

维生素业务反转，医药业务破局在即  
买入（维持）

2020年03月04日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001  
021-60199793

chenyj@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）	38.39	24.52	17.19	13.22

投资要点

- **VA 行业寡头垄断，多因素导致供给紧张：**VA 是典型的寡头垄断的产品，供求格局偏紧且有恶化迹象。巴斯夫下半年需要检修，帝斯曼因为间甲酚（朗盛）低负荷运行；国内浙江医药和新和成等企业复产进度较往年相比进度滞后，负荷偏低。疫情的不确定促使下游企业和贸易商加大采购。
- **新冠疫情拖累能特检修进度，VE 具备涨价基础：**新冠疫情拖累能特检修进度，VE 具备涨价基础：因为湖北疫情原因，能特基地的技改进度可能会大幅度推迟。浙药、新和成的复产较往年同期相比进度滞后，负荷偏低。经过一年的去库存，行业库存较低，下游企业和贸易商加大采购。
- **创新药业务持续推进：**创新型生物药抗 HER2-ADC（用于治疗 HER2 阳性的复发性乳腺癌和胃癌等）已在澳大利亚、新西兰和美国开展 I 期临床研究，目前在中国已顺利推进至 I 期临床研究后期。公司与 Ambrx 签订了第二个 ADC 药物-ARX305（用于肾细胞癌、非霍奇金淋巴瘤等 CD70 阳性肿瘤）合作开发和许可协议，另有苹果酸奈诺沙星注射液、奈诺沙星胶囊等新药在推广。
- **喷雾干燥技术值得关注：**传统制剂生产采用的冷冻干燥技术存在诸多不足，公司推出喷雾干燥技术代替传统的冷冻干燥技术，注射用盐酸万古霉素和注射用达托霉素已经获得 FDA 同意以 505b2 的方式提交 NDA 申请，预计将于 20 年上半年完成发补递交申请。喷雾干燥技术属于平台型技术，可拓展空间大，相关动向值得关注。
- **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 25X、17X、13X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内爆发猪瘟疫情的风险；新冠疫情不能有效遏制的风险；提价节奏慢于预期；创新药、创新制剂以及一致性评价进展慢于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.50
一年最低/最高价	9.20/15.48
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	13994.29

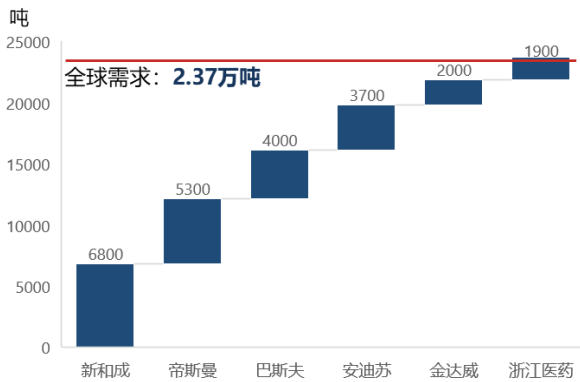
基础数据

每股净资产(元)	8.10
资产负债率(%)	22.11
总股本(百万股)	965.13
流通 A 股(百万股)	965.12

相关研究

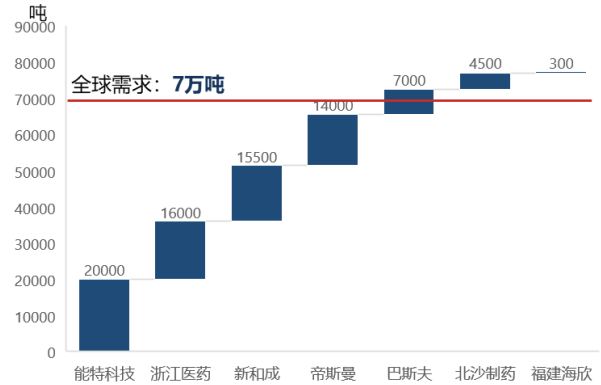
- 1、《浙江医药（600216）：Q3 业绩略低于预期，创新技术值得关注》2019-10-29
- 2、《浙江医药（600216）：中报环比明显改善，维生素迎景气周期》2019-09-02

