

反转趋势确认，期待医药业务破局 买入（维持）

2020年04月23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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,044	9,678	10,211	10,744
同比（%）	2.7%	37.4%	5.5%	5.2%
归母净利润（百万元）	343	1,549	1,648	1,767
同比（%）	-6.0%	351.8%	6.4%	7.2%
每股收益（元/股）	0.36	1.60	1.71	1.83
P/E（倍）	49.87	11.04	10.37	9.67

公司发布年报和一季报，19年实现营收70.44亿元，同比增加2.7%，归母净利润3.43亿元，同比下滑5.97%。20年一季度营收16亿元，同比下滑6.89%，归母净利润1.48亿元，同比增长11.64%，扣非归母净利润1亿元，同比增长36.07%。每10股派送现金红利10元（含税）。

投资要点

- **一季度经营略低于预期。**新冠疫情使得国内制剂业务承压，相关问题三月底基本解决。新冠疫情使得公司复工进度偏慢，负荷偏低，目前主要装置基本满负荷运行。
- **预告下一报告期期末的累计净利同比有较大幅度增长：**从海关数据看，公司的VE出口同比、环比均有一定的程度下滑，更多可以认为是公司对VE后市看好，控制出货。VA出口基本持平，但是公司的VA产能接近翻倍，同样可以看出公司对后市的判断。目前海外和国内主要企业的VA生产均存在不同程度的不确定，因为新冠疫情，能特基地的升级改造进度滞后，VE上行趋势确定。
- **公司产品一致性评价工作成效初显。**目前，仿制药质量与疗效一致性评价已申报及在研17项。其中，诺氟沙星片、米格列醇片已经通过了一致性评价。目前一致性评价已申报口服固体制剂产品3个，注射剂产品8个。
- **创新药业务持续推进，值得期待：**公司独家生产的1.1类创新药苹果酸奈诺沙星胶囊已经进入《国家医保目录（2019版）》，针剂业务正在推进。ADC大分子项目ARX788乳腺癌临床研究I期已基本完成。ARX788正在开展胃癌II期/III期临床研究的准备工作。子公司创新生物的万古无菌喷干项目正在准备相关缺陷答复完善和NDA资料再提交准备工作。此外，目前公司共有在研新药新产品项目37项，处于临床研究或BE阶段5项，申报生产8项。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020~2022年分别实现收入96.78亿元、102.11亿元、107.44亿元，实现归母净利润分别为15.49亿元、16.48亿元、17.67亿元，EPS分别为1.60元、1.71元、1.83元，当前股价对应PE分别为11X、10X、10X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情蔓延导致动物营养类产品提价节奏慢于预期；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)	17.71
一年最低/最高价	9.20/19.85
市净率(倍)	2.13
流通A股市值(百万元)	17092.34

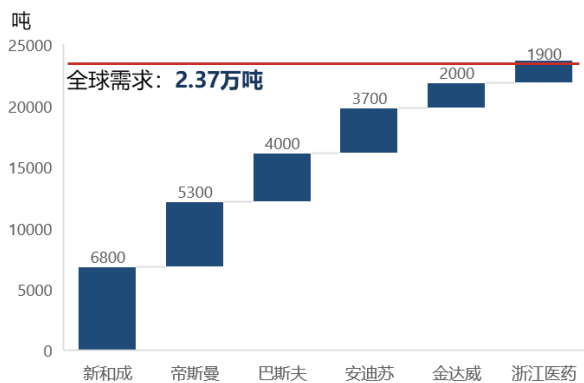
基础数据

每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	21.11
总股本(百万股)	965.13
流通A股(百万股)	965.12

相关研究

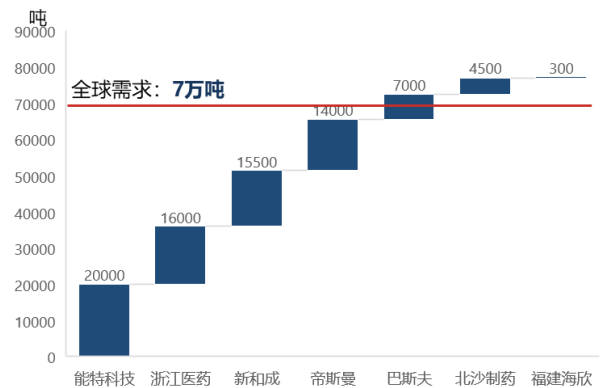
- 1、《浙江医药（600216）：维生素高景气，医药拐点在即》2020-03-18
- 2、《浙江医药（600216）：维生素业务反转，医药业务破局在即》2020-03-04
- 3、《浙江医药（600216）：Q3业绩略低于预期，创新技术值得关注》2019-10-29

