

证券研究报告—调研简报

医药保健

浙江医药（600216）
谨慎推荐

制药与生物

调研简报

2011年6月7日

受益维生素提价，新业务是未来亮点

证券分析师： 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026
联系人： 胡博新 0755-82133263 hubx@guosen.com.cn

事项：

我们于5月27日参加公司股东会，就VE/VA价格趋势、浙江限电影响、VH停产影响、新项目建设进行了沟通交流。

我们的观点：

下游行业景气，市场供应受限，VE/VA继续提价是大概率事件。预计旺季到来后，VE价格可能上升至180元/kg左右，VA提升至200元/kg。受益于提价，公司11年业绩增长有望超预期。中长期来看，VE、VA处于寡头垄断格局，进入壁垒高、盈利丰厚，竞争格局有望维持较长时间，促使公司业绩稳定增长。

在不考虑提价的情况下，我们预计公司11-13年EPS为2.86/3.23/3.42元，对应11-13PE为12/10/10。目前估值偏低主要是医药制剂业务的比重偏低，市场对公司估值的看法仍停留在强周期性大宗原料药品种范畴。随着医药业务增速加快，营养保健品等新业务拓展，公司对维生素的依赖降低，估值有望逐步提升。维持“谨慎推荐”评级，和一年期合理价45.22-51.68元（12PE14-16x）。

更多信息请参阅《国信证券-维生素行业深度报告：维生素景气提升，VE、VA价值凸显》（2011-05-16）。

评论：

■ VE/VA价格：短期提价趋势明确，长期价格保持稳定

- **行业景气，需求增长：**1季度欧美养殖业恢复迅速，带动维生素出口增长。公司1季度库存基本消耗完毕。国内生猪价格保持上升趋势，猪粮比处于相对高位。较高的经济效益提高养殖户补栏的积极性，并带动维生素需求持续增长。
- **供方产能受限：**受浙江限电影响，公司与新和成都会选择在用电高峰时期停产检修。今年停产时间预计会超过去年，停产时间延长将影响市场供应量。DSM已经公告10月份停产检修，BASF后续停产的可能性很大。地震导致的日本化工企业供电不足，可能会影响未来VE/VA的中间体供应，加剧供应紧张。
- **跟随一致提价。**公司在报价上采取跟随策略。前期DSM和BASF连续提高报价，公司报价上也有所调整。国内报价与新和成保持基本一致。
- **短期提价趋势明确：**目前VA供应紧张，市场报价150元/kg。VE报价140元/kg，部分代理商还有2-3月的库存，但市场总体库存已经减少。我们预计供求紧张将在公司停产期间最为明显，VA价格有望上升至200元/kg，VE价格有望上升至180元/kg。
- **长期竞争格局稳定，价格保持高位。**VE/VA合成路径长，需要的原料辅料多，对技术和管理水平要求高。

新竞争对手进入至少需要 2-3 年时间。规模效应明显，高额的退出成本让新进入者望而却步。前期市场传言进入 VE 行业的海嘉诺，考虑到市场风险太大最终放弃建设计划。在竞争格局稳定的背景下，VE/VA 价格有望保持长期稳定。

■ 浙江限电影响：调整生产计划，必要时停产检修

- **调整产能：**公司的生产的品种较多，其中发酵类产品的耗能最大。为应对限电，公司计划关停部分耗能较高的品种，保障 VE/VA 能够满负荷生产。
- **必要时停产检修：**10 年公司在错峰用电期间停产检修时间约为 1 个月。考虑到今年限电更为严重，预计停产时间会稍有延长。

■ 日本地震影响：供应正在逐步恢复

公司从日本进口柠檬醛较多，只有少部分从德国进口。地震之前，公司从日本订了 20 吨柠檬醛。地震之后，供应中断。目前日方正正在停产检修，生产正逐步恢复。

■ VH 复产有待时日，占比小影响不大

- **复产有待时日。**自发生安全事故之后，VH 生产线一直在维修整改，后续需要等待安监部门维修后才能复产。预计 VH 复产仍需要 2-3 个月时间。考虑到安全因素，VH 生产线可能会逐步搬迁至新的生产基地。
- **收入占比小，影响不大。**目前事故受伤人员已经恢复正常上班，损失主要是停产期间导致产量下降。10 年公司 VH 收入在 1.5 亿左右，但毛利率较低，利润占比不足 3%，因此停产对公司业绩的影响不大。

