国金证券 SINOLINK SECURITIES

浙江医药 (600216.SH)　化学制药行业

评级：增持　维持评级　　**公司研究简报**

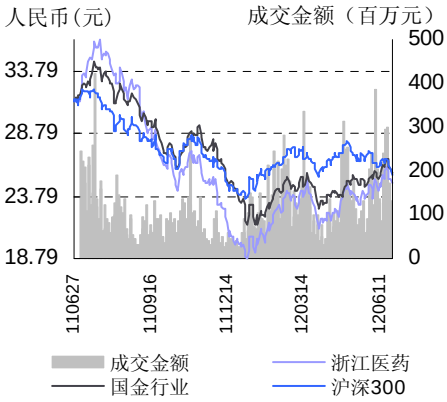
市价（人民币）：24.82 元

签订新药国际合作协议;

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	450.06
总市值(百万元)	11,170.49
年内股价最高最低(元)	36.27/18.79
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1.《四季度 VE 价格低迷拖累业绩;》，2012.2.7

2.《二季度环比一季度好转;》，2011.8.28

3.《引进抗哮喘一类新药,关注医药回归战略;》，2011.7.7

公司基本情况(人民币)

项　目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.528	2.226	2.623	3.107	3.695
每股净资产(元)	8.57	9.76	11.68	13.99	16.88
每股经营性现金流(元)	2.92	2.03	2.96	3.40	3.99
市盈率(倍)	12.88	8.93	9.46	7.99	6.72
行业优化市盈率(倍)	79.83	20.28	23.75	23.75	23.75
净利润增长率(%)	-5.90%	-11.93%	17.80%	18.47%	18.92%
净资产收益率(%)	29.50%	22.82%	22.46%	22.22%	21.89%
总股本(百万股)	450.06	450.06	450.06	450.06	450.06

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **双轮驱动，聚焦医药板块**：公司自去年公布增发预案之后，在稳定维生素等生命营养品的基础上，开始着力发展医药板块。公司在医药产业有较好的基础，只不过因为这几年维生素的高景气而被掩盖。通过此次增发，我们认为是一个契机，经过几年的努力有望实现双轮驱动的目标。
- **第一轮：生命营养品**。包括：动物营养品、人类营养品、营养保健品三大类，其中动物营养品是当前盈利的主力。我们认为只要现有的竞争格局不被打破，维生素 VE 有望继续维持长景气周期，每年保持稳定的利润贡献。从长期看，人类营养品和营养保健品的潜力也非常大。
- **第二轮：医药产业**。包括：特色原料药、国内仿制药、制剂出口、创新药四大板块。其中特色原料药和国内仿制药是当前盈利的主力，随着订单的逐步增加，预计能够保持 30%的增长；而制剂出口要随着募投项目的逐步达产，在未来形成新的利润贡献点。
- **近期新药国际合作的一些进展**：6 月 21 日公司与太景生物及太景医药正式签署《技术授权及合作协议》。协议就太景向公司授予新药“奈诺沙星”在中国境内的专利权独占许可和转让相关新药技术进行了详细约定，并就“奈诺沙星”后期研发和商业化事务工作进行进一步合作作出了具体安排。

投资建议

- 我们认为公司作为一个具有较长医药传统、较强研发实力的企业，其医药板块的价值被维生素业务所掩盖。随着未来几年医药业务收入、利润的重修增长，该业务的价值能逐步凸显。公司的成长性、估值能够得到修复。

估值

- 我们假设维生素业务竞争格局稳定，价格维稳销量保持 5%的增长；假设医药板块未来保持 30%的增长。我们预测公司 2012、2013、2014 年 EPS 为 2.60 元、3.10 元、3.70 元（不考虑增发摊薄），复合增速 18%，维持“增持”评级。

