

2010 年 04 月 08 日

化学制药行业研究简报

市场数据

行业优化平均市盈率	64.09
市场优化平均市盈率	29.70
国金化学制药指数	6855.04
沪深 300 指数	3346.74
上证指数	3118.71
深证成指	12427.00
中小板指数	6379.41



相关报告

- 1 《VE 涨价或将提前,基本
面支撑+事件刺激》,
2010.3.2
- 2 《VE一季度行情明确,较高
增长较低估值》,
2009.12.15

分析师:黄挺

(8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人:李敬雷

(8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

李龙俊

(8621)61038315
 lilj@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

——VE 一季度业绩综述, 低谷期已过

减持

持有

增持

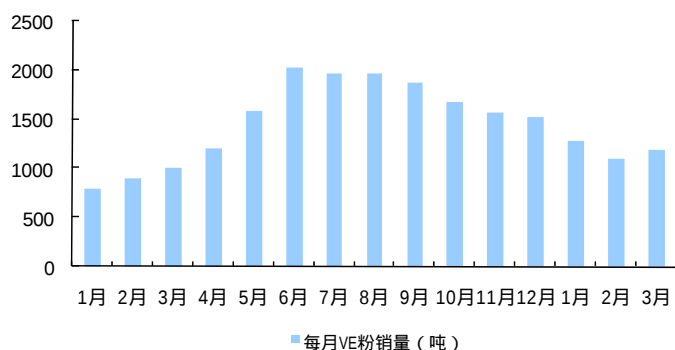
投资要点

- 一季度已经结束, 我们根据跟踪的 1-3 月行业基本面情况、结合相关公司公告, 对两家 VE 生产企业浙江医药和新和成一季度经营情况总结预测如下:
- 一季度是需求淡季, VE 经历了环比价格调整、销量萎缩的局面。预计相关公司业绩环比去年四季度下降, 但与去年一季度金融危机的情况相比, 同比仍有大幅提升。我们预计浙江医药实现每股收益 0.600 元, 同比增长 167%; 新和成实现每股收益 0.640 元 (增发摊薄后), 同比增长 87%。
 - ◆ VE 销量环比减少, 原因有: (1) 去年四季度销量旺盛, 一季度终端库存充裕; (2) 国内春节因素及需求淡季, 国内需求环比大幅减少。
 - ◆ VE 价格在需求不旺的背景下, 出现短暂的回调, 最低价格在春节前后下探到 155 元/kg。
 - ◆ 虽然一季度内销不畅, 但 VE 出口仍然保持较好的势头, 销量不但同比大幅增长, 甚至达到了去年四季度水平, 价格也维持的较好。
 - ◆ 成本上升及汇兑损失也可能影响了相关公司的业绩。
 - ◆ 综合以上因素, 预计相关公司一季度业绩同比提升、环比下降, 比我们先前预期的略低。
- 二季度开始是需求旺季, VE 价格在需求恢复刺激下, 有望继续盘升。我们预计相关公司的业绩从 5 月份开始将环比提升, 二季度好于一季度, 三季度将达到甚至超过去年同期水平, 四季度持平。
 - ◆ 今年行业的低谷期已经过去, 旺季即将到来。(1) 从需求看, 随着猪肉价格的回升, 养殖业补栏的进程, 饲料需求的旺季会逐步到来; (2) 从价格看, 生产商在 3 月份弱市中都有尝试涨价的行为, 随着二季度需求恢复, 涨价有较大的可能。(3) 从库存看, 我们判断终端库存在四月底将逐步消耗到需要补库的水平, 一季度内销不畅的局面也将改善。
 - ◆ 综合以上因素, 预计相关公司业绩有望逐季环比提升, 情况类似于 2009 年。预计两家公司全年的业绩将超过去年水平。
- 对于行业和公司的投资逻辑我们提示关注以下几个方面: (1) VE 大周期进入第三年, 价格波动轴心将进一步上移。2007、2008、2009 三年 VE 价格波动轴心分别为 50 元、100 元、150 元, 呈现明显上移趋势。这已经证明 VE 的涨价是一次明显的长周期, 目前还在涨价周期当中。(2) 两家公司有望第三年收获 10 亿净利润, 财富积累效用逐步显现。2008、2009 年两年浙江医药和新和成分别累计实现净利润 22 亿元、24 亿元, 预计今年将继续实现单年 10 亿元以上的净利润。未来两家公司的现金状况和资产状况, 将足以支持公司更大的战略目标。(3) 两家公司未来有截然不同、皆有前景的发展路径。浙江医药将立足于制剂研发和产业升级, 努力

