

## 维生素业绩弹性初步兑现，Q2有望迎来VE量

### 价齐升和制剂出口获认证双向上

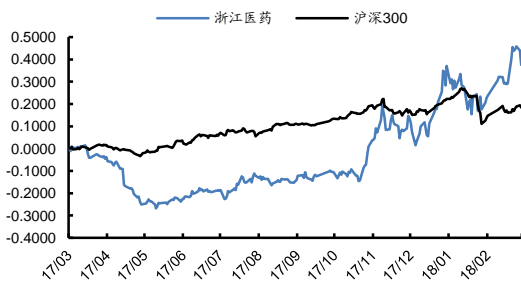
#### ——浙江医药（600216）事件点评

研究所

证券分析师：

胡博新 S0350517060001  
hubx@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	12.1	21.2	38.8
沪深300	3.1	1.6	18.4

#### 市场数据 2018-03-13

当前价格（元）	16.62
52周价格区间（元）	8.72 - 18.05
总市值（百万）	16048.40
流通市值（百万）	15732.49
总股本（万股）	96560.80
流通股（万股）	94659.97
日均成交额（百万）	156.49
近一月换手（%）	37.41

#### 相关报告

《浙江医药（600216）深度报告：创新、国际化加速公司制剂板块转型升级，受益VA、VE涨价业绩有望高弹性》——2018-01-09

《浙江医药（600216）三季报点评：受益于VE和VA价格上涨业绩大增，制剂为长期增长极》——2016-11-01

《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

#### 事件：

近日，公司发布一季度业绩预告：公司2018年第一季度预计实现归属于上市公司股东的净利润4.6-5.5亿元，同比增长1815.81%-2190.65%；预计实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4.55亿-5.45亿元，同比增长2220.95%-2680.04%。

#### 投资要点：

■ **Q1 维生素业绩弹性初步兑现，Q2 有望实现量价齐升，原料药价值尚未充分体现。**公司发布一季度业绩预告，预计2018Q1归母净利润4.6-5.5亿元，同比增长1815.81%-2190.65%，主要源于2017年上半年主要产品VE价格大幅度下降导致2017年上半年业绩基数较小，2017年10月31日巴斯夫柠檬醛工厂火灾后，VA、VE进入高景气周期，考虑到VA、VE出口订单以季单为主，涨价弹性主要从2018年1月开始体现，2018年Q1是业绩弹性兑现的起点。

#### 1) 发货量趋势预测：

从客观规律看，Q1是下游饲料采购最淡季，发货量一般是四个季度最低点，Q2一般会量价回升。

从公司主观因素来看，浙江医药VE产能约2万吨油，折算为4万吨VE粉（50%），2017年产量约36000吨粉（50%），2018年有望满产运行；VA公司旧产能为600吨油（260万IU），即折算为约3000吨粉（50万IU），2017年产量约2400吨VA粉（50万IU），2018年3月份新的1000吨VA油产能预计将逐渐推向满产，即3月份新老产能完成置换后公司将拥有VA产能折算为约5000吨VA粉（50万IU），3月之后才是公司VA产能可全面释放的时机。

从行业特殊因素看，由于3月份是BASF此前公告的柠檬醛预期复产时间点，经销商对高位运行的VA价格观望情绪浓厚，均在等待巴斯夫库存和柠檬醛复产准确消息，因此3月VA实际订单量预计将受到一定影响。随着3月7日巴斯夫公告证实VA严重低库存现状、VA恢复供应仍将在6月中旬以后，以及弃E保A策略等信息，我们预计VE有望出现确定性缺口，VA有望Q2出现补库存情况，下游经

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%。

销商 VA、VE 采购量预计将在 Q2 出现显著回升。

2) 价格趋势预测:

**VA 方面**，BASF 于 3 月 7 日再次公告证实了 VA 处于严重低库存状态，且 VA 恢复供应将至少在 6 月中旬以后，2018 年决定弃 E 保 A，优先保证 VA 的供应，VA 市场 Q2 低库存获证实，Q2 价格有望至少维持现状，全年价格中枢有望保持 800-1000 元/kg 左右；