风险

- 维生素价格波动的风险；医药增发项目进程不达预期的风险。

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

燕智　联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

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

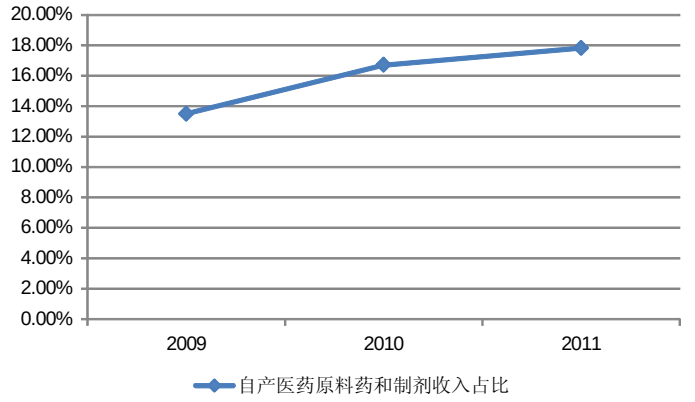
敬请参阅最后一页特别声明

双轮驱动、聚焦医药板块

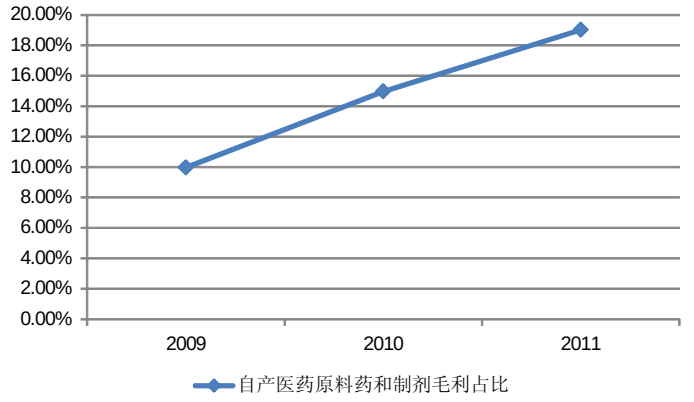
目标：提升医药板块的重要性

- 公司目标：成为动物生命营养品、人类生命营养品、OTC 和保健品、非专利药品、原创新药及药品商业流通六大领域的主要参与者。
- 公司作为一家传统的医药企业，本身有深厚的医药背景。公司目前承担了五项国家重大新药创制项目，表明公司的研发水平较高。
  - 企业创新药物孵化基地建设——天然来源的抗肿瘤与抗耐药菌创新药物的研发(国拨经费 3336 万元)；
  - 抗肿瘤创新药物甲磺酸普喹替尼及其片剂研发；
  - 创新喹诺酮药物 MX 的研发；
  - 药物大品种技术改造——维生素 E 技术改造及其关键技术研发；
  - 中国药物技术创新及产业化战略联盟(国拨经费 4592 万元)。
- 从最近三年的财务数据来看，公司医药业务的收入、毛利占比已经开始逐步提升：

图表1：公司自产医药原料和制剂收入占比



图表2：公司自产医药原料和制剂毛利占比



来源：国金证券研究所，公司公告

增发项目是实现转型的契机

- 公司 2011 年 7 月公布了增发预案，增发项目分为生命营养品、原料药出口项目、制剂出口项目。
- 通过此轮的项目投入，公司可以完成“双轮驱动”的硬件建设，为实现转型目标做好准备。

图表3：公司增发项目统计

细分项目	产品名称	项目投产后形成的产能
生命营养品类产品项目	高含量维生素E	20,000吨/年
	天然维生素E	500吨/年
	维生素H	100吨/年
	维生素A	1,500吨/年
	维生素D3	300吨/年
按国际规范建设的原料药产品项目	盐酸去甲金霉素	80吨/年
	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
制剂出口基地项目	口服固体制剂	30亿粒/年
	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）	5,000万袋/年
	头孢类冻干粉针剂	100万瓶/年
	碳青霉烯类冻干粉针剂	100万瓶/年
	头孢类口服固体制剂	7.75亿粒/年
	免疫抑制剂类口服固体制剂	5亿粒/年
	免疫抑制剂口服溶液	100万瓶/年