■ 医药板块发展迅速

- **万古霉素类快速增长。**全球耐药菌的泛滥，导致万古霉素类抗耐药抗生素市场发展迅速。10 年万古霉素原料药收入同比增长 63.11%，替考拉宁原料药收入同比增长 89.57%。国内市场方面，万古霉素粉针收入同比增长 33.52%，销量超过礼来成为市场第一。替考拉宁粉针收入同比增长 43.60%。
- **形成抗耐药抗生素产品群。**公司是抗耐药菌抗生素的国家试验基地。目前只有替考拉宁和万古霉素两个品种，后续品种还在研发阶段。新产品上市后将形成完整的抗耐药抗生素产品群。
- **甲磺酸普喹替尼临床进展顺利。**甲磺酸普喹替尼目前在广州中山大学附属医院进行 I 期临床。预计很快进入 I 期临床总结阶段，今年下半年有望进入 II 期临床。

■ 新基地指向新业务

- **新基地指向多个新业务。**5 月公司在绍兴上虞够买 12100 平方米土地，后续还会继续购买 18000 多平方米的土地。新生产基地预计能支撑 100 亿销售规模。未来新生产基地涉及的项目包括代理加工、合同生产、出口制剂、新药、营养健康品等。
- **营养健康品向下游延伸。**公司现有产品线已经包括脂溶性类维生素、叶黄素、 β 胡萝卜素、玉米黄素等

常规保健品添加剂原料药。公司还掌握生产维生素制剂的关键技术——微囊包被技术。未来公司可能向下游营养保健品延伸，把整个产业链做全。

表 1: 盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,183.74	4,558.27	4,814	5,227	5,538
(+/-%)	11.24%	8.95%	5.6%	8.6%	6.0%
净利润(百万元)	1,213.75	1,144.71	1286	1452	1541
(+/-%)	24.79%	-5.69%	12.3%	13.0%	6.1%
每股收益(元)	2.70	2.54	2.86	3.23	3.42
EBIT Margin			30.4%	31.4%	31.1%
净资产收益率 (ROE)	42.60%	29.68%	27.1%	25.3%	22.7%
市盈率 (PE)	12.91	13.69	11.6	10.3	9.7
EV/EBITDA			10.2	9.1	8.7
市净率 (PB)	5.50	4.06	3.15	2.60	2.20

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

表 2: 浙江医药分产品盈利预测 单位: 百万

收入预测	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
VE 类								
收入	669	763	1920	2208	2199	2205	2340	2358
增长率	30.8%	14.1%	151.5%	15.0%	-0.4%	0.3%	6.1%	0.8%
销量		18000	17400	17000	17500	17500	18000	18000
单价		42	110	130	126	126	130	131
提价幅度			160%	18%	-3%	0.3%	3.2%	0.8%
毛利率	5.5%	11.5%	58.3%	58.1%	56.2%	55.6%	56.9%	57.3%
VA 类								
收入			172	200	199	198	203	205
增长率				16.2%	-0.5%	-0.1%	2.4%	0.8%
销量			1500	1600	1600	1600	1600	1600
单价			115	125	124	124	127	128
提价幅度				9%	0%	-0.1%	2.4%	0.8%
毛利率			28.3%	28.2%	21.5%	25.8%	27.6%	27.3%
VH 类								
收入		166	267	150	150	160	160	160
增长率			61.1%	-43.9%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%
单价		50	50	50	50	50	50	50
提价幅度		3318	5345	3000	3000	3200	3200	3200
毛利率			61%	-44%	0%	6.7%	0.0%	0.0%
毛利率		-7.9%	18.2%	37.6%	18.0%	18.8%	18.8%	18.8%
天然 VE								
收入	85	85	89	107	123	143	166	192
增长率		-0.6%	5.2%	19.9%	15.1%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利率	45.0%	30.6%	15.3%	5.3%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
来立信								
收入		101	105	121.3	100	100	100	100
增长率			4.0%	15.1%	-17.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率		52.8%	47.1%	48.2%	45.0%	44.0%	40.0%	40.0%
万古霉素								
收入			73	89.43	140	196	264	330
增长率				22.8%	56.3%	40.0%	35.0%	25.0%
毛利率			28.8%	34.7%	50.9%	51.0%	60.0%	60.0%
其他								
收入	1466	1093	1135	1309	1648	1813	1994	2193
增长率		-25.4%	3.8%	15.3%	25.9%	10.0%	10.0%	10.0%

