

浙江医药(600216)

维生素产品景气回升

——浙江医药点评报告

点评报告

行业公司研究——化学制药行业

证券研究报告

✍️：陈亚天 执业证书编号：S1230518070002
☎️：021-80108128
✉️：chenyatian@stocke.com.cn

事件：近日帝斯曼宣布提高预混料中维生素产品的使用量以提高动物自身免疫能力。具体提高比例如下：教保料产品维生素 A 含量提高 10%，维生素 E 含量提高 19%；小猪料、中猪料、大猪料中维生素 E 含量提高 28.6%，维生素 B2 含量提高 6.3%，维生素 B6 含量提高 33.3%；怀孕母猪和哺乳母猪料中生物含量提高 33.3%，均额外增加 50mg/KG 维生素 C，怀孕母猪维生素 E 提高 10%，哺乳母猪维生素 E 提高 26.4%。

投资要点

□ **供给侧改革加剧，需求或进一步提升，行业景气度来临**

公司维生素产品主要为维生素 E 和维生素 A。江苏盐城关闭响水化工园区，我们预计此次事件有望成为全国范围安全与环保督查再次升级的导火索，行业供给侧改革进一步加强。维生素行业经历了多轮环保高压下整改后，目前竞争格局逐渐向好，多数品种基本维持几家龙头厂家分立的局面，小厂家逐步减少，此次供给侧改革或将进一步推动行业供给收缩。近日由于非洲猪瘟的影响，DSM 决定提高预混料中与免疫力直接相关的维生素含量以弥补疫病环境下对动物健康和生产性能的影响，主要涉及的品种是维生素 E 和维生素 A。我们认为 DSM 作为行业龙头，在其指导下整个饲料行业对维生素需求有望出现整体抬升。行业供给有望收缩，需求或将提升，在此背景下公司维生素产品价格有望出现上涨。

□ **制剂出口布局多年，当下进入关键时点**

公司是维生素龙头企业，市场更关注其维生素业务，对其医药板块业务关注较少，我们认为公司制剂出口具备发展的潜力，目前国内制剂出口龙头企业，其产品均是通过 FDA 的 ANDA 流程从而在美国销售，而浙江医药产品所申报 505b 流程，目前还没有上市药企涉足，一旦通过后在销售和市场推广各方面均优于 ANDA，目前子公司创新生物正是公司逐步培育高端制剂出口平台，有望形成一个高端制剂出口的研发体系，因此公司在这方面有望实现弯道超车。2016 年 2 月公司公告，根据美国 FDA 同意公司向美国 FDA 提交的注射用达托霉素五个开发规格可按照 505 (b) (2) 新药注册法规途径申报。505 (b) (2) 申报流程被称为“仿制药的黄金宝座”，其不仅可以为企业大幅节省做临床研究的时间，同时相比于市场使用较多的 ANDA 流程，505 (b) (2) 一旦获批后其享有超长时间的市场独占期 (ANDA 流程只有为 6 个月)，因此在定价及竞争格局上获批企业会有显著优势。公司万古霉素 505 (b) 已申报生产，目前整改报告已经提交，进展相比之前放缓，预计将于今年下半年获批，万古霉素美国市场空间 6-7 亿美金。

□ **研发布局 ADC 类药物，创新药有望成为新的增长点**

2016 年 6 月公司 1.1 类创新药苹果酸奈诺沙星及其胶囊剂获得 CFDA 药品注册批件及新药证书，注射剂型目前申报生产。苹果酸奈诺沙星为新型无氟喹诺酮抗生素，目前国内市场空间在 20 亿元以上，后续伴随各省医保增补推进有望实

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥11.75

单季度业绩

元/股

3Q/2018	0.04
2Q/2018	-0.01
1Q/2018	0.48
4Q/2017	0.11



公司简介

相关报告

- 1 《浙江医药三季报点评》2018.10.23
- 2 《浙江医药 2018 半年报点评》2018.08.23
- 3 《浙江医药一季报点评》2018.04.25
- 4 《浙江医药年报点评》2018.04.25
- 5 《浙江医药一季度业绩预告点评》2018.03.13

报告撰写人：陈亚天

数据支持人：陈亚天

现逐步放量。公司是国内布局 ADC 类药物（生物导弹）研发的第一梯队，对应药物为定点偶联单克隆抗体-AS269 注射液，主要是针对 HER2 阳性晚期乳腺癌的靶向治疗，目前海外及国内均处于 I 期临床研究阶段。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2018-2020 年实现营业收入 66.36 亿元、72.74 亿元、77.41 亿元，增速分别为 16.59%、9.60%、6.41%。归属母公司净利润 6.05 亿、7.49 亿、9.55 亿元，增速分别为 139.34%、23.78%、27.39%。预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.63、0.78、0.99 元/股。

□ 风险提示

1. 维生素价格大幅下滑。
2. 创新制剂研发进度不及预期

财务摘要

(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	5692.58	6636.89	7274.04	7740.57
(+/-)	7.83%	16.59%	9.60%	6.41%
净利润	253.15	605.87	749.97	955.36
(+/-)	-43.48%	139.34%	23.78%	27.39%
每股收益(元)	0.26	0.63	0.78	0.99
P/E	47.87	20.00	16.16	12.68

