

# 浙江医药 (600216): VE行业产能整合预期落地, 有望迎来向上长周期

2019年05月30日

强烈推荐/首次

浙江医药 公司报告

## 投资摘要:

2019年5月25日能特科技(浙江医药VE业务的主要竞争对手)股权转让正式公告,我们预计股权交割将在6月底完成,此后能特科技将进行停产检修以达到DSM在欧洲的生产标准,我们预计能特科技将需要~8个月时间检修,VE行业产能趋向整合。

2018年浙江医药、新和成、DSM、巴斯夫、能特、北沙前六家VE产量分别为16000吨、15500吨、14000吨、7000吨、20000吨、4500吨。短期来看能特若停产检修,不仅影响自身2万吨产能释放,还因为中间体供应中断影响下游厂家,因此保守预计产能缺口至少在2万吨,VE供应将由偏松转为供应相对紧张。价格方面,2017年由于环保督查等原因VE出现阶段性行情,但因能特扩产下跌至价格低点,VE价格至今仍在低位徘徊,目前无新增产能。

参考2008-2013年间的稳定供应格局,我们认为VE有望迎来新一轮高景气度的长周期,价格有望重回100元/kg并长期保持,当前仍处于提价初期,后期提价空间巨大。

浙江医药是VE领域全球第二的国内龙头,将显著受益本轮VE供应有望长期收紧产品提价带来的利润弹性,根据测算,按照公司VE(50%VE粉)产能30000吨计算,VE价格每提高10元,将增加净利润2.56亿元。

由于目前能特与DSM合作仍处于公告阶段,具体产能整合需要时间,因此暂不考虑行业供应格局变化给VE价格带来的长远影响。站在当前时点,我们预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为71.37亿元、75.39亿元、79.77亿元;归母净利润分别为4.59亿元、5.39亿元和7.20亿元;EPS分别为0.48元、0.56元和0.75元,当前股价对应PE分别为~22X、~19X和~14X,维持“强烈推荐”评级。

**投资策略:** 把握VE全球产能有序收缩的投资机会。

**风险提示:** 行业产能整合不达预期,VE提价不达预期

## 财务指标预测

指标	17A	18A	19E	20E	21E
营业收入(百万元)	5,692.58	6,858.74	7,137.00	7,539.00	7,977.00
增长率(%)	7.83%	20.49%	4.06%	5.63%	5.81%
净利润(百万元)	253.15	364.55	459.97	538.97	720.03
增长率(%)	-43.76%	44.01%	26.17%	17.18%	33.59%
净资产收益率(%)	3.47%	4.77%	6.01%	7.00%	9.26%
每股收益(元)	0.27	0.38	0.48	0.56	0.75
PE	44.00	31.26	22.60	19.29	14.44
PB	1.57	1.50	1.36	1.35	1.34

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

浙江医药是国内维生素行业的龙头,主力产品有:高含量合成维生素E、天然维生素E、生物素、维生素A及其衍生物、维生素D3、β-胡萝卜素等生命营养类产品;抗耐药抗生素、心血管类及抗病毒类包括自主研发或从国外引进的抗肿瘤、抗感染类创新药物等医药产品;保健食品软胶囊、口服固体制剂、大容量注射液(抗肿瘤药物制剂、头孢类抗生素制剂以及免疫抑制剂)等药物制剂产品。

## 未来3-6个月重大事项提示:

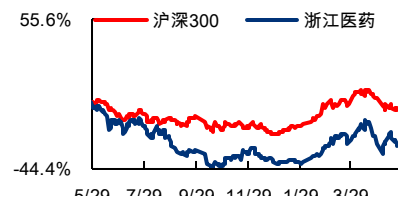
2019-05-28 回购股份数量6827500股,回购股份总金额5997.67万元,回购价格区间8.32元/股—9.39元/股

2019-06-05 年度股东大会

## 交易数据

52周股价区间(元)	10.53-14.52
总市值(亿元)	101.64
流通市值(亿元)	100.66
总股本/流通A股(万股)	96526/95593
流通B股/H股(万股)	/

## 公司指数走势图



资料来源:wind 东兴证券研究所

## 分析师:胡博新

Tel:01066554032

执业证书编号:S1480519050003

## 1. 浙江医药 VE 业务竞争对手能特科技股权转让靴子落地, 预计将停产检修 8 个月

2019 年 1 月底, 冠福股份公告框架协议, 子公司能特科技 (浙江医药 VE 业务线的主要竞争对手) 将 VE 资产作价部分转让于 DSM, 5 月 25 日董事会正式公告转让通过, 股权转让事宜终于靴子落地, 我们预计冠福股份同 DSM 的股权交割将在 6 月底完成。此后能特科技将进行停产检修以达到 DSM 在欧洲的生产标准, 根据新和成 12000 吨产线建设时间和资金消耗来看 (预计花费 4.7 亿元, 半年投资完成比例 31.44%), 我们预计能特科技将需要约 8 个月检修时间。