来源：国金证券研究所，公司公告

公司医药板块业务简介

特色原料药出口：多个品种具有优势

- **左氧氟沙星：**由于场地限制，公司左氧氟沙星原料药产能受限制，目前生产的左氧氟沙星原料药基本都用于来立信制剂的生产以获得更高利润，仅有少量的原料药出口到国际规范市场。增发项目扩产后公司产品部分用于公司来立信系列制剂产品的生产，主要出口国外高端规范市场。
- **盐酸万古霉素：**万古霉素 API 市场年需求约为 100 吨，每年增长 10%。目前主要由浙江医药、雅赛利与雅培供应，而雅培将于近期停止该产品的生产。公司与雅培的客户 Hospira（全球第四大仿制药公司）已建立良好的合作关系。
- **替考拉宁：**2012 年完成规范市场注册并开始商业化销售，预计 2013 年将实现翻倍以上的增长。
- **本芴醇、蒿甲醚：**继续承接诺华的合同订单。
- **替加环素：**等待专利到期。公司于 2007 年开始从事替加环素、盐酸米诺环素和盐酸去甲金霉素的研发工作，2010 年完成上述产品的中试，公司具备了从起始原料盐酸去甲金霉素到盐酸米诺环素再到最终产品替加环素的生产能力，具有产业链优势；替加环素专利保护将于 2012 年下半年到期，预计专利到期后该产品需求量将有大幅度的增长。公司预计今年下半年能够取得产品批文。

国内制剂：以现有的三个品种为主

- 公司在：来立信（左氧氟沙星注射液）、来可信（盐酸万古霉素注射液）、加立信（替考拉宁注射液）三个产品的国内市场上已经具有很强的优势，我们预计未来会持续。

制剂出口：等待生产线认证

- 公司将严格按照 cGMP 标准建立生产基地，以符合国际规范市场客户对质量的严格要求。该项目的顺利实施，可使公司实现从原料药到制剂，由原料药出口转向高附加值制剂外销的产业升级;
- 预计在 2013 年底通过欧美规范市场认证，并开展国际合作生产。一期规模片剂 20 亿片、硬胶囊 10 亿粒。

创新药：在研当中，长期的竞争力

- **抗肿瘤一类新药甲磺酸普喹替尼：**是一个 PI3K 抑制剂，不同于目前已上市的替尼类抗肿瘤药物，PI3K 抑制剂是目前国际上研发重点方向，其有望成为新的抗肿瘤靶点，国外 PI3K 抑制剂药物进入临床的有 18 个，最快的只进行到Ⅱ期，有很强的创新性。公司产品Ⅰ期临床结果显示其安全性超过了预期，目前正在申请Ⅱ期临床研究。
- **抗感染药一类创新药昌欣沙星（MX）：**现已完成Ⅰ期临床研究，正在申请Ⅱ期临床。
- **抗哮喘新药：**公司控股的浙江森迈公司引进 MediciNova 公司的创新哮喘治疗性药物，该药品为高选择性β2 受体激动剂，用于注射治疗哮喘急性发作，已顺利完成美国二期 B 临床试验。
- **抗感染新药：**公司向台湾太景公司购买其新药“奈诺沙星”在中国境内的专利权独占许可和相关新药技术。目前该新药在美国处于 phaseⅡ临床研究阶段，在中国口服与注射剂型产品分别处于Ⅲ期和Ⅱ期临床试验阶段。
- 除上述产品以外，公司尚有 30 多个不同品类的新药处于不同研发阶段。

