

谨慎推荐

医药行业

调研简报

第一创业研究所

分析师：梁良 巨国贤

电话：0755-82485194

邮件：liangliang@fcsc.cn

浙江医药（600216）

——VE 价格坚挺，2010 年业绩有保障

事件：

近期我们拜访了浙江医药股份有限公司，就公司的经营情况与董秘俞祝军先生进行了交流，现总结如下：

1、VE 是公司主要利润来源，2010 年业绩有保障

目前的浙江医药仍是一家以维生素生产销售为主的原料药生产企业，维生素 E 贡献了绝大部分利润，在 VE 价格坚挺，需求稳定的情况下，公司充分享受着 VE 的高景气，鉴于 VE 寡头垄断的格局不会打破，公司到 2010 年的业绩也基本有了保障。

● VE 价格坚挺，需求稳定，2010 年的增长主要来自订单签订方式的改进

VE 价格在 2010 年将继续坚挺：VE 的价格由其竞争格局决定，目前帝斯曼拥有最大的 1.8 万吨产能，巴斯夫有 1.4 万吨产能，浙江医药有 1.2 万吨产能，新和成有 1.1 万吨产能，西南合成有 0.2 万吨产能。这五家公司是多年来惨烈竞争后的胜利者，前四家公司控制着 VE 的供应，是一个寡头垄断的格局，谁都不会轻易改变这个局面，毕竟将 VE 维持在 170 元/公斤的高位符合大家的利益。而下游的买家也已经认识到 VE 不可能再回到往日的低价，基本认同了目前的价位，因此，最少在 2010 年，VE 的价格将保持这样的高位。

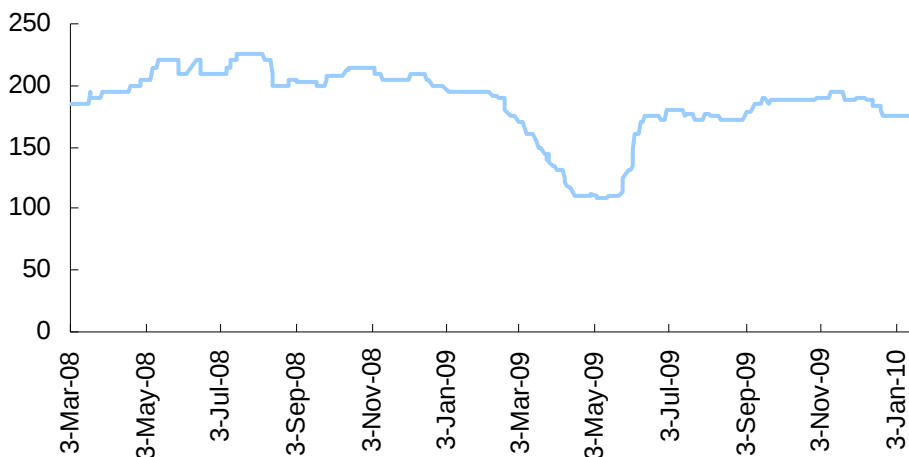
表 1、四家公司形成 VE 的寡头垄断格局，产能与需求基本平衡

公司	产能	销量（2008 年）
帝斯曼	18000	17000
巴斯夫	14000	12500
浙江医药	12000	8000
新和成	11000	9000
西南合成	2000	200
合计	57000	46700

数据来源：第一创业研究所



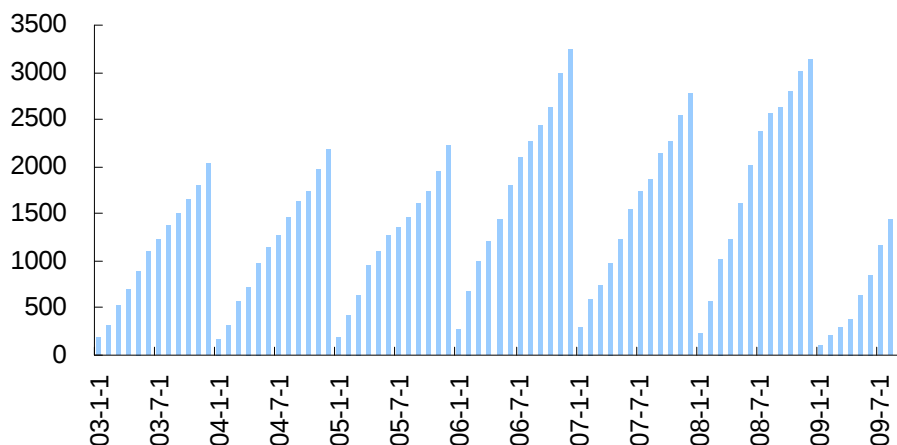
图 1、VE 近来的价格走势（元/公斤）



数据来源：博亚和讯、第一创证券研究所

VE 需求稳定：VE 的需求主要是禽类、猪的饲料，除了 2008 年末到 2009 年初因金融危机，经销商去库存导致 VE 需求减少，平时的需求一直比较稳定，全球的 VE 保持一个 3% 左右的自然增速。

