

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

浙江医药（600216）
谨慎推荐

制药与生物

非公开增发预案点评

（维持评级）

2011年7月4日

定增有望推动业务转型升级

证券分析师： 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026
联系人： 胡博新 0755-82133263 hubx@guosen.com.cn

事项：

7月4日公司公布非公开增发预案，发行不超过7000万股，发行价格不低于27.98元/股，计划募集资金不超过20亿元。募集资金将对公司下属全资子公司昌海生物进行增资，用于实施“生命营养品、特色原料药及制剂出口基地建设项目”。

我们的观点：短期来看，本次定增发预案公布之后，下半年公司有望更积极地促成主导产品维生素E（VE）继续提价，提升公司业绩。长期来看，募投项目的实施，有利于推动公司业务转型升级，摆脱对VE单一盈利品种的依赖。随着特色原料药和制剂出口业务的壮大，公司的发展空间将打开。我们维持公司11-13年EPS为2.86/3.23/3.42元，对应11-13PE为12/10/10。目前估值偏低，随着特色原料药和制剂业务的发展，公司对维生素的依赖降低，估值有望逐步提升，维持“谨慎推荐”评级。

评论：

■ 非公开增发将推动业务转型升级

- ✓ 此次募投项目包括生命营养类产品、制剂出口和特色原料药三部分。生物营养类产品主要包括高含量维生素E等维生素品种，主要满足产能搬迁和扩产需要。制剂出口项目包括口服制剂、软胶囊、大输液、冻干粉针等多种剂型。出口制剂品种的选择结合公司的原料药优势和技术储备，符合国内外市场的发展趋势。特色原料药项目部分为制剂出口配套，部分直接出口。具体品种包括抗生素、免疫制剂和心血管药物三类。

表1 非公开增发项目具体品种及产能

项目类别	项目产品及年产能
生命营养类产品	高含量维生素E 20000吨，天然维生素E 500吨，生物素 100吨，维生素A 1500吨，维生素D3 300吨
制剂出口基地项目	口服固体制剂 30亿粒，软胶囊保健品 10亿粒，乳酸左氧氟沙星大容量注射剂（软袋）5000万袋，头孢类冻干粉针剂 100万瓶，碳青霉烯类冻干粉针剂 100万瓶，头孢类口服固体制剂，7.75亿粒，免疫抑制剂类口服固体制剂 5亿粒，免疫抑制口服液 100万瓶
按国际规范建设的原料药产品项目	去甲金霉素 80吨，米诺环素及替加环素 10吨，达托霉素 2吨，左氧氟沙星，200吨，头孢唑兰 2吨，头孢卡品酯 10吨，碳青霉烯类厄他培南 3吨，西罗莫司及他克莫司 100公斤，氯吡格雷 10吨

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

- ✓ 目前公司盈利来源主要是VE，因此业绩容易受到VE价格波动的影响。通过募投项目的建设，扩大特色原料药和制剂的业务规模，将减少公司业绩对维生素E的依赖性。

■ VE 搬迁扩产不会冲击现有的竞争格局

- ✓ 新基地的 VE 产能将扩大到 2 万吨/年的规模，较目前 1.5 万吨/年的产能增加 5000 吨。考虑到每年下游需求的复合增长只有 5%~7%，新产能投产后，公司将维持当前的产量，未来再根据市场需求逐步扩大至 2 万吨。新增加的 5000 吨产能有一定调节弹性，不会对现有稳定的竞争格局产生影响。
- ✓ 新增加的 5000 吨产能除满足市场增长需求外，将进一步巩固公司的市场地位。投产后公司 VE 产能为 2 万吨/年，在 VE 格局中处于优势地位，即使未来竞争格局发生改变，公司也可凭借规模优势继续发展。

表2 VE目前的产能格局

生产企业	产能 (吨)	产能占比
DSM	18000	27.69%
BASF	14000	21.54%
浙江医药	15000	23.08%
新和成	15000	23.08%
西南合成	3000	4.62%
产能合计	65000	100.00%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

