

# VE地位稳固，医药业务为长远续航

2012年2月17日

推荐/维持

浙江医药

调研快报

## ——浙江医药（600216）调研快报

<b>陈恒</b>	医药行业分析师	电话：010-66554018	执业证书编号：S1480510120015
联系人：宋凯	010-66554087	songkai@dxzq.net.cn	

### 事件：

我们近期调研了浙江医药，与公司领导就维生素 E 价格、市场供求情况、其他原料药和制剂业务的情况。我们认为近期维生素价格的小幅上涨属于触底反弹，对公司和行业的整体盈利能力的提升作用有限。公司抗生素原料药增长势头良好，抗耐药产品盐酸万古霉素和替考拉宁（原料药和制剂）的销量将随着未来产能的扩张而高速增长，左氧氟沙星未来针对规范市场的出口是其增长点。虽然目前公司原料药和制剂的体量尚小，短期内对公司业绩影响有限，但我们看好公司以维生素 E 为基础，大力发展医药产业的战略前景，公司具有长远的投资价值。

### 观点：

#### 一、维生素 E 业务

##### 1、受全球经济形势影响，维生素 E 出口波动

维生素 E 是公司目前最主要的收入和利润来源，未来中短期内其业绩的主导地位不会变化。目前公司维生素 E 原料药的 60% 左右用于出口，受欧债危机影响，公司 2011 年四季度销量同比下滑幅度约为 30% 左右，出口欧洲的订单下滑幅度更为严重。2012 年初，随着维生素 E 价格的回落，公司销量恢复了正常，我们预计由于去年四季度的波动，今年全年公司维生素 E 的销量将同比增长。但由于欧美国家市场比较成熟，维生素整体需求量增长比较缓慢，所以即便消除了欧债危机的影响，出口量也不会有大幅上升。

##### 2、供需基本平衡，价格总体保持稳定

2011 年下半年维生素 E 价格波动较大，由 120 元（每公斤）左右上涨到 165 元左右，随后又回落到 110 元以下。对于公司而言，2011 年的成交价格密集区间主要集中在 110-120 元。近期国内维生素 E 价格小幅上涨，我们认为这是维生素 E 价格在 2011 年末大幅下跌后的反弹，目前全球维生素 E 供需结构未发生重大变化，寡头之间不会轻易打破目前的利益均衡格局，所以我们估计维生素 E 价格 2012 年整体将保持基本稳定，但由于中东形势的复杂，国际原油价格有可能出现波动，导致维生素 E 成本上升，从而带动价格上涨，所以我们估计 2012 年全年国内维生素 E 价格在 125 元左右。维生素 E 的出口价格方面，我们预计受到巴斯夫和帝斯曼的牵制，出口价格全年将基本保持稳定。

##### 3、新增产能或对市场产生一定冲击

根据健康网数据，目前国内计划在 2012 年下半年投产的维生素 E 项目主要包括新发药业的年产 1 万吨维生素 E（投资 2.55 亿元），海嘉诺药业 1 万吨维 E 油和 2 万吨维 E 粉（投资 3.5 亿元），以及圣地嘉禾的高端天然维生素 E 项目。目前公司天然维生素 E 产品收入规模相对较小，占公司全部维生素 E 收入规模的 5.3% 左右，且毛利率为 9-10%，远低于公司合成维生素 E 的盈利能力，所以对行业可能会造成冲击的是新发药业和海嘉诺的维生素 E 项目。

目前维生素 E 全球产能大约为 7 万吨左右，新增项目的投产将使全球总产能提升大约 30-40%，供求关系将被打破，维生素 E 价格存在下降的风险。但是维生素 E 合成路线较长，工艺比较复杂，根据经验判断，一条相对完整的年产 1 万吨维生素 E 油的生产线所需投资额大概在 5-7 亿元，而上述两家企业的投资额较低，所以我们推测其维生素 E 生产线采用的方法是以反应链的下游产物为原料合成，其产品的盈利能力和上游原料的控制能力都将比较弱，对浙江医药（以及新和成）的威胁不大。

