VE景气提升，估值优势明显

浙江医药（600216）

评级：买入（维持）

股价：35.32 元　目标价：49.6 元

跟踪报告

2010 年 4 月 12 日　星期一

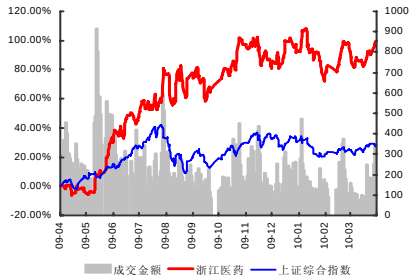
东海证券医药研究小组
屈昳、袁舰波
021-50586660-8643
qy@longone.com.cn
医药生物/化学原料药

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据	
总股本(亿股)	4.50
流通股本(亿股)	4.50
总市值(亿元)	158.94
流通市值(亿元)	158.94

市场表现	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	1.06	(1.83)
3 个月	3.96	6.28
6 个月	19.66	7.45

个股相对上证综指走势图



相关报告：

1、浙江医药调研报告：《VE大幅提价，盈利预期提升》　2009年6月15日

2、浙江医药调研报告：《VE景气持续，估值水平偏低》　2010年1月27日

投资要点

❑ 公司近年主要亮点仍是 VE 的价量齐升

受 VE 价格提升需求复苏的刺激，09 年公司 VE 收入 22.08 亿元，同比增长 15%，毛利率水平高达 58.1%，贡献占比 67.8%，是公司业绩提升的主要因素。VE 短期内全球供求格局不会发生变化，受益于终端需求的持续恢复，VE 的高景气度仍将持续。

❑ VE 的高景气度仍将持续

我们判断未来两年 VE 的高景气仍可持续，主要是基于 VE 稳定的寡头格局及增长的终端需求。

从 VE 的供给格局看，关键中间体的产能有限已经成为新进入者最大的技术壁垒。在此基础上，BSF、DSM、浙江医药和新和成四大寡头在长期的竞争状态中逐步磨合，已形成多赢的且较为稳定的竞合关系。在新进入者没有足够的产能情况下，预计这种格局仍将在较长时间内继续存在，这是较长时间内维持 VE 高毛利率格局的重要基础。

从 VE 的需求角度分析，受益于出口复苏及终端饲料产业 3-5%的自然增长率，未来两年 VE 的下游需求将持续增长。预计公司今年 VE 价格维持在 150-200 元/公斤的高位，销量将突破 20000 吨（折合成 50%VE 粉）。

❑ VA、VH 伺机而动

终端需求的复苏也将逐步改善 VA、VH 产能过剩的局面，尤其公司在 VH 产业拥有较强的定价权。

我们认为 VA、VH 亦有望带来价格提升或产能集中的好消息。

❑ 产业升级是公司长远发展的目标

原料药产业是公司短期的业绩保障，公司长远成长的路径仍是原料药-制剂、仿制-仿创的产业升级。

09 年公司制剂业务收入同比增长 26.91%，收入占比 23.8%，主要产品盐酸

万古霉素、来立信系列同比增长 22.83%及 15.10%，制剂业务的稳定增长将提升公司的估值水平。

公司自主研发的抗肿瘤药物甲磺酸普喹替尼、广谱抗菌药物盐酸昌欣沙星片等新产品市场前景良好，是公司后续成长的主要催化剂。

另外公司跟诺华合作的苯勿醇、蒿甲醚、抗病毒药物等项目，也为公司未来承接国际加工打好了基础。

❑ 盈利预测与估值

我们认为在 VE 寡头垄断的竞争格局没有发生根本改变以及 VE 合成技术没有出现革命性变革的情况下，VE 的高景气度仍将持续，另外由于 VA 和 VH 都处于相对低位，未来存在价格复苏的可能。因此公司未来两年的业绩增长相对比较明确。

我们暂时维持公司2010-2011年盈利预测EPS分别为3.31元和3.67元，给予公司未来 6个月目标价49.6元及“买入”评级。

表：公司盈利预测与估值

盈利预测及市场重要数据	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(万元)	220,883	376,103	418,374	478,499	534,474
增长率	-0.5%	70.3%	11.2%	14.4%	11.7%
营业利润(万元)	8,422	113,179	145,100	175,345	194,221
增长率	-9.9%	1243.9%	28.2%	20.8%	10.8%
净利润(万元)	5660	97263	121375	149068	165115
增长率	-3.2%	1618.3%	24.8%	22.8%	10.8%
每股净资产（元）	1.93	4.00	6.33	9.64	13.31
每股收益（元）	0.13	2.16	2.70	3.31	3.67

资料来源：公司年报、东海证券研究所

附注：

分析师简介及跟踪范围：

屈昳： 东海证券医药行业分析师，中山大学硕士，主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。
重点跟踪公司：浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。
袁舰波： 东海证券医药行业高级分析师，南京大学理学学士，复旦大学 MBA，拥有十多年的医药及证券行业从业经历，具备丰富的营销、管理及证券分析经验，对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。
重点跟踪公司：益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅>10%

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层
网址：http://www.longone.com.cn
电话：（86-21）50586660 转 8638
传真：（86-21）50819897
邮编：200122