

2016年2月29日

公司研究

评级: 买入(首次覆盖)

研究所

证券分析师: 代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人: 盛丽华 S0350115100004
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

VA 和 VE 涨价持续发酵, 业绩增长弹性大

—— (600216) 浙江医药点评报告

事件:

2月25日, 巴斯夫维生素A及维生素E报价上调, 其中维生素A报价上调至220元/公斤, 维生素E报价上调至50元/公斤。受此提振, 今日维生素A/E市场挺价, 部分地区VA成交至210-220元/公斤, 部分地区VE成交至45元/公斤。

点评:

1. VA 此轮涨价具可持续性, 有望超预期。

从供给端来看, 1) 供给侧改革环保压力增大, 新进产能受限, 部分厂商产能下降, 今年9月份G20会议在杭州召开, 将关停长三角地区污染类企业一段时间, 全年开工率进一步下降, 涨价预期将进一步提升。2) 柠檬醛(又称b-紫罗兰酮)为生产VA的核心中间体, 巴斯夫是全球柠檬醛产业链的领导者, 掌握了全球60%以上的柠檬醛市场, 新和成、浙江医药具备生产柠檬醛能力, 但产能不高。巴斯夫有意限量提高柠檬醛的价格, 将催生VA市场价格的上涨。3) 安迪苏宣布3月份退出中国市场。

从需求端来看, 1) VA下游70%需求为饲料厂, 在饲料总成本占比小1%左右, 对提价不敏感。2) VA保质期时间短, 无法进行长时囤货, 春节过后国内饲料企业备货旺季到来, 需求上升, 价格有望继续攀涨。3) 之前市场看跌VA, 导致市场上存货较少, 目前市场上供货很紧缺。

从VA市场竞争格局来看, 由于VA的工艺技术难, 目前国内仅有新和成、浙江医药和金达威能实现规模化生产。行业集中度较高, 供应格局稳定, 缺少新进入者, 易于结成价格联盟, 维持价格上涨。

2. VE 价格处于底部, 价格具有反转上涨趋势。此次VE价格上涨起源于吉林北沙大火, 加上维生素整个板块价格往上涨的影响目前国内厂商市场停保价, 国外企业成交价为45~50元, VE价格处在在底部且已持续一段时间, 行业内的大部分企业处于亏损状况, 价格具有反转上涨趋势, 但因存在VE供给一定程度的过剩, 预计上涨幅度不大。

3. VA 和 VE 价格上涨, 公司业绩弹性大。公司VA旧厂产能规模800吨/年(按油算), 昌海新建产能1000吨/年(按油算)目前调试阶段, 尚未正式生产。预计2016年VA油产能规模800吨左右, 按照VA粉来计算, 预计VA全年产能在2000吨左右。公司VE油产能2万吨, 按50%VE粉来算, 产能4万吨。按照公司VA产销量2000吨, VE产销量4万吨来算, VA价格的上涨150元/kg(价格涨至250元/kg), 有望增加净利润2.34亿元左右, EPS有望增厚约0.25元, VE价格上涨10元/kg, 净利润有望增厚3亿元左右左右, EPS有望增厚0.32元。

4. 创新药和仿制药品支撑公司未来发展。公司制剂类产品平稳增长, 半年报数据显示, 来立信系列销售收入同比增长9.92%; 盐酸万古霉素针(来可信)销售收入同比增长9.31%; 注射用替考拉宁(加立信)销售收入同比增长27.82%。在研产品创新药物苹果酸奈诺沙星, 为一种新型的无氟喹诺酮类抗感染药物, 其口服剂型(胶囊)和注射剂在国内已完成III临床研究, 与美国AMBRX, Inc公司合作的抗HER2-ADC项目按照计划顺利推进。

5. 盈利预测及评级: 目前VA处于上涨初期, 上涨持续时间有望维持到16年四季度, 涨价幅度有望超预期, VE价格仍处在底部, 价格具有反转上涨趋势。维生素价格上涨直接表现为利润增加, 对公司业绩提升显著。按照VA产量2000吨, VE产量4万吨, VA价格的上涨150元/kg(价格涨至250元/kg), VE价格上涨10元/kg, 预计2015-2017年EPS分别为0.22元、0.83元和1.08元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示: 提价不达预期; 产能释放不及预期风险。