图 1: 能特科技股权转让公告

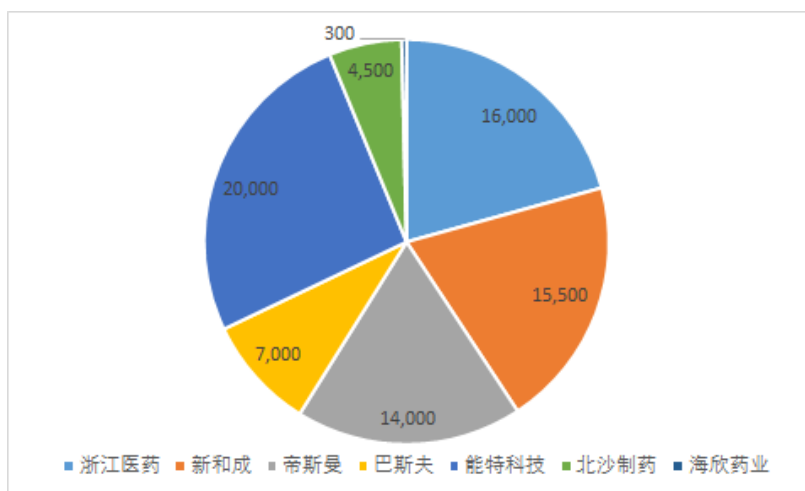
### 冠福控股股份有限公司 关于全资子公司能特科技有限公司向 DSM 出售全资子公司 益曼特健康产业 (荆州) 有限公司 75% 股权的公告

资料来源: 冠福股份公司公告, 东兴证券研究所

## 2. VE 供方格局重组, 价格触底回暖, 处于涨价初期

维生素 E 是整个维生素系列中价值最大的品种, 从当前格局来看, 自 2015 年西南合成因低价退出竞争, 而后能特科技进入市场, 国际维生素 E 供应格局呈现浙江医药、新和成、DSM、能特、巴斯夫、北沙 6 家寡头垄断格局。根据统计, 2018 年浙江医药、新和成、DSM、巴斯夫、能特、北沙前六家寡头的产量分别为 16000 吨、15500 吨、14000 吨、7000 吨、20000 吨、4500 吨。

图 2: 全球原料药市场格局分布



资料来源: 公开资料, 博亚和讯, 东兴证券研究所

2019 年全球 VE 的需求量~10.3 万吨, 全球产量也保持在 10 万吨以上, 近几年处于供应平衡偏松的状态。

短期来看，能特如果停产检修一年，不仅影响自身 2 万吨产能的释放，还会因为三甲基氢醌的供应中断直接影响下游的厂家，因此保守估计造成的产能缺口至少在 2 万吨以上，VE 供应将由偏松转为供应相对紧张。

价格方面，2017 年由于环保督查等原因 VE 价格出现阶段性行情，但因能特科技扩产下跌至价格低点，VE 价格至今仍在低位徘徊，且目前无新增产能，VE（50%）最新报价为 51 元/kg（5 月 27 日），略有抬头趋势，正处于涨价初期。

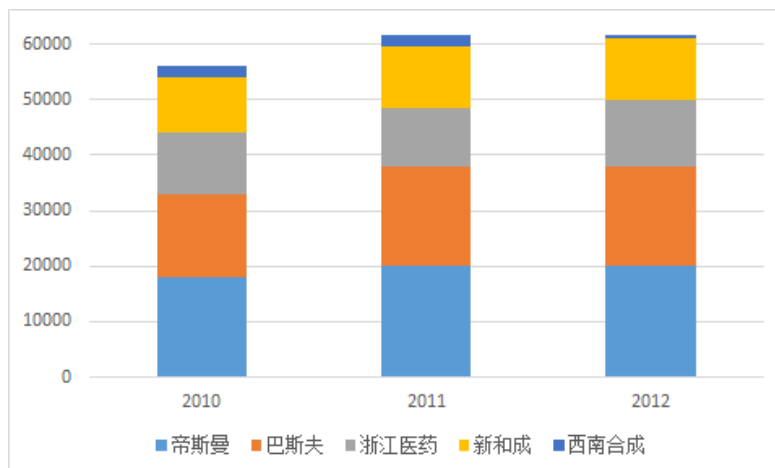
### 3. 以史为镜，预见新一轮高景气度周期的开始——回顾 VE 近十年价格走势