- ✓ 新建 VE 产能将结合工艺和技术革新，提高 VE 的毛利率。在质量上，按照国际标准生产高含量维生素 E，为开发高端国际市场奠定基础。

■ 新增 VD3 品种，VH 搬迁解决安全隐患

- ✓ 除公司原有的 VE、VA 和 VH 外，募投项目将建设 300 吨 VD3 产能。VD3 主要作为饲料添加剂，并常与 VA 混合成 VD3/VA 粉销售。VD3 投产后，公司的营养品系列将进一步丰富。
- ✓ 前期 VH 车间因为光气泄露而导致人员受伤。事故之后，VH 车间停产等待安检部门检查。即使以后 VH 复产，光气泄露的风险依然存在，因此 VH 产能有望最先搬迁以解决安全隐患。

■ 技术积累支持特色原料药项目最先释放业绩

- ✓ 公司在发展过程中非常注重技术的积累，并在在脂溶性维生素、抗耐药抗生素、氟喹诺酮类抗生素、抗疟药以及糖苷酶抑制剂类糖尿病药物、免疫抑制剂类药物等产品的研发拥有一定优势。2010 年，公司从事的“天然来源的抗肿瘤与抗耐药菌创新药物的研发”、“抗肿瘤创新药物甲磺酸普喹替尼及其片剂的研发”等项目已被列入国家“重大新药创制”科技重大专项。
- ✓ 公司已经完成达托霉素、头孢唑兰、头孢卡品酯、厄他培南、氯吡格雷和替加环素的中试生产。西罗莫司和左氧氟沙星已经实现产业化。预计项目投产后，特色原料药项目将最先贡献收益。

■ 制剂出口符合产业升级的方向

- ✓ 2009-2014 年，将有近 2500 亿美元规模的药品专利到期，为印度和中国的制药企业提供巨大的市场机会。公司积极筹备制剂出口，并通过增发建设符合 FDA 认证要求的制剂生产线，将来有望分享全球仿制药市场的“蛋糕”。
- ✓ 目前公司国内制剂销售仍较为薄弱，制剂出口经验不足而且制剂出口认证要求高，预计制剂项目贡献收益仍需较长的时间。

■ 受益 VE 继续提价，下半年公司业绩将好转

- ✓ 受 VE 成交价格低于去年同期的影响，公司 1 季度业绩同比下降 14.78%。2 季度 VE 价格开始提升，但实际成交价

格提升要从3季度才开始体现，预计上半年业绩仍将同比下滑。

- ✓ 浙江限电仍在继续，预计即将到来的7-8月用电高峰期，公司与新和成都可能停产检修，VE供应失衡将更加明显，价格有望继续提升。从下半年开始，公司VE成交均价将高于去年，业绩将逐月好转。
- ✓ 考虑到VE提价对股价的影响，公司在未公布非公开增发之前，对VE提价较为谨慎。预案出来后，公司对VE提价将更为积极。

表 3: 盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,183.74	4,558.27	4,814	5,227	5,538
(+/-%)	11.24%	8.95%	5.6%	8.6%	6.0%
净利润(百万元)	1,213.75	1,144.71	1286	1452	1541
(+/-%)	24.79%	-5.69%	12.3%	13.0%	6.1%
每股收益(元)	2.70	2.54	2.86	3.23	3.42
EBIT Margin			30.4%	31.4%	31.1%
净资产收益率 (ROE)	42.60%	29.68%	27.1%	25.3%	22.7%
市盈率 (PE)	13.9	13.0	11.6	10.3	9.7
EV/EBITDA			10.2	9.1	8.7
市净率 (PB)	5.50	4.06	3.15	2.60	2.20

