

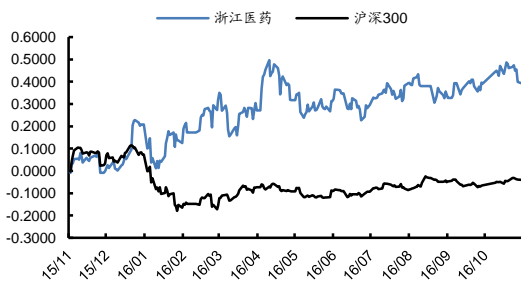
## 受益于 VE 和 VA 价格上涨业绩大增，制剂为长期增长极

### ——浙江医药（600216）三季度点评

研究所

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

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
浙江医药	0.1	0.9	38.8
沪深 300	2.6	5.0	-5.6

#### 市场数据 2016/11/01

当前价格 (元)	14.22
52 周价格区间 (元)	9.70 - 15.85
总市值 (百万)	13691.70
流通市值 (百万)	13311.39
总股本 (万股)	96284.80
流通股 (万股)	93610.37
日均成交额 (百万)	330.50
近一月换手 (%)	34.35

#### 相关报告

《国海证券\*医药行业\*浙江医药（600216）：VA 和 VE 涨价持续发酵，业绩增长弹性大（买入）  
\*医药行业\*代鹏举》——2016-02-28

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

公司发布 2016 年三季度报，截至 2016 年 9 月 30 日，实现营业收入 39.73 亿，同比增长 17.51%，归属于上市公司股东净利润 4.05 亿，同比增长 114.42%，基本每股收益 0.43 元。

#### 投资要点：

■ **受益于 VE 和 VA 价格上涨，业绩大增。**前三季度实现营业收入 39.73 亿，同比增长 17.51%，归属于上市公司股东净利润 4.05 亿，同比增长 114.42%。单季度实现收入 13.31 亿，净利润 2.14 亿，结合半年报数据来看，上半年实现收入 26.4 亿元，净利润 1.92 亿，3 季度单季度实现净利润超过上半年净利润。3 季度利润大幅度增加的主要原因为公司主导产品 VE（产能达 4 万吨，列全球第二）从 2 季度开始涨价，市场成交价逐步上涨，整个 3 季度市场价格维持在 85 元/kg-89 元/kg（涨价之前约 45 元/kg），因 VE 涨价到涨价对业绩影响和确认存在一定时滞，虽然 VE 是从二季度开始涨价，充分受益于 VE 涨价是在三季度。目前 VE 市场成交价格 88 元/kg 左右。今年 4 月份 VE 上游原材料生产天成生化停产目前未复工，8 月份帝斯曼瑞士环保事件下降厂区 30% 以上装置产能，10 月份巴斯夫公司总部工厂爆炸（VA 和 VE 生产受限）事件有可能继续发酵，VE 供给端不断收缩，VE 仍处于景气周期。

■ **制剂为长期业绩增长极。**公司 1.1 类新药太捷信苹果酸奈诺沙星 10 月 23 日正式上市。苹果酸奈诺沙星为新型喹诺酮药物，属于目前唯一对耐甲氧西林金黄色葡萄球菌有效的广谱抗生素，可作为社区获得性肺炎一线用药；为无氟喹诺酮，副作用小，不易产生耐药性，并且具有其他适应症的延展性。目前国内市场排名前列的喹诺酮类药物品种包括莫西沙星、左氧氟沙星，左氧氟沙星因副作用最小，销售情况较好。奈诺沙星毒副作用与左氧氟沙星相当，比莫西沙星副作用小。奈诺沙星定价将有望向莫西沙星看齐，莫西沙星目前在重点医院销售额为 10 亿+，奈诺沙星良好的抗菌效果和毒副作用小，仅社区获得性肺炎市场空间达 10 亿元，在未来 5 年有望成长为 10 亿大品种。制剂板块其他品种乳酸左氧氟沙星，效果好副作用小，“一品两规”政策下，属于一定会选入的品种，所以限抗大环境下销量反而增长加快。万古霉素为高端抗生素，公司万古霉素制剂水