**VE 方面**，考虑到 BASF 决定弃 E 保 A，Q2 的 VE 预计将出现显著缺口，近期北沙率先将 VE 提价至 160 元/kg（提价 60%），能特科技、新和成预计近期也将提高报价，Q2 的 VE 市场价格预计可达 160 元/kg 以上，有望量价齐升，全年价格中枢有望维持至少 90 元/kg 以上；

**3) 业绩弹性**：公司 VE 年化 15 亿元+VA 年化 13 亿元，即使 6 倍 PE，市值空间也可达 168 亿，尤其是 Q1、Q2 将是业绩弹性兑现关键期，原料药价值尚未充分体现。

- **2018 年是公司管理经营大拐点，维生素价格、产能搬迁、新基地折旧、原料药 FDA 警告、辅酶 Q10 专利诉讼全面好转解决。**过去几年公司业绩波动主要源于核心品种维生素的价格波动、昌海生物基地的固定资产折旧过多、新昌原料药厂受到 FDA 警告暂停出口、维生素产能搬迁影响产能释放、辅酶 Q10 产品陷入专利诉讼等，2017 年昌海生物基地前期折旧基本消化完毕，新旧产能置换预计将在 2018 年 3 月基本完成，原料药 FDA 警告 2017 年 11 月已解除，VA、VE 高景气周期有望持续到 2018 年 Q3，辅酶 Q10 专利诉讼胜诉，公司过去几年各项业绩波动因素全面好转或消除，2018 年将是公司管理经营的大拐点。
- **2018 年是创新药放量起点，核心品种奈诺沙星 10 亿+级别，医保推进工作加速进展。**奈诺沙星作为国内首个新一代无氟喹诺酮药物，仅考虑其对第四代含氟喹诺酮莫西沙星的替代效应且不考虑其自身增速的情况下，保守估计奈诺沙星市场空间也在 10 亿+级别，未来 3 到 5 年制剂板块将有较大业绩弹性，如果未来收入突破 10 个亿，公司在整体创新药市场的地位和估值上有很大的提升潜力；近两年放量节奏主要在医保推进和注射剂的获批，近期注射剂进入优先审评目录，预计 2018 年 6 月左右可获批，且近期专利原研厂商台湾太景生技的奈诺沙星已进入台湾医保，有利于公司在大陆的相应医保推进工作加速进展。
- **2018 年是公司制剂出口开拓元年，FDA 现场认证预计 6 月前出结果，6 月将是制剂出口大逻辑兑现关键时间节点。**公司的注射剂制剂出口平台独家采用连续喷雾干燥技术，以 505b2 的改剂型新药方式申报，未来有望不断叠加新品种，是公司未来市值空间打开的关键。当前布局的注射用万古霉素已结束 FDA 现场认证，预计将在 6 月前出结

果，下半年有望在美上市，注射用达托霉素 2018 年有望报生产，按照一般代理销售协议 15% 的销售目标估算，两个品种海外销售峰值有望达 3 亿美元左右。

- **盈利预测与评级：**公司作为国内 VE 龙头、VA 领先者，有望显著受益于此轮 VE 和 VA 景气度提升，中长期看好公司抗感染制剂国内外市场开拓和创新药布局，2018 年有望成为制剂板块转型升级后成果显现的元年。考虑到 2018 年一季度业绩预告维生素涨价初步兑现，Q2 量价齐升有望进一步延续，我们上调公司盈利预测，预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.27、1.56、1.64 元，对应当前股价 PE 为 61.40、10.70、10.19 倍，维持**买入评级**。
- **风险提示：**创新药研发进展和销售不及预期，制剂出口海外申报不及预期，核心品种销售不及预期，VA、VE 价格波动风险，VA、VE 销量的不确定性，公司新增产能释放的不确定性，公司未来业绩的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	5279	5693	6920	7189
增长率(%)	17%	8%	22%	4%
净利润（百万元）	450	263	1508	1584
增长率(%)	178%	-42%	474%	5%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.27	1.56	1.64
ROE(%)	6.44%	3.64%	17.76%	16.12%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 浙江医药盈利预测表