图 1：2018 年 VA 供需平衡图



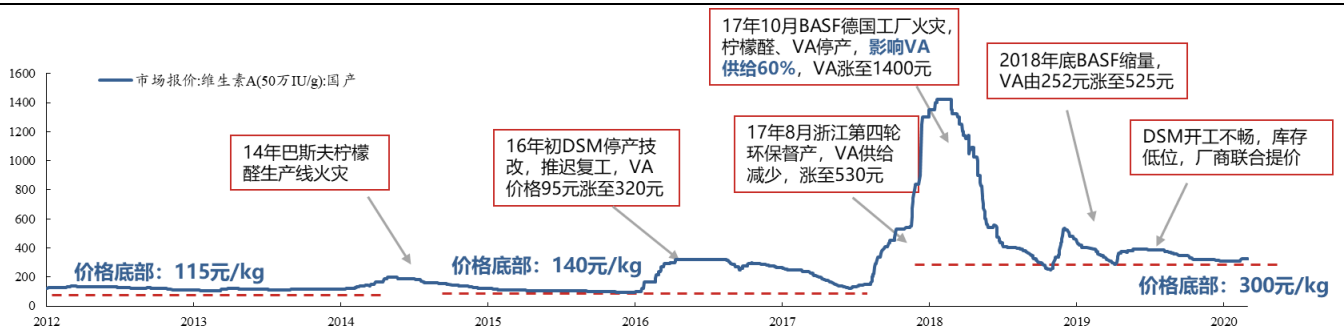
数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

图 2：2018 年 VE 供需平衡图



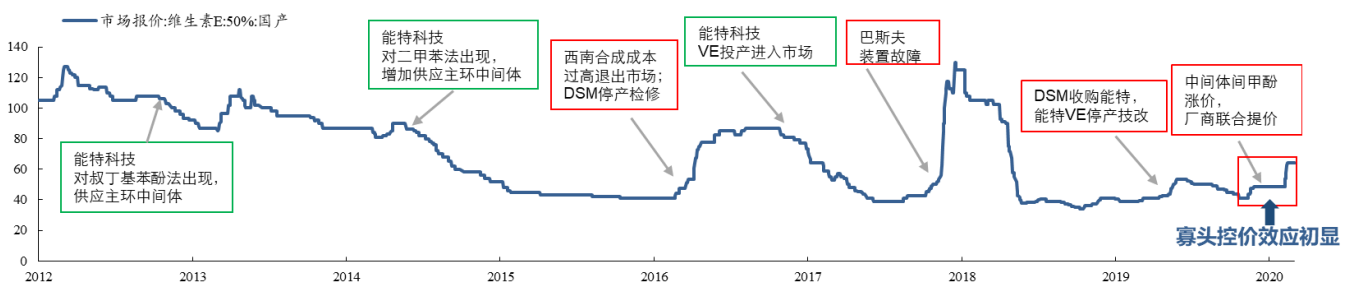
数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,039	6,035	6,889	8,967	营业收入	7,044	9,678	10,211	10,744
现金	1,278	1,936	2,636	4,375	减:营业成本	4,173	4,713	4,938	5,163
应收账款	1,413	2,259	1,615	2,461	营业税金及附加	70	97	102	107
存货	1,435	1,532	1,576	1,673	营业费用	1,587	2,032	2,196	2,364
其他流动资产	913	309	1,062	458	管理费用	840	1,065	1,171	1,207
非流动资产	5,323	6,664	6,434	6,155	财务费用	-3	21	-5	-58
长期股权投资	13	15	17	18	资产减值损失	-100	-26	-66	-56
固定资产	3,992	5,288	5,137	4,923	加:投资净收益	34	28	30	30
在建工程	467	508	434	375	其他收益	51	35	43	39
无形资产	407	407	397	384	营业利润	409	1,856	1,969	2,112
其他非流动资产	444	447	450	454	加:营业外净收支	-12	-17	-15	-15
资产总计	10,362	12,699	13,324	15,122	利润总额	397	1,839	1,954	2,097
流动负债	2,051	2,953	2,146	2,406	减:所得税费用	106	418	468	521
短期借款	650	1,289	650	650	少数股东损益	-51	-127	-161	-192
应付账款	757	975	840	1,057	归属母公司净利润	343	1,549	1,648	1,767
其他流动负债	643	689	656	699	EBIT	399	1,850	1,945	2,031
非流动负债	60	73	66	60	EBITDA	887	2,341	2,545	2,673
长期借款	0	13	7	0					
其他非流动负债	60	60	60	60	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,110	3,026	2,212	2,466	每股收益(元)	0.36	1.60	1.71	1.83
少数股东权益	391	264	103	-89	每股净资产(元)	8.14	9.75	11.41	13.20
归属母公司股东权益	7,861	9,410	11,009	12,744	发行在外股份(百万股)	965	965	965	965
负债和股东权益	10,362	12,699	13,324	15,122	ROIC(%)	3.4%	13.3%	12.6%	11.4%
					ROE(%)	3.5%	14.7%	13.4%	12.5%
					毛利率(%)	40.8%	51.3%	51.6%	51.9%
					销售净利率(%)	4.9%	16.0%	16.1%	16.4%
					资产负债率(%)	20.4%	23.8%	16.6%	16.3%
					收入增长率(%)	2.7%	37.4%	5.5%	5.2%
					净利润增长率(%)	-6.0%	351.8%	6.4%	7.2%
					P/E	49.87	11.04	10.37	9.67
					P/B	2.17	1.82	1.55	1.34
					EV/EBITDA	18.67	7.02	5.87	4.86

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>