图 2、VE 的出口量（吨）



据来源：海关总署、第一创证券研究所

在 VE 价保持坚挺，需求保持稳定的情况下，公司 2010 的增长主要来自订单签订方式的改进。2009 年初在 VE 价格很低的时候，公司与客户签订了长单，导致公司并未充分享受 VE 上涨带来的超额利润。进入 2010 年，公司与客户的订单不超过三个月，如果 VE 价格能保持在目前高位，这样的签单方式相当于将 VE 2010 的均价较 2009 年提高 10—20%。

● VH、VA 维持现状，上涨还需时日

VH、VA 在浙江医药的营收占比很少。目前 VH 处在一个产能远大求的局面，浙江医药、圣达、新和成、迪赛诺等合起来拥有超过 200 吨的产能，而全球需求只有 100 吨左右，厂家太多而无法形成统一的战线，浙江医药倾向于维持现在的价格以扩大市场份额。

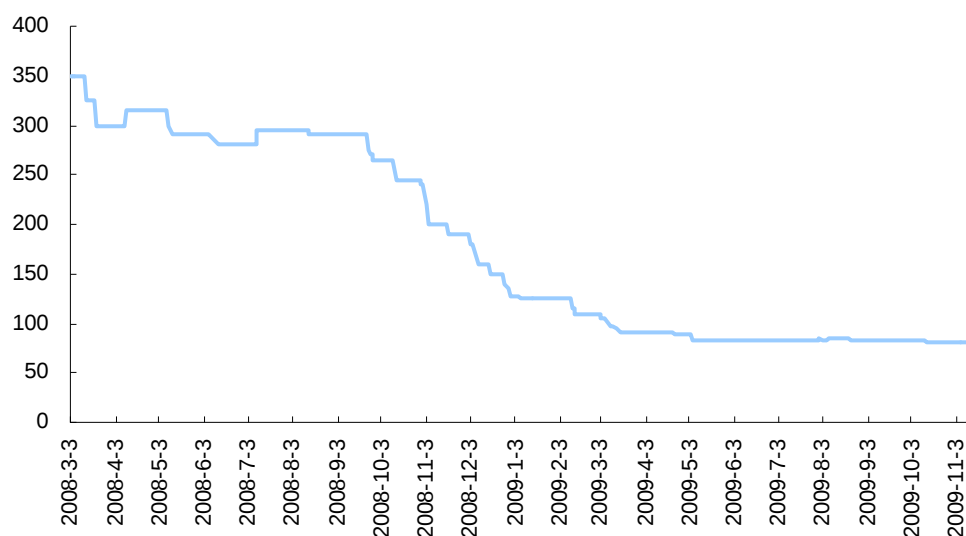


表 2、VH 生产厂家众多，供给远大于

公司	产能（吨）	销量（吨）
浙江医药	80	40
迪赛诺	50	20
新和成	40	17
浙江圣达	40	25
住友	20	0
合计	230	102

数据来源：第一创业证券研究所

图 3、VH 近期的价格走势（元/kg）



数据来源：博亚和讯、第一创证券研究所

VA 近期也不大可能大幅涨价，巴斯夫、帝斯曼、浙江医药、新和成、金达威、安迪苏六家公司拥有超过 1.4 万吨的产能，远高于 2009 年全球需求的 5000 吨，六家公司无法形成统一战线，加上欧盟出台法案限制 VA 的过度添加，VA 涨价的时刻远没到来。