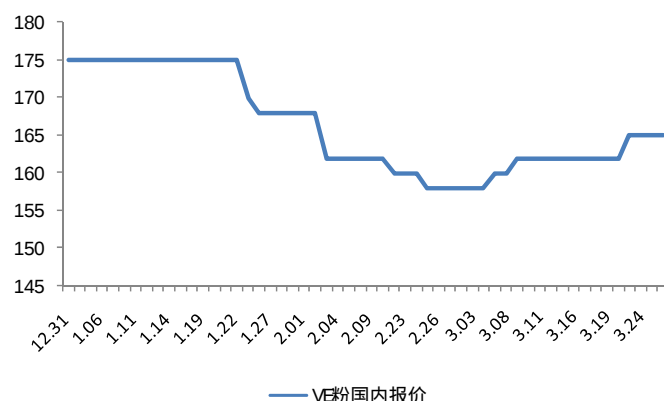
成为制药龙头企业；新和成将立足于合成技术和国际市场，努力成为精细化工龙头企业。

- 我们目前继续维持今年对浙江医药和新和成的“买入”评级，在不考虑价格大幅上涨的情况下，对两家公司 2010 年的 EPS 预计分别为 3.350 元和 3.600 元（增发摊薄后），同比增长为 25%和 30%，目前动态 PE 为 11 倍和 13 倍。