毛利率	22.7%	17.4%	33.0%	30.7%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
收入合计	2221	2209	3761	4184	4558	4814	5227	5538
增长率	17.83%	-0.53%	70.27%	11.24%	8.95%	5.62%	8.57%	5.96%
毛利率	18.39%	15.62%	44.57%	45.22%	41.37%	40.76%	41.73%	41.46%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

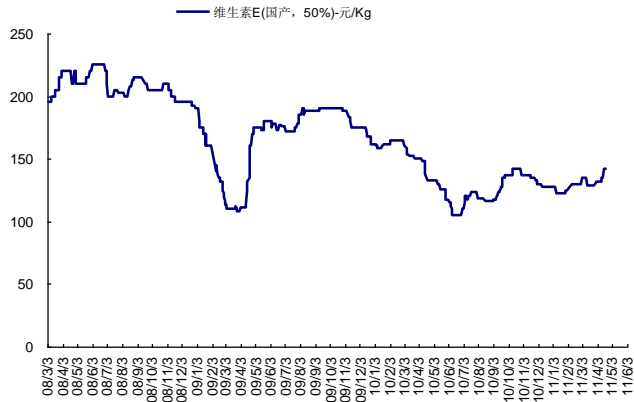
表 3: VE 和 VA 价格增减对浙江医药 2011 年 EPS 的敏感性分析

注: VE 基础价格为 126 元/kg, VA 基础价格为 124 元/kg

EPS	VE 价格区间												
	-50	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40	50	60	
-50	1.23	1.53	1.83	2.13	2.42	2.72	3.02	3.32	3.61	3.91	4.21	4.50	
-40	1.26	1.56	1.86	2.15	2.45	2.75	3.05	3.34	3.64	3.94	4.23	4.53	
-30	1.29	1.59	1.88	2.18	2.48	2.77	3.07	3.37	3.67	3.96	4.26	4.56	
-20	1.31	1.61	1.91	2.21	2.50	2.80	3.10	3.40	3.69	3.99	4.29	4.59	
-10	1.34	1.64	1.94	2.23	2.53	2.83	3.13	3.42	3.72	4.02	4.32	4.61	
0	1.37	1.67	1.96	2.26	2.56	2.86	3.15	3.45	3.75	4.05	4.34	4.64	
10	1.40	1.69	1.99	2.29	2.59	2.88	3.18	3.48	3.78	4.07	4.37	4.67	
20	1.42	1.72	2.02	2.32	2.61	2.91	3.21	3.51	3.80	4.10	4.40	4.70	
30	1.45	1.75	2.05	2.34	2.64	2.94	3.24	3.53	3.83	4.13	4.43	4.72	
40	1.48	1.78	2.07	2.37	2.67	2.97	3.26	3.56	3.86	4.15	4.45	4.75	
50	1.51	1.80	2.10	2.40	2.69	2.99	3.29	3.59	3.88	4.18	4.48	4.78	
60	1.53	1.83	2.13	2.42	2.72	3.02	3.32	3.61	3.91	4.21	4.51	4.80	
70	1.56	1.86	2.15	2.45	2.75	3.05	3.34	3.64	3.94	4.24	4.53	4.83	
80	1.59	1.88	2.18	2.48	2.78	3.07	3.37	3.67	3.97	4.26	4.56	4.86	
90	1.61	1.91	2.21	2.51	2.80	3.10	3.40	3.70	3.99	4.29	4.59	4.89	
100	1.64	1.94	2.24	2.53	2.83	3.13	3.43	3.72	4.02	4.32	4.62	4.91	
110	1.67	1.97	2.26	2.56	2.86	3.16	3.45	3.75	4.05	4.35	4.64	4.94	
120	4.94	1.70	1.99	2.29	2.59	2.88	3.18	3.48	3.78	4.07	4.37	4.67	