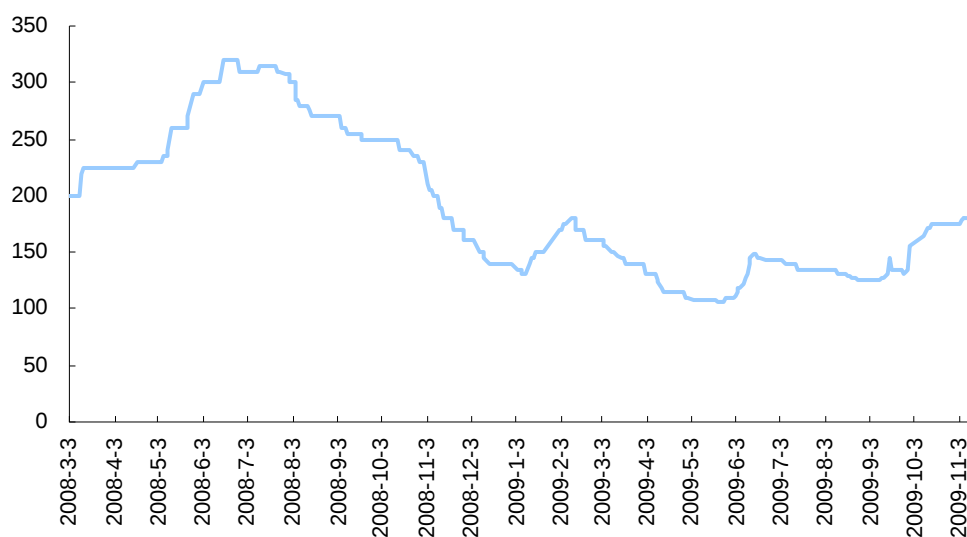
表 3、VA 生产厂家众多，供给远大于需求

公司	产能(吨)	2009 年全球总需求（吨）
帝斯曼	4000	5000
新和成	3500	
巴斯夫	3000	
安迪苏	2400	
金达威	700	
浙江医药	500	5000
合计	14100	

资料来源：第一创业证券研究所

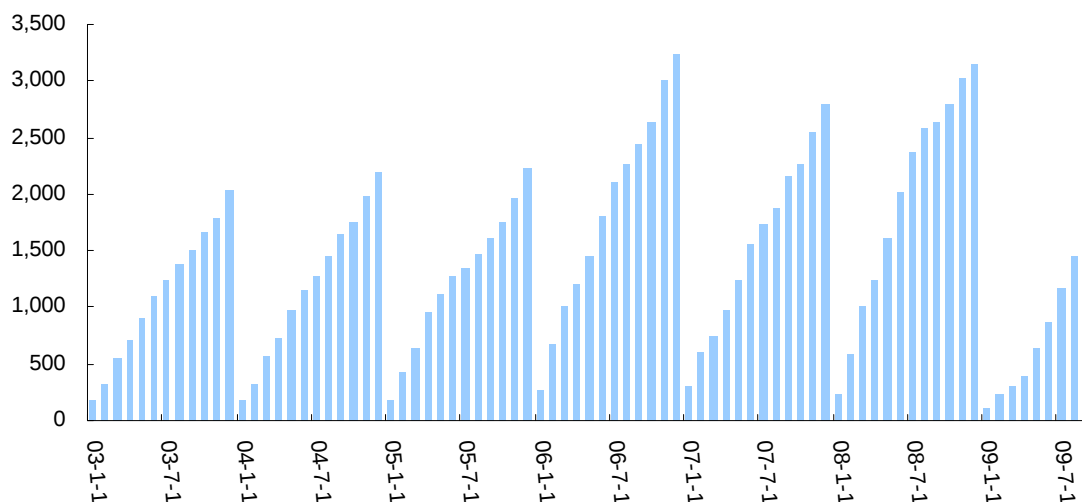


图 3、VA 近期的价格走势（元/千克）



数据来源：博亚和讯，第一创业证券研究所

图 5、VA 的出口量（吨），2009 年出口量显著低于以往正常年份



据来源：海关总署，第一创证券研究所

● 本苄醇与青蒿素通过 FDA 论证是为了配合诺华在南美的推广

新昌制药厂生产的本苄醇及蒿甲醚原料药通过 FDA 认证。公司此前生产本苄醇供应诺华用于生产抗疟疾药物复方蒿甲醚，此次本苄醇及蒿甲醚原料药通过 FDA 认证主要是为了配合诺华在南美地区推广复方蒿甲醚，不会对公司的业绩产生很大的影响。预计 2009 年这一块的收入为 1.5 亿元。

2、制剂业务是公司未来的发展方向，但五年内浙药仍是个原料药生产企业

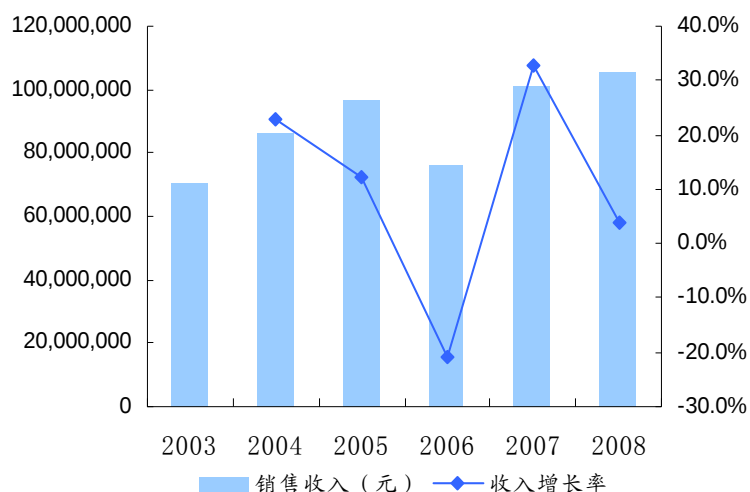
抗生素制剂业务现在是公司的一个重点，是公司的未来，但在五年内，浙江医药仍是一个原料药生产为主的



