

VE大幅提价，盈利预期提升

浙江医药 (600216)

评级: 买入 (首次)

股价: 24.34 元 目标价: 27.0 元

调研报告

2009 年 6 月 15 日 星期一

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波
021-50586660-8643
qy@longone.com.cn
医药行业/中药

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

重要数据

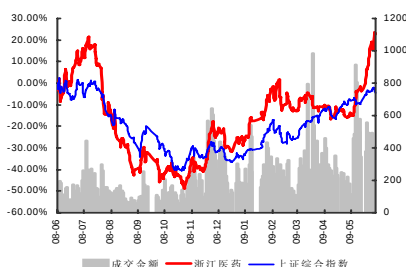
总股本(亿股)	4.50
流通股本(亿股)	4.50
总市值(亿元)	109.54
流通市值(亿元)	109.52

6 个月目标价位	27.0
升值潜力 (%)	10.9
目标价确定日期:	2009.6.14

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	45.14	40.35
3 个月	39.99	11.41
6 个月	64.24	23.84

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ VE 价格大幅反弹，产品销量逐渐恢复

08 年下半年 VE 价格自高位开始下滑，09 年 1 季度呈现加速下滑的态势，50 万 IU 饲料级 VE 粉价格最低跌至 110 元/千克（经销商报价，下同）。5 月下旬开始，VE 价格出现快速反弹，目前报价已升至 170 元/千克，反弹幅度达到 50%。

从销售数据看，国内 VE 厂商的销量近两月也开始逐渐恢复。浙江医药 4 月的 VE 销量恢复到 08 年正常水平的 60%，而 5 月则迅速恢复至 08 年平均水平 的 90%。

□ 去库存化推动 VE 价格反弹，实际需求能否回暖仍有待观察

本轮 VE 价格大幅反弹主要是产业链去库存化的结果。08 年下半年开始，由于前期行业景气时经销商已经大量囤货，又遇上全球经济危机的冲击，导致下游终端饲料企业的实际需求减少，两方面因素引致 VE 有价无市，经销商及终端饲料企业开始了去库存化的过程。

进入 09 年，VE 生产企业也开始了降价销售、消化库存的工作，VE 价格开始加速下滑。随着从下游终端到上游生产全部环节的库存逐渐消化，VE 生产企业的议价能力开始提升，经销商受 VE 涨价预期的影响也开始竞相采购，VE 生产寡头 BASF 借机带头提价，加之 DSM、新和成相继公告检修设备停产 VE，使得市场短期内供不应求的局面凸现，VE 价格大幅飙升。

值得注意的是，本轮 VE 价格上涨的主要动力是去库存化，而影响 VE 价格持续回暖的主要因素还是终端饲料企业的实际需求，目前终端客户的实际需求虽然有所反弹，但还没有大幅的回暖迹象，因此 VE 本轮价格继续上涨的高度预计有限，下半年的均衡价格还需要观察终端需求的变化情况。

由于 1 季度 VE 价格下滑的同时出口量也尚未恢复，因此在全年所占权重较小，我们预计 09 年 VE 均价能达到 140-150 元/kg。

VE 是公司利润的主要来源，08 年收入占比 51%，毛利占比 67%，VE 价格的上涨将对公司业绩提供强烈的支撑。

□ VA、VH 业绩下滑明显

VA 价格虽然受新和成停产及 VE 价格的带动反弹至 145 元/千克,但 VA 市场整体库存现象仍比较严重,且 VA 保质期较短,经销商囤货意愿不强,预计价格上涨空间有限。

VH 的市场容量虽不大,但产业集中度不高,厂商间价格战现象比较严重,影响了 VH 厂商的提价能力,目前未有价格反弹的迹象,09 年预计销售下滑将比较明显。

不过 VA、VH 不是公司主要的利润来源,08 年价格高位时利润贡献度也不到 10%,因此 09 年产品价格下滑对公司的业绩影响也不大。

□ 制剂业务快速增长

公司在原料药业务外最大的增长亮点就是制剂业务,目前公司的四个主要制剂产品左氧氟沙星(来立信)、盐酸万古霉素(来可信)、天然 VE 胶丸(来益)、和替考拉宁(加立信)增长情况都比较理想。以来可信为例,产品 1-4 月销售增长约 35%,毛利率达到 70%以上,全年销售量有望超过 9 吨。

目前制剂业务在公司所占的比重越来越大(08 年收入占比 21%),并且制剂业务的快速增长在未来也将有效地提升公司的盈利水平(08 年制剂工业业务整体毛利率约 70%),为公司提供高于原料药估值水平的估值基础。

□ 盈利预测与估值

我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 1.59 元和 1.76 元,我们给予公司 6 个月目标价为 27 元,对应公司 09-10 年每股收益的 PE 分别为 17 倍和 15 倍,给予公司“买入”评级。

表 1: 浙江医药盈利预测简表

主要财务指标					
	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	222,060	220,883	376,103	345,006	398,659
营业收入增长率(%)	17.8%	-0.5%	70.3%	-8.3%	15.6
营业利润(万元)	9,345	8,422	113,179	84,867	93,824
营业利润增长率(%)	-9.2%	-9.9%	1243.9%	-25.0%	10.6%
净利润(千元)	5850	5660	97263	71784	79360
净利润增长率(%)	-28.3%	-3.2%	1618.3%	-26.2%	10.6%
每股净资产(元)	1.79	1.93	4.00	5.11	6.35
每股收益(元)	0.13	0.13	2.16	1.59	1.76
市盈率(P/E)	33.8	154.2	6.5	15.3	13.8
市净率(P/B)	2.5	10.0	3.5	4.8	3.8
EV/EBITDA	10.4	34.0	4.9	12.4	10.9

资料来源：东海证券研究所，公司报告

□ 风险提示

原料药价格波动较大，公司业绩具有不确定性。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 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、*ST 中新、通策医疗等。

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 13 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、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

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 $\geq 20\%$
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、免责声明

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