证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

浙江医药（600216）

对外合作公告点评

谨慎推荐

（维持评级）

2011 年 7 月 7 日

合资开发哮喘新药，制药业务发展步伐加快

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：

公告1： 11 年7 月4 日公司与北京美福润医药科技公司以及MediciNova公司订立《浙江森迈医药生物技术有限公司合资经营企业合同》，约定共同合作开发MN-221治疗哮喘新药。

公告2： 日本Kaneka公司向美国ITC申请对公司辅酶Q10产品进行337调查，认为国内七家企业侵犯了其辅酶Q10 的美国专利。

我们的观点： 从7月4日公司公布定增融资20 亿元投资建设生命营养品、特色原料药及制剂出口基地建设项目预案，到今日对外合作开发治疗哮喘新药，公司接连公布投资项目，可见公司制药业务发展的步伐已经逐步加快。MN-221国内市场前景广阔，预计3~5年内完成国内临床。

辅酶Q10占公司收入和利润比例较小，专利纠纷对公司业绩影响极小，不改公司的发展趋势。

随着新药上市以及募投项目的建设完成，预计3~5年后，公司的发展模式将由单一依靠维生素将转变为营养品、特色原料药、制剂协同发展的格局。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：

■ **合作开发治疗哮喘新药，市场前景良好**

- ✓ 此次合作开发的 MN-221 是一种新型高选择性 β2 受体激动剂，用于治疗哮喘急性发作。目前国内哮喘药物市场容量在 60 亿元左右，其中 β2 受体激动剂是控制急性哮喘发作的首先药物，约占市场份额的 33%。MN-221 同时还可用于慢性阻塞性肺疾病(COPD)急性发作治疗，目前我国现有 COPD 患者已超过 4000 万人，居全球第一位，因此 MN-211 未来在国内上市，市场空间将非常广阔。
- ✓ 与同类药物相比，MN-221 显示出更好的疗效和更优异的安全性，同时没有其它激动剂常见的心血管副作用，有望填补全球哮喘治疗针剂近 30 年未有新产品问世的空缺。
- ✓ 目前 MN-221 已经在美国已顺利完成 II 期 B 临床试验，年底前将进入 III 期临床。由于美国临床试验在先，预计国内临床审批将更为顺利，通过临床的时间将缩短。我们预计 MN-211 在 3~5 年完成国内临床试验。

■ **股权合作分担风险，进一步合作值得期待**

- ✓ 此次合作采用股权合作模式，三方出资设立合资公司开发新药，其中公司以现金出资 571.6 万元，占 40%股权，北京美福润以现金出资 428.7 万元，占 30%股权，MediciNova 出资 65 万美元，占 30%股权。合资方式使公司以相对合理的价格获得新药的国内权益，同时也降低了新药研发的不确定性风险。

- ✓ 此次合作的外资方 MediciNova 是一家以开发小分子治疗药物为主的生物制药公司，拥有多个具有良好临床应用前景的备选药物，包括 6 个已经进入到临床试验阶段的产品，涉及哮喘、慢性阻塞性肺病、多发性硬化症、间质性膀胱炎、实体肿瘤、广泛焦虑症和早产等多个治疗领域。目前 MediciNova 正在推动在研药物在全球上市，公司有望与其进一步合作。

■ **制药业务发展步伐加快，前景值得期待**

- ✓ 从 7 月 4 日公司公布定增融资 20 亿元投资建设生命营养品、特色原料药及制剂出口基地建设项目预案，到今日对外合作开发治疗哮喘新药，公司接连公布投资项目，可见公司制药业务发展步伐已经逐步加快。“十二五”发展期间，制药业务将是公司重点的发展方向。
- ✓ 前期公司也储备有甲磺酸普喹替尼、昌欣沙星等 1 类新药品种，预计 3~5 年内新药将陆续上市。募投特色原料药和出口制剂项目也将陆续开始建设。随着新药上市以及募投项目的投产，未来 3~5 年公司发展模式将由单一依靠维生素转变为营养品、特色原料药、制剂协同发展的格局。