## 二、原料药和制剂业务

公司未来一方面要稳固维生素 E 行业龙头地位，另一方面将重点发展特色原料药和制剂，医药行业是公司未来发展的亮点。

公司现在的原料药和制剂规模较小，虽然增速很快，但与维生素 E 相比还不足以显著影响公司业绩。

目前公司规模比较大的医药品种主要有盐酸万古霉素（原料药和制剂）、替考拉宁（原料药和制剂）和左氧氟沙星（原料药和制剂）。

### 盐酸万古霉素稳定高速增长

公司是全球少数盐酸万古霉素供应商之一。包括公司在内，目前全球仅有少数几家盐酸万古霉素原料药供应商，根据健康网数据，2011 年上半年国内盐酸万古霉素出口量最大的厂家是浙江医药和海正药业的合资企业雅赛利（台州）制药，两家出口量占国内的约 84% 份额。

价格方面，目前国内出口报价在 700-900 美元/公斤，从最近两年的情况来看，盐酸万古霉素价格波动不大，基本稳定在 700-1000 美元的区间，多数时间的报价在 800 美元左右。目前公司产能在 60 吨左右，公司 2011 年全年的销量预计在 25 吨左右，按照 800 美元/公斤价格计算，全年收入在 2000 万美元左右，约合 1.2 亿元人民币，毛利率在 40% 左右，贡献毛利率约为 4800 万元。预计 2012 年的销量在 40 吨左右，2013 年或许会达到 55 吨，平均增速在 40% 左右。目前全球的产量约为 70-80 吨，预计全球需求量未来 2-3 年会增长到 100 吨左右。

公司的盐酸万古霉素制剂（来可信）销售较小，在国内销售，来可信 2011 年的收入大约为 3000 万元，同比增速大约在 30% 左右，增速基本与 2010 年持平。

### 替考拉宁潜力较大

公司替考拉宁随着质量的提升，出口销量具有比较大的增长空间。目前公司替考拉宁原料药的销量在 300 公斤左右，收入规模大约在 2000 万元左右；预计 2013 年随着质量的提升，销量能达到 1500 公斤左右，其对应的收入规模大约在 1 亿元人民币左右。替考拉宁制剂（加立信）2011 年的销售收入在 5000 万元左右，同比增速约为 30%，预计未来该药物能继续保持这样的增速。

### 继续巩固左氧氟沙星龙头地位

未来公司左氧氟沙星原料药的增长点是逐渐加大向规范市场出口的比例，目前公司正在努力做这方面的工作，左氧氟沙星规范市场的出口价格一般能达到非规范市场的 3-5 倍左右，按照公司的增发预案，未来公司符合国际标准的左氧氟沙星原料药的产能将达到 200 吨。制剂方面，公司的左氧氟沙星注射剂（来立信）国内市场规模位居第二，收入规模在 1.2 亿元左右，市场相对成熟，我们预计未来平均增速保持在 10-15% 之间。

## 三、维生素行业地位稳固，开拓医药出口市场

目前维生素 E 市场寡头垄断格局相对稳定，全球供需基本平衡，未来维生素 E 需求或者价格暴涨的概率不大。公司是维生素 E 行业龙头企业，该行业具有比较大的资金、技术和环保壁垒，同时公司拟通过定向增发募集资金实现年产 2 万吨高含量维生素 E 产能和 1500 吨维生素 A，公司高含量维生素 E 的投产可以提高产品的盈利能力，同时强化了维生素 E 行业的龙头地位，对新进入者构成较大的威慑作用。特色原料药和制剂的出口是公司未来的另一个支柱产业，现在公司的这一项业务正处于起步阶段，从募投项目来看，公司未来的原料药和制剂出口品种主要集中在抗生素和免疫抑制剂等领域，我们认为公司凭借在维生素 E 产品上多年的技术积淀，将为未来原料药和制剂的出口业务打下坚实的基础。由于公司之前主要从事大宗原料药的出口，未来向原料药和制剂出口转型的时候可能会遇到销售瓶颈问题。

### 盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.18 元、2.54 元和 2.86 元，对应动态 PE 为 11 倍、9 倍和 8 倍，未来六个月目标价 30 元，首次给予“推荐”评级。