有关“奈诺沙星”项目的合作进展

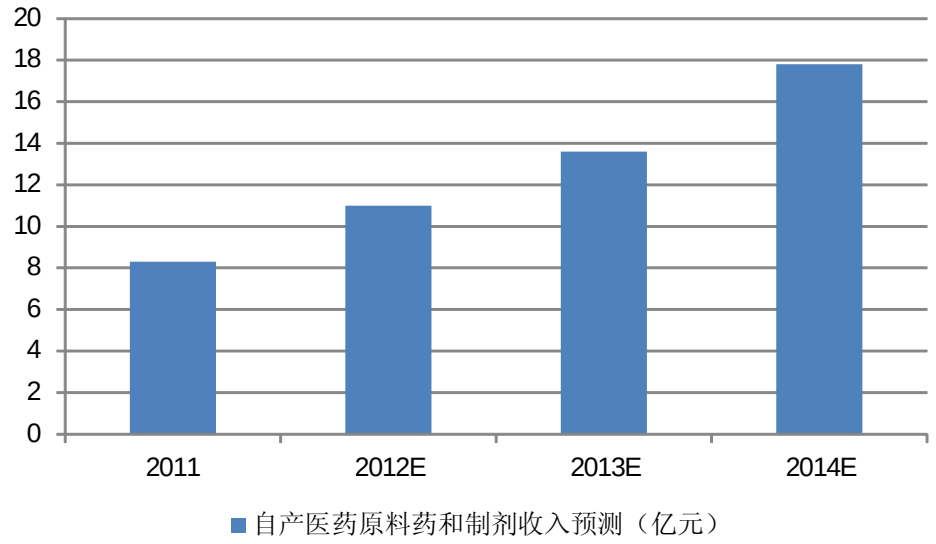
- 2012 年 6 月 1 日公告披露了公司拟向太景生物科技有限公司购买其新药“奈诺沙星”在中国境内的专利权独占许可和相关新药技术，并授权公司经营层继续深入洽谈等事宜。
- 2012 年 6 月 21 日公司与太景生物及太景医药正式签署《技术授权及合作协议》。协议就太景向公司授予新药“奈诺沙星”在中国境内的专利权独占许可和转让相关新药技术进行了详细约定，并就“奈诺沙星”后期研发和商业化事务工作进行进一步合作作出了具体安排。
- 太景在全球范围内从事生物医药创新研究，研究涉及“奈诺沙星”的口服与注射剂型产品，该产品可作为人体的处方用药，用于治疗所有抗感染症状；目前研究的新药“奈诺沙星”在美国已完成 phaseⅡ临床，在中国口服与注射剂型产品分别处于Ⅲ期和Ⅱ期临床试验阶段，相关技术也已在中华人民共和国境内（不含港澳台地区）取得专利保护。
- 奈诺沙星（nemonoxacin）作为新型的无氟喹诺酮药物，具有广谱的抗革兰阴性菌、革兰阳性菌和非典型病原菌的生物活性，更重要的是该药对耐甲氧西林金黄色葡萄球菌（MRSA）和耐万古霉素菌的病原菌有效。奈诺沙星具有良好的药物安全性和极佳的组织穿透力，口服与注射剂型兼具，不易产生耐药性菌株，可作为社区获得性肺炎一线用药，具其他适应症的延展性。

- 公司作为国家喹诺酮类药物和抗耐药抗生素产品的重要生产销售基地，具有生产和营销方面的丰富经验和专业优势。奈诺沙星未来作为喹诺酮类药物的高端产品，其优良的药用机理和广阔的市场前景将与公司现有喹诺酮类药物和抗耐药抗生素产品形成良性优势互补，丰富公司高端抗生素类产品群。一旦获准上市将具有较长的独占期，如能充分发挥公司原喹诺酮药品市场的渠道优势，为公司创造增量收益是可以期待的。

公司医药板块收入规模预测

- 预计公司未来两年医药板块在特色原料药出口、国内制剂销售两者的推动下，医药板块销售收入维持 30%左右的增长。未来五年随着制剂出口、创新药的上市，能够继续实行增长。