图 1: 2018 年 VA 供需平衡图



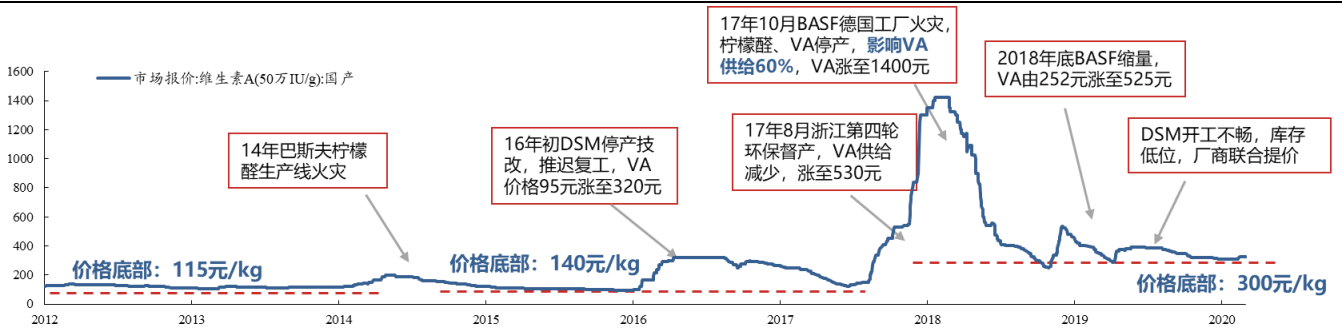
数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

图 2: 2018 年 VE 供需平衡图



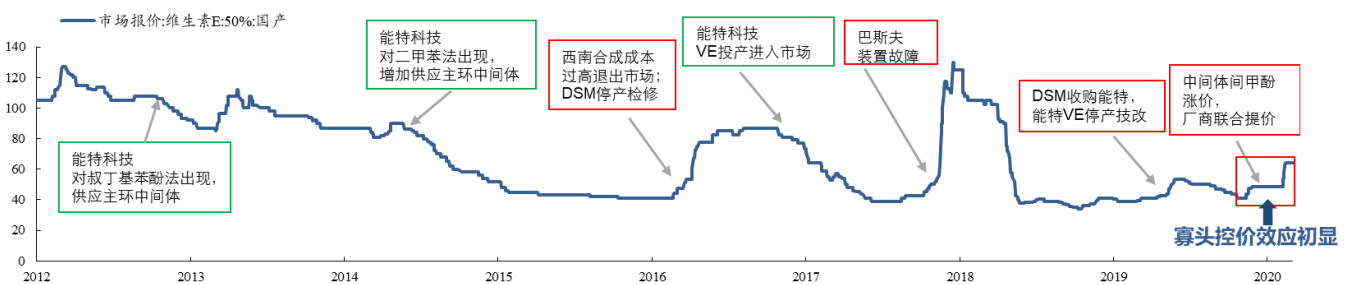
数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

图 3: 维生素 A 价格历史走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 维生素 E 价格历史走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 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%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	5.3%	7.6%	10.0%	11.9%
经营活动现金流	580	1,153	698	1,570	资产负债率(%)	19.5%	22.3%	17.1%	20.3%
投资活动现金流	-465	-467	-409	-550	收入增长率(%)	20.5%	9.8%	7.7%	9.9%
筹资活动现金流	-42	-269	-131	-129	净利润增长率(%)	44.0%	56.6%	42.7%	30.1%
现金净增加额	76	417	158	892	P/E	38.39	24.52	17.19	13.22
折旧和摊销	429	401	445	492	P/B	1.83	1.73	1.60	1.44
资本开支	439	92	-13	81	EV/EBITDA	15.82	12.23	9.18	6.88
营运资本变动	-339	220	-497	116					

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>