证券代码:	600216.SH				股价:	16.62	投资评级:	买入		日期:	2018-03-13
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	6%	4%	18%	16%	EPS		0.47	0.27	1.56	1.64	
毛利率	28%	23%	41%	42%	BVPS		7.25	7.46	8.79	10.18	
期间费率	15%	17%	15%	16%	<b>估值</b>						
销售净利率	9%	5%	22%	22%	P/E		35.72	61.40	10.70	10.19	
<b>成长能力</b>					P/B		2.30	2.24	1.90	1.64	
收入增长率	17%	8%	22%	4%	P/S		3.05	2.83	2.33	2.24	
利润增长率	178%	-42%	474%	5%	<b>利润表 (百万元)</b>						
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.60	0.62	0.66	0.61	营业收入	5279	5693	6920	7189		
应收账款周转率	3.95	3.95	3.95	3.95	营业成本	3782	4393	4105	4184		
存货周转率	3.68	3.68	3.68	3.68	营业税金及附加	37	40	48	50		
<b>偿债能力</b>					销售费用	234	276	298	353		
资产负债率	21%	22%	19%	17%	管理费用	538	618	692	719		
流动比	2.42	2.57	3.53	4.38	财务费用	(22)	21	11	(1)		
速动比	1.77	1.89	2.87	3.73	其他费用/(-收入)	(158)	2	2	2		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>553</b>	<b>347</b>	<b>1768</b>	<b>1886</b>		
现金及现金等价物	1317	1742	3009	4569	营业外净收支	(12)	(31)	52	23		
应收款项	1336	1440	1751	1819	<b>利润总额</b>	<b>540</b>	<b>316</b>	<b>1820</b>	<b>1909</b>		
存货净额	1028	1205	1129	1151	所得税费用	96	56	323	339		
其他流动资产	164	177	215	223	<b>净利润</b>	<b>444</b>	<b>260</b>	<b>1497</b>	<b>1570</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>3845</b>	<b>4563</b>	<b>6103</b>	<b>7761</b>	少数股东损益	(6)	(3)	(11)	(14)		
固定资产	3526	3194	2894	2625	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>450</b>	<b>263</b>	<b>1508</b>	<b>1584</b>		
在建工程	629	629	629	629	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	425	425	394	364	<b>经营活动现金流</b>	<b>336</b>	<b>497</b>	<b>1485</b>	<b>1785</b>		
长期股权投资	10	30	50	70	净利润	444	260	1497	1570		
<b>资产总计</b>	<b>8814</b>	<b>9221</b>	<b>10450</b>	<b>11829</b>	少数股东权益	(6)	(3)	(11)	(14)		
短期借款	304	324	344	364	折旧摊销	339	370	336	306		
应付款项	949	1112	1042	1062	公允价值变动	1	0	0	0		
预收帐款	20	22	26	27	营运资金变动	(442)	(459)	(207)	(120)		
其他流动负债	319	319	319	319	<b>投资活动现金流</b>	<b>(399)</b>	<b>313</b>	<b>279</b>	<b>249</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>1592</b>	<b>1777</b>	<b>1731</b>	<b>1773</b>	资本支出	(139)	333	299	269		
长期借款及应付债券	135	135	135	135	长期投资	(0)	(20)	(20)	(20)		
其他长期负债	96	96	96	96	其他	(259)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>231</b>	<b>231</b>	<b>231</b>	<b>231</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>487</b>	<b>(19)</b>	<b>(202)</b>	<b>(213)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>1822</b>	<b>2007</b>	<b>1962</b>	<b>2003</b>	债务融资	69	20	20	20		
股本	963	966	966	966	权益融资	188	0	0	0		
股东权益	6992	7213	8488	9825	其它	230	(39)	(222)	(233)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8814</b>	<b>9221</b>	<b>10450</b>	<b>11829</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>424</b>	<b>791</b>	<b>1562</b>	<b>1822</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

## 【分析师承诺】

胡博新，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唯一参考因素，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。