图表4：公司医药板块收入预测（亿元）



来源：国金证券研究所，公司年报

- 我们假设维生素业务竞争格局稳定，价格维稳销量保持 5%的增长；假设医药板块未来保持 30%的增长。我们预测公司 2012、2013、2014 年 EPS 为 2.60 元、3.10 元、3.70 元，复合增速 18%，维持“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	**4,184**	**4,558**	**4,826**	**5,133**	**5,581**	**6,132**
增长率		*9.0%*	*5.9%*	*6.4%*	*8.7%*	*9.9%*
主营业务成本	-2,292	-2,673	-3,016	-3,145	-3,369	-3,687
% 销售收入	*54.8%*	*58.6%*	*62.5%*	*61.3%*	*60.4%*	*60.1%*
毛利	1,892	1,886	1,809	1,988	2,212	2,445
% 销售收入	*45.2%*	*41.4%*	*37.5%*	*38.7%*	*39.6%*	*39.9%*
营业税金及附加	-36	-41	-29	-31	-33	-37
% 销售收入	*0.9%*	*0.9%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-159	-205	-200	-210	-212	-202
% 销售收入	*3.8%*	*4.5%*	*4.1%*	*4.1%*	*3.8%*	*3.3%*
管理费用	-186	-213	-336	-303	-279	-239
% 销售收入	*4.5%*	*4.7%*	*7.0%*	*5.9%*	*5.0%*	*3.9%*
息税前利润（EBIT）	1,511	1,426	1,244	1,444	1,687	1,967
% 销售收入	*36.1%*	*31.3%*	*25.8%*	*28.1%*	*30.2%*	*32.1%*
财务费用	-23	-46	-27	4	5	6
% 销售收入	*0.6%*	*1.0%*	*0.6%*	*-0.1%*	*-0.1%*	*-0.1%*
资产减值损失	-45	-31	-33	-46	-34	-30
公允价值变动收益	4	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	1,446	1,349	1,183	1,402	1,659	1,943
营业利润率	*34.6%*	*29.6%*	*24.5%*	*27.3%*	*29.7%*	*31.7%*
营业外收支	-29	-23	-5	-10	-10	5
税前利润	**1,417**	**1,326**	**1,178**	**1,392**	**1,649**	**1,948**
利润率	*33.9%*	*29.1%*	*24.4%*	*27.1%*	*29.5%*	*31.8%*
所得税	-208	-190	-172	-209	-247	-283
所得税率	*14.7%*	*14.3%*	*14.6%*	*15.0%*	*15.0%*	*14.5%*
净利润	1,209	1,137	1,005	1,183	1,401	1,666
少数股东损益	0	-1	3	3	3	3
归属于母公司的净	**1,209**	**1,138**	**1,002**	**1,180**	**1,398**	**1,663**
净利率	*28.9%*	*25.0%*	*20.8%*	*23.0%*	*25.1%*	*27.1%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,214	1,144	1,016	1,183	1,401	1,666
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	174	165	182	207	216	258
非经营收益	53	63	55	-20	10	-5
营运资金变动	25	-56	-340	-38	-99	-125
经营活动现金净流	**1,465**	**1,316**	**913**	**1,333**	**1,528**	**1,794**
资本开支	-151	-143	-341	-344	-819	-705
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	-9	103	-69	0	0	0
投资活动现金净流	**-160**	**-40**	**-410**	**-345**	**-819**	**-705**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-693	-261	0	-33	0	1
其他	-341	-407	-353	-315	-360	-360
筹资活动现金净流	**-1,034**	**-668**	**-353**	**-348**	**-360**	**-359**
现金净流量	**271**	**609**	**149**	**641**	**349**	**730**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	942	1,443	1,593	2,234	2,583	3,313
应收款项	919	801	984	1,020	1,080	1,164
存货	486	497	693	689	738	808
