

浙江医药 (600216.SH) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

分析师 SAC 执业编号: S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

启动增发, 谋求医药板块崛起;

事件

公司公布非公开发行股票预案, 拟发行不超过 7000 万股, 发行价不低于 27.98 元, 募集资金不超过 20 亿, 大股东不参与。公司拟在绍兴滨海新城生物医药产业园内新建一个符合国际标准的生产基地, 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, 以抓住全球医药产业向发展中国家转移的机遇。

评论

增发预案的出台预示着公司经营战略转为积极: (1) 过去: 浙江医药一直以稳健的风格进行生产管理, 经营业绩以小步前进的方式增长。虽然公司在维生素、万古霉素、替考拉宁等产品上全球领先, 虽然公司有同步于全球的一类抗肿瘤新药在研, 但公司过去一直没有因此大做文章, 构建大的战略规划。恰恰相反, 随着维生素业务贡献利润的逐步加大, 公司过往的医药优势逐步被掩盖, 被二级市场定性为大宗原料药生产企业。(2) 未来: “十二五”第一年, 公司出台增发预案, 我们认为这是一个积极的信号。表明公司经营层面谋求突破, 希望改变过去维生素一品独大的局面, 把传统医药板块做强做大。

公司医药根基雄厚, 医药板块可借助增发契机走向崛起之路: 公司做强医药板块, 具有先天的优势条件: (1) 研发实力强。公司是国家高新技术企业、国家创新型企业、国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站, 承担了多项国家重大新药创制专项、国家高技术产业化项目、国家 863 项目等。(2) 曾开发多个创新产品。左氧、VE 是公司的代表作; 万古霉素、替考拉宁是国内首家, 目前占全球 30% 以上市场份额; 公司是国内最大的降糖药米格列醇生产出口企业。(3) 未来有多个创新药在研。公司承担了五项国家“重大新药创制”项目, 有抗肿瘤一类新药处于全球领先水平。(4) 有国际合作经验。公司与诺华公司在抗疟药苯茚醇、蒿甲醚全球独家合作, 并且成为对方最佳合作伙伴。以上研发实力、产品开发经验、国际合作经验是公司医药板块崛起的根基。而增发项目也是立足于这些优势条件, 谋求在制剂和原料领域取得突破。

增发项目中制剂和原料项目建设, 有助于减少公司盈利对维生素板块的依赖: 公司此次增发, 主要投向有三: (1) 成为世界著名的生命营养品(维生素及类维生素)供应商。(2) 特色制剂项目: 按照国际规范标准组织生产, 在抢占国内市场主导地位的同时, 争取将高品质的制剂产品推向国际主流市场。(3) 特色原料出口项目: 实现一些新开发的特色原料药规模化出口。后两者都是对医药板块的投入, 我们预计达产后收入利润贡献将比肩于维生素版。增发项目达产后, 公司未来业务版图将是“维生素+特色制剂+特色原料药”这样的均衡格局。

投资建议

公司目前市值与行业地位明显不符: 公司目前市值 141 亿元, 去年净利润 11 亿元, 与公司三大业务板块竞争对手的情况比较来看: (1) 维生素——新和成, 市值 214 亿元, 去年净利润 11 亿元; (2) 制剂——恒瑞医药, 市值 336 亿元, 净利润 7 亿元; (3) 特色原料药——海正药业, 市值 194 亿元, 去年净利润 3.6 亿元。公司维生素实力领先、制剂的创新药研发实力强大、特色原料药方面是诺华的最佳合作伙伴, 因此公司有条件、有潜力在三大业务板块做强做大。通过比较分析看, 公司目前的市值并没有反应出这部分成长的潜力, 明显低估。

公司分业务盈利预测与估值: 公司去年 EPS 约为 2.50 元, 我们估计其中维生素贡献约 2.20 元, 医药板块贡献约 0.30 元。(1) 考虑今年维生素至少 10% 的增长, 目前在涨价上行周期中, 给予 15 倍估值, 合理价格为 36.3 元; (2) 考虑医药板块至少 30% 的增长, 给予 30 倍估值, 合理价格为 11.7 元; 综合而言合理目标价 48 元, 还有 50% 以上的上涨空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 制剂销售、特色原料药出口要依赖于增发项目达产, 时间上暂不确定; 制剂销售、特色原料药出口具体执行策略尚需进一步观察研究; 维生素价格波动对利润的影响。对于制剂和原料具体品种的前景和市场空间分析, 请见我们后续的深度研究报告。

图表1: 公司募集资金项目投向

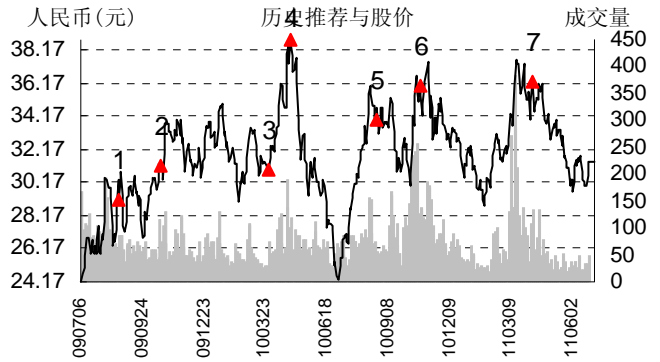
细分项目	产品名称	项目投产后形成的产能	战略目标
生命营养类产品项目	高含量维生素E	20,000吨/年	基本上是搬迁
	天然维生素E	500吨/年	
	生物素	100吨/年	
	维生素A	1500吨/年	
	维生素D3	300吨/年	
制剂出口基地项目	口服固体制剂	30亿粒/年	本制剂项目建成后,除安排上述市场前景良好的制剂品种外,将根据市场情况,选择其他制剂品种在本项目生产线中生产。在满足国内市场需求的同时,将可满足欧美等规范市场对高标准高品质制剂产品的需求,既可开拓自有品牌制剂品种在欧美市场的销售,同时也可承接国际知名品牌制剂企业的合同生产服务
	软胶囊保健品	10亿粒/年	
	乳酸左氧氟沙星大容量注射剂(软袋)	5000万袋/年	
	头孢类冻干粉针剂	100万袋/年	
	头孢类口服固体制剂	7.75亿粒/年	
	碳青霉烯类冻干粉针剂	100万袋/年	
	免疫抑制剂类口服固体制剂	5亿粒/年	
	免疫抑制口服溶液	100万瓶/年	
按国际规范建设的原料药产品项目	去甲金霉素	80吨/年	公司将按国际规范建设原料药(API)产品生产线,并通过国际认证,一方面为公司的制剂出品配套原料,另一方面,在满足国内市场需求的同时,将可满足欧美等规范市场对这些高标准高品质原料药产品的需求,并根据市场需求扩产及增加品种
	米诺环素及替加环素	10吨/年	
	达托霉素	2吨/年	
	左氧氟沙星	200吨/年	
	头孢唑兰	2吨/年	
	头孢卡品酯	10吨/年	
	碳青霉烯类厄他培南	3吨/年	
	西罗莫司及他克莫司	100公斤/年	
	氯吡格雷	10吨/年	

来源: 国金证券研究所, 公司公告

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-08-25	买入	29.17	N/A
2	2009-10-27	买入	31.14	N/A
3	2010-03-28	买入	30.94	N/A
4	2010-04-26	买入	38.82	60.00 ~ 60.00
5	2010-08-23	买入	34.01	N/A
6	2010-11-01	买入	36.07	N/A
7	2011-04-10	买入	36.26	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室