

2019年09月01日

## 中报环比明显改善，维生素迎景气周期 买入（维持）

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 6,859 | 7,531 | 8,111 | 8,911 |
| 同比（%）      | 20.5% | 9.8%  | 7.7%  | 9.9%  |
| 归母净利润（百万元） | 365   | 571   | 814   | 1,059 |
| 同比（%）      | 44.0% | 56.6% | 42.7% | 30.1% |
| 每股收益（元/股）  | 0.38  | 0.59  | 0.84  | 1.10  |
| P/E（倍）     | 34.95 | 22.33 | 15.65 | 12.03 |

### 事件

公司发布中报，报告期内实现营收 35.86 亿元，同比增长 5.69%。实现归母净利润 2.81 亿元，同比减少 40.09%。

### 投资要点

- **业绩环比改善明显**：由于 17 年底海外装置不可抗力导致 VA/VE 高景气，去年同期基数较高，中报业绩同比下滑。2019Q2 的 VA/VE 价格环比回升叠加销量增加，拉动公司 Q2 业绩环比改善。需要注意，公司 Q2 计提减值 5943 万元，Q1 净利润有部分系出售仙琚制药股票所得，可见主营业务环比改善显著。
- **VA 产能逐步投放，VE 格局重塑**。虽然国内需求低迷，行业存在产能扩张，但是考虑到巴斯夫欧洲产线 2020 年之前只能低负荷运行，2020 年下半年需要停产并线，公司的 2500 吨 VA 粉产能投放恰逢其时。由于帝斯曼和能特科技的整合，VE 的行业格局发生重大变化，重回帝斯曼、巴斯夫、新和成和浙江医药 4 家寡头垄断的格局。并且，帝斯曼需要时间升级能特科技的产线，中期向好态势明确。公司目前有 1000 吨 VA 油、2 万吨 VE 油产能，弹性较大。
- **公司的医药制造和医药商业类业务发展平稳，存在长期亮点**。短期重点关注苹果酸奈诺沙星针剂的进展。中期看，利奈唑胺原料药获批，注射用替考拉宁、米格列醇片、乳酸左氧氟沙星片上报一致性评价，此外公司以 505b2 方式申请万古霉素和达托霉素的 FDA 上市也都在稳步进行中。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2019~2021 年分别实现收入 75.31 亿元、81.11 亿元、89.11 亿元，实现归母净利润分别为 5.71 亿元、8.14 亿元、10.59 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.84 元、1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 22X、16X、12X。考虑到 VA 产能逐渐发挥、VE 格局重塑、医药平稳高质量发展，我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示**：国内生猪疫情持续，导致相关产品需求低迷，提价节奏慢于预期。创新药、创新制剂以及一致性评价进展。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 13.20      |
| 一年最低/最高价      | 7.70/14.03 |
| 市净率(倍)        | 1.65       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 12618.23   |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 8.02   |
| 资产负债率(%)    | 21.81  |
| 总股本(百万股)    | 965.26 |
| 流通 A 股(百万股) | 955.93 |