其他流动资产	70	108	154	112	120	131
流动资产	2,416	2,848	3,424	4,055	4,521	5,416
% 总资产	*62.3%*	*61.4%*	*65.9%*	*67.7%*	*63.8%*	*64.0%*
长期投资	236	498	293	294	293	293
固定资产	1,176	1,242	1,368	1,569	2,200	2,684
% 总资产	*30.3%*	*26.8%*	*26.3%*	*26.2%*	*31.0%*	*31.7%*
无形资产	40	39	75	72	70	68
非流动资产	1,464	1,789	1,775	1,938	2,565	3,047
% 总资产	*37.7%*	*38.6%*	*34.1%*	*32.3%*	*36.2%*	*36.0%*
资产总计	**3,880**	**4,637**	**5,199**	**5,993**	**7,086**	**8,463**
短期借款	141	0	0	0	0	0
应付款项	490	509	552	536	574	627
其他流动负债	219	157	175	188	201	219
流动负债	850	665	727	724	776	846
长期贷款	120	0	0	0	0	1
其他长期负债	49	108	72	0	0	0
负债	**1,018**	**774**	**799**	**724**	**776**	**847**
普通股股东权益	2,849	3,857	4,391	5,256	6,294	7,597
少数股东权益	12	6	10	13	16	19
负债股东权益合计	**3,880**	**4,637**	**5,199**	**5,993**	**7,086**	**8,463**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	2.686	2.528	2.226	2.623	3.107	3.695
每股净资产	6.331	8.570	9.756	11.679	13.986	16.881
每股经营现金净流	3.255	2.925	2.028	2.962	3.396	3.987
每股股利	0.800	0.700	0.800	0.700	0.800	0.800
回报率						
净资产收益率	42.44%	29.50%	22.82%	22.46%	22.22%	21.89%
总资产收益率	31.16%	24.53%	19.27%	19.70%	19.73%	19.65%
投入资本收益率	40.90%	31.08%	23.92%	23.29%	22.73%	22.08%
增长率						
主营业务收入增长率	11.24%	8.95%	5.87%	6.35%	8.74%	9.87%
EBIT增长率	15.30%	-5.63%	-12.76%	16.10%	16.87%	16.56%
净利润增长率	26.51%	-5.90%	-11.93%	17.80%	18.47%	18.92%
总资产增长率	18.86%	19.53%	12.12%	15.27%	18.24%	19.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.8	62.9	60.2	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	81.6	67.1	71.9	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	55.1	55.9	55.4	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	98.5	97.6	94.4	81.7	83.7	93.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.79%	-37.38%	-36.20%	-42.40%	-40.93%	-43.49%
EBIT利息保障倍数	64.9	31.0	46.0	-364.5	-338.5	-324.2
资产负债率	26.25%	16.69%	15.36%	12.08%	10.94%	10.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	2
增持	2	4	6	7	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.67**	**1.75**	**1.80**	**1.83**	**1.82**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

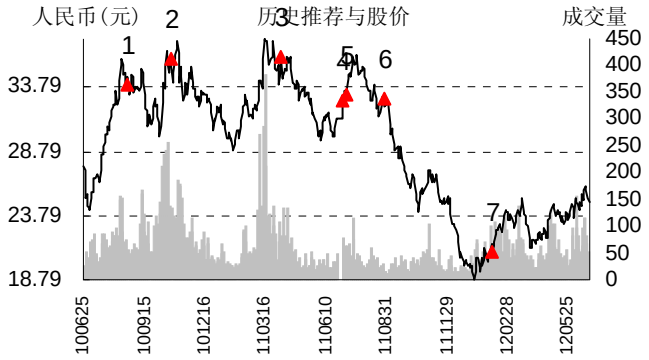
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-23	增持	34.01	N/A
2	2010-11-01	增持	36.07	N/A
3	2011-04-10	增持	36.26	N/A
4	2011-07-04	增持	32.71	N/A
5	2011-07-07	增持	33.28	N/A
6	2011-08-28	增持	32.86	N/A
7	2012-02-07	增持	20.96	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B