流动资产	1	2	2	2	2
流动资产	1947	2416	3363	4688	6231
固定资产	1167	1129	1186	1235	1279
长期股权投资	39	16	16	16	16
无形资产	42	40	44	49	53
其他长期资产	1	3	2	2	2
非流动资产	1317	1464	1488	1498	1502
资产总计	3264	3880	4851	6186	7733
短期借款	732	69	0	0	0
应付账款	289	402	406	403	440
其他流动负债	3	4	3	3	3
流动负债	1367	850	698	725	785
长期负债	72	120	120	120	120
其他长期负债	13	49	21	21	21
非流动性负债	85	169	141	141	141
负债合计	1452	1018	839	866	925
股本	450	450	450	450	450
资本公积	150	301	301	301	301
股东权益合计	1812	2861	4012	5320	6808
少数股东权益	13	12	12	12	12
负债股东权益总计	3264	3880	4851	6186	7733
主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
增长率(%)					
营业收入	70.3%	11.2%	9.5%	9.9%	8.7%
营业利润	1243.9%	28.2%	22.5%	16.6%	14.5%
净利润	1618.3%	24.8%	24.4%	16.6%	14.5%
利润率(%)					
毛利率	44.6%	45.2%	48.0%	50.5%	52.5%
EBIT Margin	33.5%	34.6%	38.8%	41.1%	43.3%
EBITDA Margin	36.8%	37.6%	41.0%	43.4%	45.6%
净利率	25.9%	29.0%	33.0%	35.0%	36.8%
回报率(%)					
净资产收益率	53.7%	42.4%	37.6%	33.1%	29.6%
总资产收益率	29.9%	31.3%	31.1%	28.5%	26.1%
其他(%)					
资产负债率	44.5%	26.2%	17.3%	14.0%	12.0%
所得税率	12.8%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股息率	32.4%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%

## 免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	行业投资评级	中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021) 68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021) 68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			