### 相关研究

1、《浙江医药 (600216)：VE 底部反转，出口制剂有望突破》  
2018-01-11

浙江医药三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |               |               |               |               | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |                  | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>4,734</b>  | <b>5,512</b>  | <b>5,612</b>  | <b>7,044</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>6,859</b> | <b>7,531</b> | <b>8,111</b> | <b>8,911</b> |
| 现金             | 1,492         | 1,909         | 2,067         | 2,959         | 减:营业成本           | 3,983        | 4,227        | 4,274        | 4,459        |
| 应收账款           | 1,259         | 1,552         | 1,476         | 1,850         | 营业税金及附加          | 70           | 76           | 82           | 90           |
| 存货             | 1,192         | 1,103         | 1,218         | 1,204         | 营业费用             | 1,528        | 1,582        | 1,738        | 1,960        |
| 其他流动资产         | 791           | 948           | 851           | 1,031         | 管理费用             | 692          | 840          | 904          | 994          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>5,314</b>  | <b>5,408</b>  | <b>5,397</b>  | <b>5,480</b>  | 财务费用             | 9            | 17           | 6            | -2           |
| 长期股权投资         | 12            | 14            | 15            | 17            | 资产减值损失           | 141          | 134          | 152          | 164          |
| 固定资产           | 4,033         | 4,151         | 4,171         | 4,270         | 加:投资净收益          | 15           | 28           | 24           | 25           |
| 在建工程           | 402           | 373           | 337           | 326           | 其他收益             | 20           | 27           | 23           | 25           |
| 无形资产           | 408           | 410           | 413           | 406           | <b>营业利润</b>      | <b>469</b>   | <b>711</b>   | <b>1,003</b> | <b>1,297</b> |
| 其他非流动资产        | 460           | 460           | 460           | 460           | 加:营业外净收支         | -26          | -28          | -27          | -27          |
| <b>资产总计</b>    | <b>10,048</b> | <b>10,920</b> | <b>11,009</b> | <b>12,524</b> | <b>利润总额</b>      | <b>443</b>   | <b>683</b>   | <b>976</b>   | <b>1,269</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,887</b>  | <b>2,363</b>  | <b>1,808</b>  | <b>2,466</b>  | 减:所得税费用          | 116          | 140          | 207          | 280          |
| 短期借款           | 375           | 375           | 375           | 375           | 少数股东损益           | -37          | -28          | -45          | -70          |
| 应付账款           | 776           | 973           | 796           | 1,050         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>365</b>   | <b>571</b>   | <b>814</b>   | <b>1,059</b> |
| 其他流动负债         | 736           | 1,015         | 637           | 1,041         | EBIT             | 422          | 655          | 939          | 1,217        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>76</b>     | <b>75</b>     | <b>72</b>     | <b>71</b>     | EBITDA           | 852          | 1,056        | 1,384        | 1,709        |
| 长期借款           | 12            | 10            | 8             | 6             |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 65            | 65            | 65            | 65            | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,964</b>  | <b>2,438</b>  | <b>1,880</b>  | <b>2,536</b>  | 每股收益(元)          | 0.38         | 0.59         | 0.84         | 1.10         |
| 少数股东权益         | 437           | 409           | 364           | 294           | 每股净资产(元)         | 7.92         | 8.36         | 9.08         | 10.04        |
|                |               |               |               |               | 发行在外股份(百万股)      | 965          | 965          | 965          | 965          |
| 归属母公司股东权益      | 7,647         | 8,073         | 8,765         | 9,694         | ROIC(%)          | 3.8%         | 6.1%         | 8.0%         | 9.4%         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>10,048</b> | <b>10,920</b> | <b>11,009</b> | <b>12,524</b> | ROE(%)           | 4.0%         | 6.4%         | 8.4%         | 9.9%         |
|                |               |               |               |               | 毛利率(%)           | 41.9%        | 43.9%        | 47.3%        | 50.0%        |
|                |               |               |               |               | 销售净利率(%)         | 5.3%         | 7.6%         | 10.0%        | 11.9%        |
|                |               |               |               |               | 资产负债率(%)         | 19.5%        | 22.3%        | 17.1%        | 20.3%        |
|                |               |               |               |               | 收入增长率(%)         | 20.5%        | 9.8%         | 7.7%         | 9.9%         |
|                |               |               |               |               | 净利润增长率(%)        | 44.0%        | 56.6%        | 42.7%        | 30.1%        |
|                |               |               |               |               | P/E              | 34.95        | 22.33        | 15.65        | 12.03        |
|                |               |               |               |               | P/B              | 1.67         | 1.58         | 1.45         | 1.31         |
|                |               |               |               |               | EV/EBITDA        | 14.35        | 11.04        | 8.28         | 6.14         |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