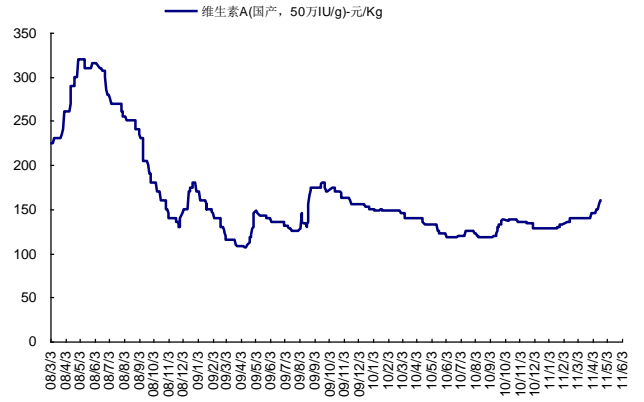
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 1: 08.03-11.06 维生素 E 价格趋势



资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所

图 2: 08.03-11.06 维生素 A 价格趋势



资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1443	2237	3153	4158	营业收入	4558	4814	5227	5538
应收款项	801	845	918	973	营业成本	2673	2852	3046	3242
存货净额	497	540	576	613	营业税金及附加	41	43	47	50
其他流动资产	107	113	123	130	销售费用	205	226	246	260
流动资产合计	2848	3736	4770	5874	管理费用	213	228	247	262
固定资产	1242	1324	1366	1398	财务费用	46	(22)	(32)	(44)
无形资产及其他	39	38	36	35	投资收益	7	53	63	73
投资性房地产	492	492	492	492	资产减值及公允价值变动	(31)	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	16	46	76	106	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4637	5636	6740	7905	营业利润	1356	1534	1730	1834
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(23)	(23)	(23)	(23)
应付款项	422	459	490	521	利润总额	1333	1511	1707	1811
其他流动负债	243	265	283	301	所得税费用	190	227	256	272
流动负债合计	665	724	773	822	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1145	1286	1452	1541
其他长期负债	108	168	228	288					
长期负债合计	108	168	228	288	现金流量表 (百万元)				
负债合计	774	892	1001	1109	净利润	1145	1286	1452	1541
少数股东权益	6	5	4	3	资产减值准备	(14)	(31)	0	0
股东权益	3857	4739	5736	6793	折旧摊销	134	89	99	108
负债和股东权益总计	4637	5636	6740	7905	公允价值变动损失	31	7	7	7
					财务费用	46	(22)	(32)	(44)
					营运资本变动	(188)	(7)	(9)	10
					其它	13	30	(1)	(1)
					经营活动现金流	1121	1373	1547	1665
					资本开支	(155)	(146)	(146)	(146)
					其它投资现金流	(1)	0	0	0
					投资活动现金流	(155)	(176)	(176)	(176)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(120)	0	0	0
					支付股利、利息	(359)	(404)	(456)	(484)
					其它融资现金流	495	0	0	0
					融资活动现金流	(464)	(404)	(456)	(484)
					现金净变动	502	794	916	1005
					货币资金的期初余额	942	1443	2237	3153
					货币资金的期末余额	1443	2237	3153	4158
					企业自由现金流	1014	1181	1338	1438
					权益自由现金流	1389	1200	1366	1475

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。