07 年前（无序竞争阶段）：VE 长期处于底部竞争，产能无序；

07 年-08 年（供应短缺时期）：第五大厂商安迪苏宣布退出 VE 竞争，并且新和成及浙江医药处于停产治理期间，VE 市场供应奇缺，价格迅速上涨；

08 年-13 年（供应格局稳定阶段）：随着新和成及浙江医药供应恢复，市场价格有所回调，但仍保持在 15-20 美元之间，因为此时市场仅有 DSM、巴斯夫、浙江医药、新和成及西南合成 5 家供货，市场处于寡头垄断，价格体系管理良好，出口均价常年均保持在 100 元/以上。

图 3：2010-2012VE 行业全球产能分布

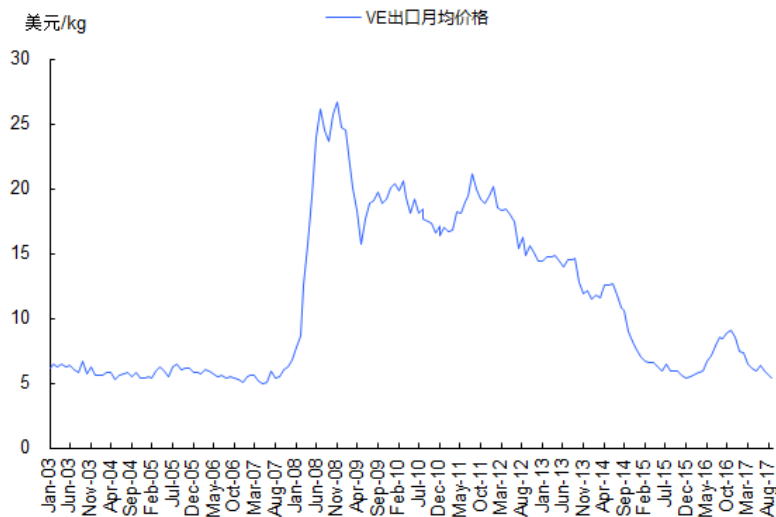


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

13 年-15 年（新进入者破坏平衡）：2013 年北沙（能特科技供应中间体）进入市场并于次年进一步扩产，VE 市场价格一路走低，而后能特科技直接向市场供应 VE，VE 价格直接跌至底部

15 年-至今（巴斯夫短期影响不改长期低迷格局）：虽然中途巴斯夫的检修使得价格产生一段时间波动，但由于因为能特科技仍在持续扩张，市场供应充足，因此 VE 价格整体仍然在底部徘徊。