平比国外好，预计未来万古霉素继续保持 30%左右增长。

- **盈利预测和投资评级：**巴斯夫公司总部工厂爆炸有望持续发酵，上游原材料供给紧张持续，VE 供给端不断收缩，仍处于景气周期。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。VE 产能 4 万吨粉，VE 上涨 10 元/kg 增厚利润 4 亿，业绩弹性巨大。制剂板块 1.1 类新药苹果酸奈诺沙星 10 月 23 日正式上市有望在未来 5 年成长为 10 亿大品种，乳酸左氧氟沙星、万古霉素保持高速增长，制剂为公司长期业绩增长极。我们预计 2016-2018 年 EPS 分别 0.63 元、0.66 元和 0.89 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**提价不达预期；产能释放不及预期风险，产品推广不及预期风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	4497	5727	6748	7743
增长率（%）	-7%	27%	18%	15%
净利润（百万元）	162	603	637	852
增长率（%）	-5%	273%	6%	34%
摊薄每股收益（元）	0.17	0.63	0.66	0.89
ROE（%）	2.45%	8.14%	7.92%	9.58%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 浙江医药盈利预测表

600216.S										
证券代码:	H	股价: 14.22				投资评级:	买入	日期: 2016/11/01		
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	2%	8%	8%	10%	EPS	0.17	0.63	0.66	0.89	
毛利率	17%	29%	26%	27%	BVPS	7.05	7.66	8.31	9.18	
期间费率	15%	16%	15%	14%	<b>估值</b>					
销售净利率	4%	11%	9%	11%	P/E	82.27	22.72	21.50	16.06	
<b>成长能力</b>					P/B	2.02	1.86	1.71	1.55	
收入增长率	-7%	27%	18%	15%	P/S	2.96	2.39	2.03	1.77	
利润增长率	-5%	273%	6%	34%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
总资产周转率	0.55	0.62	0.67	0.69	营业收入	4497	5727	6748	7743	
应收账款周转率	3.93	3.73	4.40	4.68	营业成本	3744	4040	4990	5681	
存货周转率	4.35	4.35	4.35	4.35	营业税金及附加	18	23	28	32	
<b>偿债能力</b>					销售费用	218	277	313	352	
资产负债率	20%	19%	20%	20%	管理费用	467	549	587	596	
流动比	2.26	2.73	2.98	3.36	财务费用	(22)	2	9	0	
速动比	1.69	2.14	2.37	2.72	其他费用 / (-收入)	108	(86)	(30)	(23)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业利润	179	749	792	1060	
现金及现金等价物	1164	1595	2544	3574	营业外净收支	14	1	1	1	
应收款项	1145	1536	1533	1653	利润总额	193	750	792	1060	
存货净额	860	933	1152	1312	所得税费用	35	135	142	190	
其他流动资产	229	292	344	395	净利润	158	615	650	870	
<b>流动资产合计</b>	<b>3397</b>	<b>4357</b>	<b>5573</b>	<b>6934</b>	少数股东损益	(4)	12	13	17	
固定资产	3134	2821	2839	2855	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>603</b>	<b>637</b>	<b>852</b>	
在建工程	883	1183	885	588	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
无形资产及其他	409	409	380	351	经营活动现金流	107	547	988	1076	
长期股权投资	9	9	9	9	净利润	158	615	650	870	
<b>资产总计</b>	<b>8249</b>	<b>9195</b>	<b>10102</b>	<b>11153</b>	少数股东权益	(4)	12	13	17	
短期借款	350	350	350	350	折旧摊销	295	354	323	322	
应付款项	1045	1135	1401	1595	公允价值变动	(1)	0	0	0	
预收帐款	14	18	21	24	营运资金变动	(341)	(621)	(537)	(528)	
其他流动负债	96	96	96	96	<b>投资活动现金流</b>	<b>(445)</b>	<b>13</b>	<b>280</b>	<b>281</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>1505</b>	<b>1598</b>	<b>1868</b>	<b>2065</b>	资本支出	(507)	13	280	281	
长期借款及应付债券	20	81	81	81	长期投资	19	0	0	0	
其他长期负债	108	108	108	108	其他	43	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>128</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>770</b>	<b>238</b>	<b>(12)</b>	<b>(16)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>1634</b>	<b>1788</b>	<b>2057</b>	<b>2254</b>	债务融资	270	61	0	0	
股本	936	963	963	963	权益融资	0	188	0	0	
股东权益	6615	7407	8045	8899	其它	500	(11)	(12)	(16)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8249</b>	<b>9195</b>	<b>10102</b>	<b>11153</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>431</b>	<b>798</b>	<b>1256</b>	<b>1341</b>	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

单击此处输入文字。

## 【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。