企业，公司在喹诺酮类抗生素上有很强的研发和生产能力，在降血糖药和抗肿瘤药上也有一定的储备：

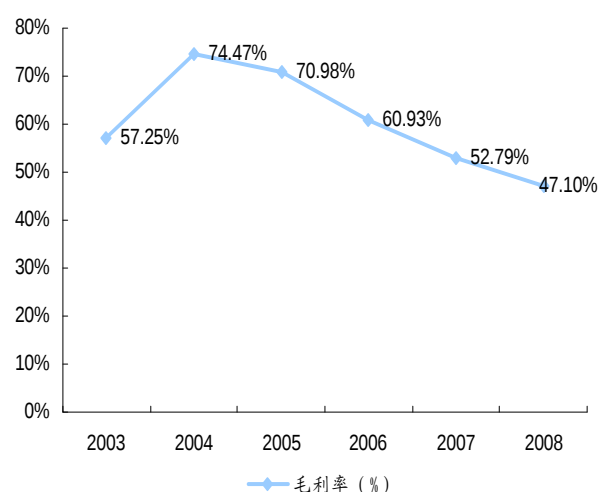
乳酸左氧氟沙星 即莱立信，这是公司最大的一个抗生素制剂品种，目前该产品已进入成熟期，未来基本会按 10% 左右的增速增长，但毛利率不断下降。2008 年该产品的销售收入为 1.05 亿元，预计 2009 年该产品的销售收入为 1.2 亿。

图 6、乳酸左氧氟沙星的销售收入和增速



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

图 7、乳酸左氧氟沙星的毛利率变化



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

盐酸昌欣沙星 公司于 2009 年 12 月 18 日收到国家药品监督管理局关于化学药品第 1.1 类新药盐酸昌欣沙星的临床试验批件，但该药的上市仍需时间，预计最快也要到 2013 年才能产生销售收入。

降血糖药和抗肿瘤药 降血糖新药主要有米格列醇和伏格列波糖等。抗肿瘤药这有小分子靶向药物甲磺酸普奎替尼，这些药物都有很好的市场前景，但是要形成销售收入，最快也得到 2012 年。

3、盈利预测与投资建议：预测公司 2009、2010 年每股收益为 2.62 元、3.2 元，对应市盈率为 14、11 倍。在 VE 竞争格局稳定的情况下，我们认为至少到 2010 年 VE 的价格能保持在高位，公司的到 2010 年的业绩有保障，目前的估值存在低估，给予浙江医药“审慎推荐”的评级。

4、风险提示：公司业绩最大的风险来自 VE 价格的下跌，VE 价格下跌的最大可能诱因是有新厂家进入或现有厂家打破目前的竞争格局，到目前为止，并未出现新进入的厂家，但是我们提醒注意“西南合成”，该公司也是 VE 的老牌生产厂家，在 VE 的生产工艺上并不存在障碍，在 VE 高利润的诱惑下，不排除西南合成会扩大生产的可能，打破现有的格局。



盈利预测表（百万元）

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	3,761.0	3,978.1	4,368.8	4,412.4
减：营业成本	2,084.8	2,203.5	2,227.8	2,249.1
营业税金及附加	24.8	23.9	36.2	36.6
销售费用	160.8	163.7	218.4	220.6
管理费用	180.4	154.8	170.3	187.3
财务费用	144.6	21.4	2.0	-1.0
资产减值损失	47.2	10.5	3.6	2.3
加：公允价值变动收益	-3.6	3.6	0.0	0.0
投资收益	16.9	4.4	0.0	0.0
其中：联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
二、营业利润	1,131.8	1,408.3	1,710.4	1,717.5
加：营业外收入	7.7	10.6	11.2	11.7
减：营业外支出	18.3	26.5	27.9	29.2
三、利润总额	1,121.2	1,392.4	1,693.7	1,700.0
减：所得税费用	143.9	213.0	254.1	255.0
四、净利润	977.3	1,179.4	1,439.7	1,445.0
归属母公司净利润	972.6	1,181.1	1,439.7	1,445.0
少数股东损益与调整	4.7	-1.8	0.0	0.0
五、总股本(万股)	450.1	450.1	450.1	450.1
EPS（元）	2.16	2.62	3.20	3.21

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120