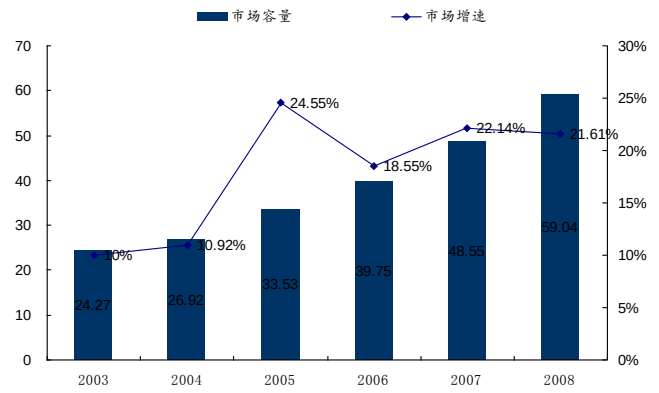
■ **专利纠纷对公司业绩影响极小**

- ✓ 此次涉及专利纠纷的辅酶 Q10 2010 年的营业收入为 8418 万元，约占公司营业总收入的 1.85%。从 07 年以来，辅酶 Q10 价格一直下跌，公司毛利率较低，辅酶 Q10 实际盈利很小。即使辅酶 Q10 完全停止销售，对公司业绩影响也非常有限。
- ✓ 日本 Kaneka 的专利存在技术缺陷，公司可以要求日本 Kaneka 公司提出证据证明其专利的有效性和可执行性。我们预计后续诉讼将持续较长时间，诉讼期间公司还可以继续销售辅酶 Q10。

■ **继续看好 VE 提价，下半年公司业绩将好转**

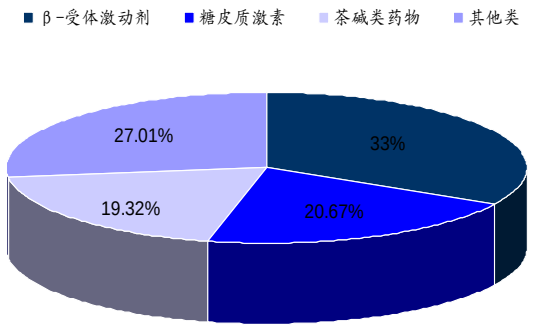
- ✓ 由于出口需求旺盛，6 月份公司与新和成先后提高 VE 报价。目前 VE 成交价格在 150~155 元/kg 之间，同比提高 35~40 元/kg。
- ✓ 浙江限电仍在继续，预计即将到来的 7-8 月用电高峰期，公司与新和成都可能停产检修，VE 供应失衡将更加明显，价格有望继续提升。从下半年开始，公司 VE 成交均价将高于去年，业绩将逐月好转。

图 1：03-08 年国内哮喘药物的市场容量



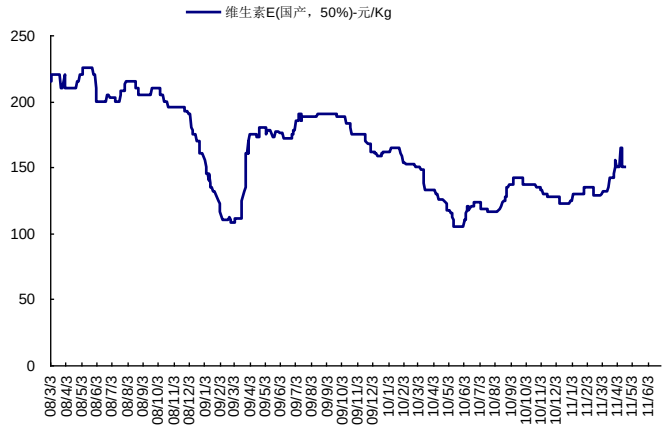
资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所整理

图 2：08 年国内哮喘药物的品种格局



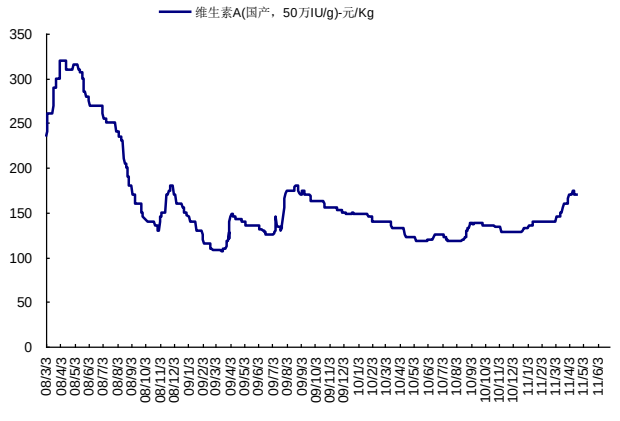
资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所整理

图 3：VE 近期价格走势 单位：元/kg



资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所整理

图 4：VA 近期价格走势 单位：元/kg



资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所整理

表 1：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）	13.7	13.0	11.7	10.4	9.8
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预测

表 2：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	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整理

表 3：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

		VE 价格区间											
EPS		-50	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40	50	60
VA 价格区间	-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	4.94	1.70	1.99	2.29	2.59	2.88	3.18	3.48	3.78	4.07	4.37	4.67

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

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±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±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。