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

表 4: 浙江医药分产品盈利预测 单位: 百万

收入预测	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
VE 类								
收入	669	763	1920	2208	2199	2205	2340	2358
增长率	30.8%	14.1%	151.5%	15.0%	-0.4%	0.3%	6.1%	0.8%
销量		18000	17400	17000	17500	17500	18000	18000
单价		42	110	130	126	126	130	131
提价幅度			160%	18%	-3%	0.3%	3.2%	0.8%
毛利率	5.5%	11.5%	58.3%	58.1%	56.2%	55.6%	56.9%	57.3%
VA 类								
收入			172	200	199	198	203	205
增长率				16.2%	-0.5%	-0.1%	2.4%	0.8%
销量			1500	1600	1600	1600	1600	1600
单价			115	125	124	124	127	128
提价幅度				9%	0%	-0.1%	2.4%	0.8%
毛利率			28.3%	28.2%	21.5%	25.8%	27.6%	27.3%
VH 类								
收入		166	267	150	150	160	160	160
增长率			61.1%	-43.9%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%
单价		50	50	50	50	50	50	50
提价幅度		3318	5345	3000	3000	3200	3200	3200
毛利率			61%	-44%	0%	6.7%	0.0%	0.0%
毛利率		-7.9%	18.2%	37.6%	18.0%	18.8%	18.8%	18.8%
天然 VE								
收入	85	85	89	107	123	143	166	192
增长率		-0.6%	5.2%	19.9%	15.1%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利率	45.0%	30.6%	15.3%	5.3%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
来立信								
收入		101	105	121.3	100	100	100	100
增长率			4.0%	15.1%	-17.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率		52.8%	47.1%	48.2%	45.0%	44.0%	40.0%	40.0%
万古霉素								
收入			73	89.43	140	196	264	330
增长率				22.8%	56.3%	40.0%	35.0%	25.0%
毛利率			28.8%	34.7%	50.9%	51.0%	60.0%	60.0%
其他								
收入	1466	1093	1135	1309	1648	1813	1994	2193
增长率		-25.4%	3.8%	15.3%	25.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.7%	17.4%	33.0%	30.7%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
收入合计								
收入	2221	2209	3761	4184	4558	4814	5227	5538
增长率	17.83%	-0.53%	70.27%	11.24%	8.95%	5.62%	8.57%	5.96%
毛利率	18.39%	15.62%	44.57%	45.22%	41.37%	40.76%	41.73%	41.46%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

表 5: VE 和 VA 价格增减对浙江医药 2011 年 EPS 的敏感性分析

注: VE 基础价格为 126 元/kg, VA 基础价格为 124 元/kg

EPS	VE 价格区间												
	-50	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40	50	60	
-50	1.23	1.53	1.83	2.13	2.42	2.72	3.02	3.32	3.61	3.91	4.21	4.50	
-40	1.26	1.56	1.86	2.15	2.45	2.75	3.05	3.34	3.64	3.94	4.23	4.53	
-30	1.29	1.59	1.88	2.18	2.48	2.77	3.07	3.37	3.67	3.96	4.26	4.56	
-20	1.31	1.61	1.91	2.21	2.50	2.80	3.10	3.40	3.69	3.99	4.29	4.59	
-10	1.34	1.64	1.94	2.23	2.53	2.83	3.13	3.42	3.72	4.02	4.32	4.61	
0	1.37	1.67	1.96	2.26	2.56	2.86	3.15	3.45	3.75	4.05	4.34	4.64	
10	1.40	1.69	1.99	2.29	2.59	2.88	3.18	3.48	3.78	4.07	4.37	4.67	
20	1.42	1.72	2.02	2.32	2.61	2.91	3.21	3.51	3.80	4.10	4.40	4.70	
30	1.45	1.75	2.05	2.34	2.64	2.94	3.24	3.53	3.83	4.13	4.43	4.72	
40	1.48	1.78	2.07	2.37	2.67	2.97	3.26	3.56	3.86	4.15	4.45	4.75	
50	1.51	1.80	2.10	2.40	2.69	2.99	3.29	3.59	3.88	4.18	4.48	4.78	
60	1.53	1.83	2.13	2.42	2.72	3.02	3.32	3.61	3.91	4.21	4.51	4.80	
70	1.56	1.86	2.15	2.45	2.75	3.05	3.34	3.64	3.94	4.24	4.53	4.83	
80	1.59	1.88	2.18	2.48	2.78	3.07	3.37	3.67	3.97	4.26	4.56	4.86	
90	1.61	1.91	2.21	2.51	2.80	3.10	3.40	3.70	3.99	4.29	4.59	4.89	
100	1.64	1.94	2.24	2.53	2.83	3.13	3.43	3.72	4.02	4.32	4.62	4.91	
110	1.67	1.97	2.26	2.56	2.86	3.16	3.45	3.75	4.05	4.35	4.64	4.94	
120	1.67	1.97	2.26	2.56	2.86	3.16	3.45	3.75	4.05	4.35	4.64	4.94	

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。