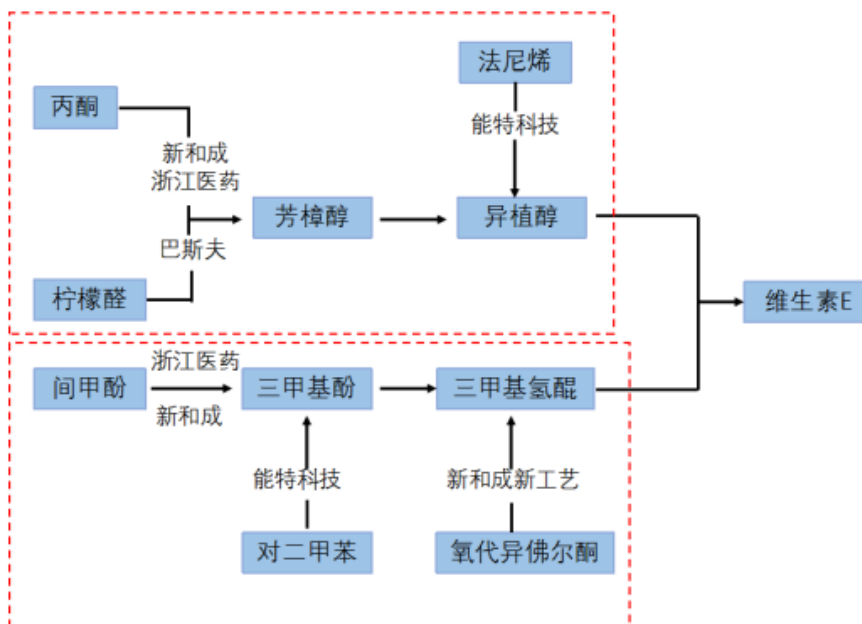
图 4：VE 历年出口均价（美元/kg）



资料来源: wind, 东兴证券研究所

能特与 DSM 合作, 双方产能有望进一步整合, 未来 VE 供应市场将重新由无序转有序: 能特作为新兴技术厂商的代表, 拥有目前最先进的 VE 合成工艺, 从法尼烯 (由 Amyris 独家供应) 合成侧链异植醇, 从对二甲苯 (价格便宜供应充足) 合成主环三甲基氢醌, 成本得到大幅降低, 而 DSM 作为老牌主流厂商, 仍然使用传统的间甲酚起始的合成路径, 成本较高。本次 DSM 与能特进行整合, 加之此前 DSM 已经收购 Amyris, 因此目前 DSM 已将能特的 VE 全产业链整合完成, 占据成本规模领先优势。我们可以预见 DSM 未来将更加依赖能特的产能供应, 可能会逐步减少其欧洲工厂传统工艺的供应。

图 5: 主流厂商 VE 合成路线图



资料来源: 各公司年报, 公开资料, 东兴证券研究所

此外能特转让 75%VE 股权给 DSM 后, 全球~50%的 VE 产能供应 (DSM+能特+北沙) 将直接受控于 DSM, 即 13 年后进入者均被 DSM 控制, 市场供应格局有望再度回到 2008-2013 年寡头垄断的情形, VE 市场将重

新由无序变为有序市场, 市场格局趋向稳定, 寡头更有利于市场调节生产周期及渠道库存等, 恢复对 VE 价格的掌控权。

因此我们认为 VE 供给将长期有效收紧, 价格提升基础牢靠, VE 有望迎来新一轮的高景气度价格的长周期; 参考 2008-2013 年间的稳定供应格局, 我们认为 VE 有望重回 100 元/kg 并长期保持, 当前仍处于提价初期, 后期提价空间巨大。

#### 4. 浙江医药将显著受益 VE 提价带来的价格弹性

公司作为国内维生素行业代表企业, 是维生素 E 领域全球第二的国内龙头, 将显著受益本轮 VE 供应有望长期收紧产品提价带来的利润弹性。根据测算, 按照公司 VE (50%VE 粉) 产能 30000 吨来计算, VE 价格每提价 10 元, 将增加净利润 2.56 亿元。

图 6: 浙江医药 VE 的提价弹性

利润 (亿)	含税销售价格 (元/kg)														
	40	45	50	55	60	65	70	75	80	85	90	95	100	105	110
15000	-2.47	-1.83	-1.19	-0.55	0.09	0.73	1.37	2.02	2.66	3.30	3.94	4.58	5.22	5.86	6.50
20000	-2.46	-1.61	-0.75	0.10	0.96	1.81	2.67	3.52	4.38	5.23	6.08	6.94	7.79	8.65	9.50
25000	-2.45	-1.38	-0.32	0.75	1.82	2.89	3.96	5.03	6.09	7.16	8.23	9.30	10.37	11.44	12.50
30000	-2.44	-1.16	0.12	1.40	2.68	3.97	5.25	6.53	7.81	9.09	10.38	11.66	12.94	14.22	15.51
40000	-2.42	-0.72	0.99	2.70	4.41	6.12	7.83	9.54	11.25	12.96	14.67	16.38	18.09	19.80	21.51

资料来源: 东兴证券研究所

**结论:** 由于目前能特与 DSM 合作仍处于公告阶段, 具体产能整合等事宜仍需要时间, 因此暂不考虑行业供应格局变化给 VE 价格带来的长远影响。站在当前时点, 我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 71.37 亿元、75.39 亿元、79.77 亿元; 归母净利润分别为 4.60 亿元、5.39 亿元和 7.20 亿元; EPS 分别为 0.48 元、0.56 元和 0.75 元, 当前股价对应 PE 分别为~22X、~19X 和~14X, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、VE 提价不达预期; 2、行业产能收缩不达预期; 3 其他风险