表 1、公司受益 VA 和 VD3 价格上涨业绩弹性

浙江医药	
VA 销量 (吨)	2000
VE 销量 (吨)	40000
VA 上涨 150 元增厚利润 (亿元)	2.34
EPS 增厚 (元)	0.25
VE 上涨 10 元增厚利润 (亿元)	3
EPS 增厚 (元)	0.32

表 2: 业绩预测简表

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	4822	4776	6144	7043
增长率 (%)	-2%	-1%	29%	15%
净利润 (百万元)	170	204	774	1008
增长率 (%)	-62%	20%	279%	30%
摊薄每股收益 (元)	0.18	0.22	0.83	1.08
ROE (%)	2.59%	3.02%	10.27%	11.81%

浙江医药盈利预测

证券代码:	600216.SH		股票价格:	13.25	投资评级:	买入	日期:	2016/2/26	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	3%	10%	12%	EPS	0.18	0.22	0.83	1.08
毛利率	22%	17%	28%	28%	BVPS	6.98	7.20	8.01	9.07
期间费率	15%	15%	15%	12%	估值				
销售净利率	4%	4%	13%	14%	P/E	73.07	60.79	16.03	12.31
成长能力					P/B	1.90	1.84	1.65	1.46
收入增长率	-2%	-1%	29%	15%	P/S	2.57	2.60	2.02	1.76
利润增长率	-62%	20%	279%	30%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.61	0.57	0.66	0.67	营业收入	4822	4776	6144	7043
应收账款周转率	4.60	4.32	5.26	5.67	营业成本	3784	3970	4414	5105
存货周转率	4.66	4.66	4.66	4.66	营业税金及附加	26	26	33	38
偿债能力					销售费用	200	198	212	208
资产负债率	17%	19%	19%	18%	管理费用	503	498	518	453
流动比	2.84	2.73	3.24	3.72	财务费用	(0)	(2)	3	(7)
速动比	2.16	2.14	2.63	3.09	其他费用/(-收入)	(38)	142	(30)	(23)
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	272	229	934	1223
现金及现金等价物	1279	1751	2659	3830	营业外净收支	(62)	24	24	24
应收款项	1049	1104	1168	1243	利润总额	210	253	958	1247
存货净额	812	857	954	1104	所得税费用	39	47	177	230
其他流动资产	244	241	311	356	净利润	171	206	781	1017
流动资产合计	3384	3955	5093	6532	少数股东损益	2	2	7	10
固定资产	2520	2268	2341	2407	归属于母公司净利润	170	204	774	1008
在建工程	990	1190	892	595	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	347	347	325	302	经营活动现金流	550	452	943	1211
长期股权投资	28	28	28	28	净利润	171	206	781	1017
资产总计	7869	8388	9279	10465	少数股东权益	2	2	7	10
短期借款	100	300	300	300	折旧摊销	266	287	262	267
应付款项	1001	1057	1176	1360	公允价值变动	(1)	0	0	0
预收帐款	13	12	16	18	营运资金变动	112	(154)	(353)	(455)
其他流动负债	78	78	78	78	投资活动现金流	(913)	52	225	231
流动负债合计	1192	1448	1571	1757	资本支出	(657)	52	225	231
长期借款及应付债券	0	61	61	61	长期投资	10	0	0	0
其他长期负债	116	116	116	116	其他	(267)	0	0	0
长期负债合计	116	177	177	177	筹资活动现金流	836	257	(14)	(18)
负债合计	1308	1624	1748	1934	债务融资	100	261	0	0
股本	936	936	936	936	权益融资	0	0	0	0
股东权益	6562	6764	7531	8531	其它	736	(4)	(14)	(18)
负债和股东权益总计	7869	8388	9279	10465	现金净增加额	473	761	1154	1424

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。