**风险提示：** 维生素 E 成本与价格波动风险；制剂出口市场风险

**图表 1：分产品预测（收入单位：万元）**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>合成 VE</b>					
收入	220,766	219,908	216,800	227,920	244,500
增速	15%	0%	-1%	5%	7%
毛利率	58%	56%	56%	58%	58%
<b>天然 VE</b>					
收入	10,691	12,303	14,763	18,454	23,067
增速	20%	15%	20%	25%	25%
毛利率	5%	10%	9%	10%	11%
<b>VA</b>					
收入	19,967	19,869	20,000	20,000	20,000
增速	16%	0%	1%	0%	0%
毛利率	28%	22%	27%	26%	27%
<b>盐酸万古霉素系列</b>					
收入	8,943	13,974	15,000	20,640	28,877
增速	23%	56%	7%	38%	40%
毛利率	35%	51%	55%	57%	60%
<b>来立信</b>					
收入	12,130	10,700	12,000	12,500	13,000
增速	15%	-12%	12%	4%	4%
毛利率	48%	45%	45%	45%	45%
<b>替考拉宁系列</b>					
收入	2,678	3,846	7,000	12,500	18,450
增速	-	44%	82%	79%	48%
毛利率	-	35%	50%	42%	44%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图表 2: 浙江医药盈利预测表 (万元)**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>418,374</b>	<b>455,827</b>	<b>482,340</b>	<b>528,302</b>	<b>557,692</b>
<i>增速</i>	11.24%	8.95%	5.82%	9.53%	5.56%
<b>营业成本</b>	<b>229,202</b>	<b>267,265</b>	<b>313,446</b>	<b>339,163</b>	<b>349,744</b>
<i>毛利率</i>	45.22%	41.37%	35.02%	35.80%	37.29%
<b>营业税金及附加</b>	<b>3,608</b>	<b>4,108</b>	<b>4,347</b>	<b>4,761</b>	<b>5,026</b>
<b>销售费用</b>	<b>15,855</b>	<b>20,547</b>	<b>19,294</b>	<b>22,189</b>	<b>23,590</b>
<b>管理费用</b>	<b>18,642</b>	<b>21,347</b>	<b>22,670</b>	<b>23,351</b>	<b>24,706</b>
<b>财务费用</b>	<b>2,329</b>	<b>4,605</b>	<b>3,618</b>	<b>3,381</b>	<b>2,398</b>
<i>期间费用率</i>	8.80%	10.20%	9.45%	9.26%	9.09%
<b>资产减值损失</b>	<b>4,464</b>	<b>3,088</b>	<b>2,500</b>	<b>2,100</b>	<b>2,200</b>
<b>公允价值变动净收益</b>	<b>356</b>	<b>37</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资净收益</b>	<b>469</b>	<b>702</b>	<b>1,100</b>	<b>1,260</b>	<b>1,380</b>
<b>营业利润</b>	<b>145,100</b>	<b>135,606</b>	<b>117,566</b>	<b>134,617</b>	<b>151,408</b>
<i>增速</i>	28.20%	-6.54%	-13.30%	14.50%	12.47%
加: 营业外收入	1,244	953	800	0	0
减: 营业外支出	4,143	3,237	3,000	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	2,805	1,512	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>142,201</b>	<b>133,323</b>	<b>115,366</b>	<b>134,617</b>	<b>151,408</b>
<i>增速</i>	26.83%	-6.24%	-13.47%	16.69%	12.47%
减: 所得税	20,845	18,963	17,305	20,193	22,711
<i>所得税率</i>	14.66%	14.22%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>净利润</b>	<b>121,356</b>	<b>114,360</b>	<b>98,061</b>	<b>114,424</b>	<b>128,697</b>
<i>增速</i>	24.18%	-5.76%	-14.25%	16.69%	12.47%
减: 少数股东损益	-20	-111	-100	-80	-90
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>121,375</b>	<b>114,471</b>	<b>98,161</b>	<b>114,504</b>	<b>128,787</b>
<i>增速</i>	24.79%	-5.69%	-14.25%	16.65%	12.47%
<b>基本每股收益</b>	<b>2.70</b>	<b>2.54</b>	<b>2.18</b>	<b>2.54</b>	<b>2.86</b>

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

东兴证券

## 分析师简介

### 陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

### 宋凯

制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究 2 年，医药生物行业高级研究员。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。