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产合计</b>	4513	4734	4413	4255	4118	<b>营业收入</b>	5693	6859	7137	7539	7977	<b>营业收入</b>	5693	6859	7137	7539	7977	
货币资金	1417	1492	1579	1326	1089	<b>营业成本</b>	4004	3983	4282	4448	4627	<b>营业税金及附加</b>	56	70	107	113	120	
应收账款	1301	1259	1300	1300	1300	<b>营业费用</b>	655	1528	1642	1734	1835	<b>管理费用</b>	635	370	357	377	399	
其他应收款	153	112	116	123	130	<b>财务费用</b>	26	9	20	25	20	<b>资产减值损失</b>	70.22	140.74	140.00	140.00	50.00	
预付款项	29	33	119	208	300	<b>公允价值变动收益</b>	0.03	-0.31	0.00	0.00	0.00	<b>投资净收益</b>	55.83	14.64	10.00	10.00	10.00	
存货	971	1192	1000	1000	1000	<b>营业利润</b>	333	469	599	712	937	<b>营业外收入</b>	1.62	2.17	2.00	2.00	2.00	
其他流动资产	423	356	99	99	99	<b>营业外支出</b>	34.11	27.91	30.00	40.00	30.00	<b>利润总额</b>	301	443	571	674	909	
<b>非流动资产合计</b>	5280	5314	5421	5569	5795	<b>所得税</b>	61	116	131	155	209	<b>净利润</b>	240	327	440	519	700	
长期股权投资	10	12	12	12	12	<b>少数股东损益</b>	-14	-37	-20	-20	-20	<b>归属于母公司净利润</b>	253	365	460	539	720	
固定资产	3431	4033	4000	4000	4078	<b>EBITDA</b>	1130	1303	852	969	1189	<b>EPS (元)</b>	0.27	0.38	0.48	0.56	0.75	
无形资产	407	408	400	400	400	<b>主要财务比率</b>							2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
其他非流动资产	32	25	25	25	25	<b>成长能力</b>												
<b>资产总计</b>	9793	10048	9834	9825	9914	<b>营业收入增长</b>		7.83%	20.49%	4.06%	5.63%	5.81%						
<b>流动负债合计</b>	1817	1887	2092	2131	2173	<b>营业利润增长</b>		-39.72%	40.86%	27.77%	18.79%	31.62%						
短期借款	275	375	315	315	315	<b>归属于母公司净利润</b>		-43.76%	44.01%	26.17%	17.18%	33.59%						
应付账款	872	776	997	1036	1077	<b>获利能力</b>												
预收款项	46	45	45	45	45	<b>毛利率 (%)</b>		29.66%	41.93%	43.55%	45.54%	45.50%						
一年内到期的非	14	108	108	108	108	<b>净利率 (%)</b>		4.21%	4.77%	6.16%	6.88%	8.78%						
<b>非流动负债合计</b>	197	76	87	5	0	<b>总资产净利润 (%)</b>		2.58%	3.63%	4.68%	5.49%	7.26%						
长期借款	120	12	12	12	12	<b>ROE (%)</b>		3.47%	4.77%	6.01%	7.00%	9.26%						
应付债券	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>												
<b>负债合计</b>	2014	1964	2180	2136	2173	<b>资产负债率 (%)</b>		21%	20%	21%	21%	21%						
少数股东权益	490	437	417	397	377	<b>流动比率</b>		2.48	2.51	2.11	2.00	1.90						
实收资本 (或股	966	965	965	965	965	<b>速动比率</b>		1.95	1.88	1.63	1.53	1.44						
资本公积	1279	1349	1349	1349	1349	<b>营运能力</b>												
未分配利润	3916	4124	3894	3625	3265	<b>总资产周转率</b>		0.61	0.69	0.70	0.74	0.78						
归属母公司股东	7289	7647	7650	7704	7776	<b>应收账款周转率</b>		5	5	6	6	6						
<b>负债和所有者权益</b>	9793	10048	10247	10237	10327	<b>应付账款周转率</b>		6.36	8.32	8.05	7.42	7.55						
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					<b>每股指标 (元)</b>												
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股收益 (最新摊薄)</b>		0.27	0.38	0.48	0.56	0.75						
<b>经营活动现金流</b>	503	580	984	850	935	<b>每股净现金流 (最新)</b>		0.12	0.08	0.09	-0.26	-0.24						
净利润	240	327	440	519	700	<b>每股净资产 (最新摊)</b>		7.55	7.92	7.93	7.98	8.06						
折旧摊销	772	825	232	232	232	<b>估值比率</b>												
财务费用	26	9	20	25	20	<b>P/E</b>		44.00	31.26	22.60	19.29	14.44						
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	<b>P/B</b>		1.57	1.50	1.46	1.35	1.34						
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	<b>EV/EBITDA</b>		9.26	8.04	10.86	9.81	8.19						
<b>投资活动现金流</b>	-832	-465	-269	-278	-188													
公允价值变动收	0	0	0	0	0													
长期股权投资减	0	0	-148	-148	-148													
投资收益	56	15	10	10	10													
<b>筹资活动现金流</b>	441	-42	-628	-825	-983													
应付债券增加	0	0	0	0	0													
长期借款增加	0	0	0	0	0													
普通股增加	3	0	0	0	0													
资本公积增加	189	70	0	0	0													
<b>现金净增加额</b>	113	73	87	-253	-236													

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所



## 分析师简介

**分析师：胡博新**

药学专业，9 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。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。