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4513.27	5106.09	5900.94	6823.78
现金	1417.25	2151.60	2786.30	3616.97
交易性金融资产	0.78	0.26	0.35	0.46
应收账款	1519.99	1421.17	1453.56	1491.01
其它应收款	152.97	204.58	224.45	228.48
预付账款	28.85	28.52	32.45	32.49
存货	970.65	1044.34	1132.93	1137.94
其他	422.77	255.62	270.91	316.44
非流动资产	5280.14	5302.93	5268.05	5251.66
金额资产类	247.84	287.60	272.77	269.40
长期投资	9.70	9.65	9.72	9.69
固定资产	3430.99	3694.80	3796.57	3806.98
无形资产	406.79	415.24	409.52	400.53
在建工程	959.88	759.85	625.80	592.10
其他	224.93	135.78	153.67	172.95
资产总计	9793.41	10409.01	11168.99	12075.43
流动负债	1817.12	1791.32	1932.47	2012.10
短期借款	275.00	309.55	296.07	293.54
应付款项	921.03	1067.27	1091.61	1113.15
预收账款	45.52	32.91	40.62	47.84
其他	575.57	381.59	504.17	557.57
非流动负债	197.12	213.73	208.83	206.56
长期借款	120.00	120.00	120.00	120.00
其他	77.11	93.73	88.83	86.56
负债合计	2014.24	2005.05	2141.30	2218.66
少数股东权益	489.94	471.89	447.58	410.54
归属母公司股东权益	7289.23	7932.07	8580.11	9446.24
负债和股东权益	9793.41	10409.01	11168.99	12075.43
现金流量表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	503.47	828.65	898.35	1087.56
净利润	239.54	587.82	725.65	918.32
折旧摊销	376.49	241.18	266.38	285.28
财务费用	25.75	-24.56	-27.22	-29.81
投资损失	-55.83	-97.85	-51.99	-68.56
营运资金变动	-393.34	23.49	-68.78	-140.49
其它	310.85	98.56	54.30	122.83
投资活动现金流	-831.53	-181.42	-176.80	-197.04
资本支出	-235.09	-294.48	-223.36	-251.23
长期投资	-70.18	30.42	3.11	-12.22
其他	-526.25	82.64	43.45	66.41
筹资活动现金流	441.35	87.12	-86.85	-59.86
短期借款	-28.65	34.55	-13.48	-2.53
长期借款	-15.06	0.00	0.00	0.00
其他	485.07	52.57	-73.37	-57.33
现金净增加额	113.29	734.35	634.70	830.67

利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5692.58	6636.89	7274.04	7740.57
营业成本	4004.14	4212.28	4459.89	4586.19
营业税金及附加	55.95	46.26	57.72	63.82
营业费用	654.88	929.16	1018.37	1083.68
管理费用	364.60	407.14	448.82	484.34
研发费用	270.11	294.83	325.00	350.73
财务费用	25.75	-24.56	-27.22	-29.81
资产减值损失	70.22	157.32	161.55	150.29
其他经营收益	30.29	10.10	13.09	17.83
投资净收益	55.83	97.85	51.99	68.56
营业利润	333.05	722.40	894.99	1137.72
营业外收支	-32.48	0	0	0
利润总额	300.57	722.40	894.99	1137.72
所得税	61.03	134.58	169.34	219.40
净利润	239.54	587.82	725.65	918.32
少数股东损益	-13.60	-18.05	-24.32	-37.04
归属母公司净利润	253.15	605.87	749.97	955.36
EBITDA	678.18	960.93	1149.08	1399.23
EPS (最新摊薄)	0.26	0.63	0.78	0.99
主要财务比率				
	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	7.83%	16.59%	9.60%	6.41%
营业利润	-39.47%	116.90%	23.89%	27.12%
归属母公司净利润	-43.48%	139.34%	23.78%	27.39%
获利能力				
毛利率	29.66%	36.53%	38.69%	40.75%
净利率	4.21%	8.86%	9.98%	11.86%
ROE	3.43%	7.49%	8.60%	10.12%
ROIC	3.12%	7.00%	7.95%	9.11%
偿债能力				
资产负债率	20.57%	19.26%	19.17%	18.37%
净负债比率	20.31%	21.66%	19.72%	19.02%
流动比率	2.48	2.85	3.05	3.39
速动比率	1.95	2.27	2.47	2.83
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.66	0.67	0.67
应收帐款周转率	4.92	4.95	5.01	4.85
应付帐款周转率	4.48	4.42	4.29	4.34
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.63	0.78	0.99
每股经营现金	0.52	0.86	0.93	1.13
每股净资产	7.55	8.21	8.89	9.78
估值比率				
P/E	47.87	20.00	16.16	12.68
P/B	1.66	1.53	1.41	1.28
EV/EBITDA	18.37	11.32	8.88	6.67

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>