图表1：VE 一季度销量在淡季背景下环比下降

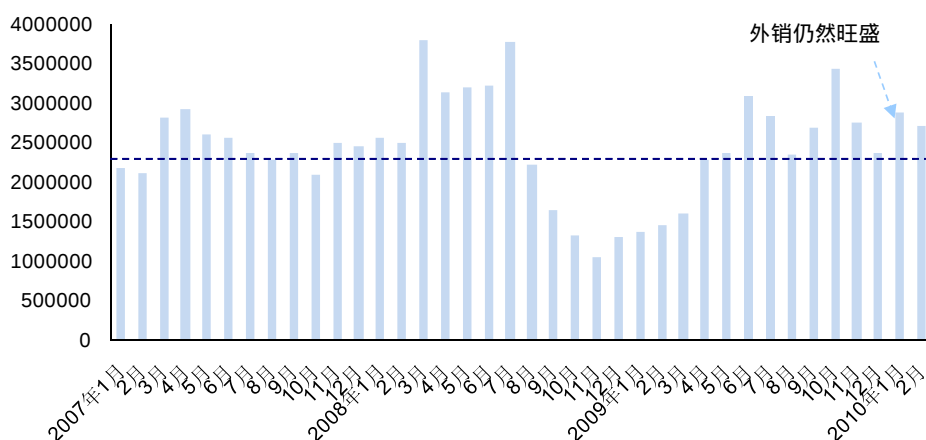


图表2：VE 一季度价格在淡季背景下出现小幅回调



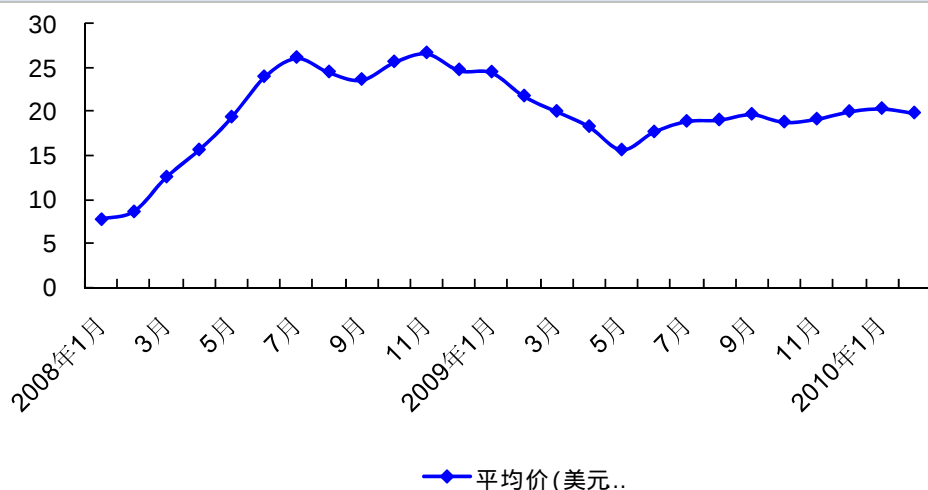
来源：国金证券研究所

图表3：一季度VE 外销情况仍然比较乐观



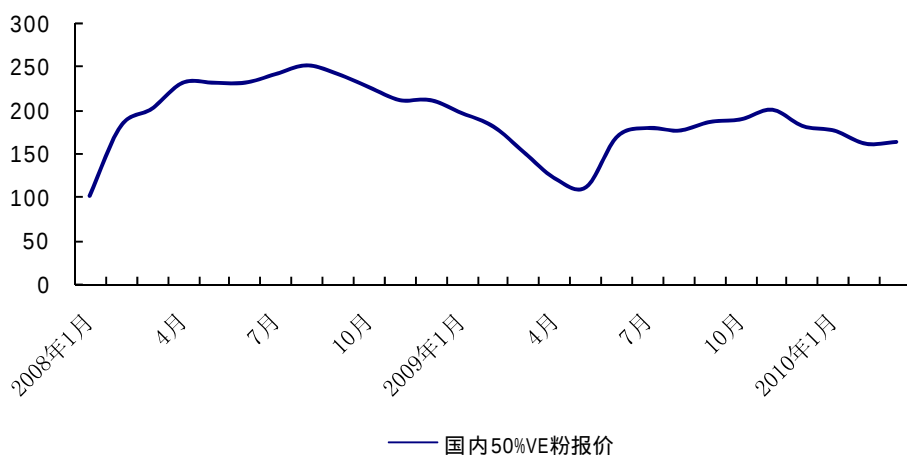
来源：国金证券研究所

图表4：一季度VE 外销价格也保持相对高位



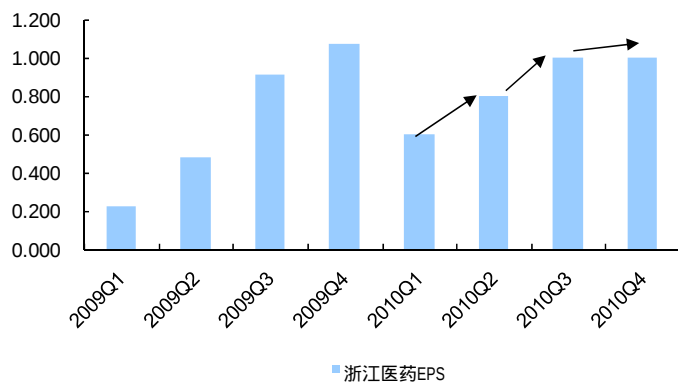
来源：国金证券研究所

图表5：目前国内VE 价格已经逐步企稳，后续有上涨趋势



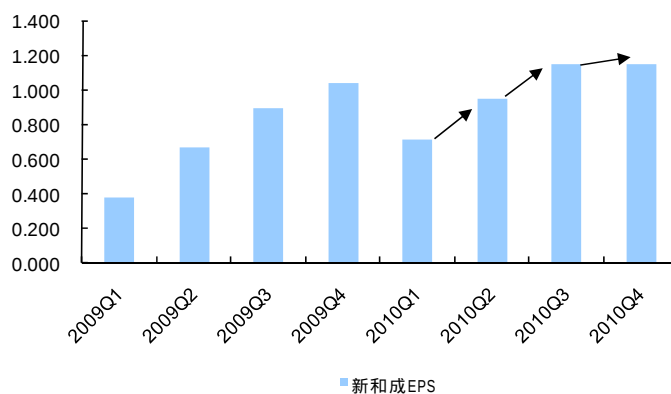
来源：国金证券研究所

图表6：预计今年浙江医药季度EPS 将逐步提升

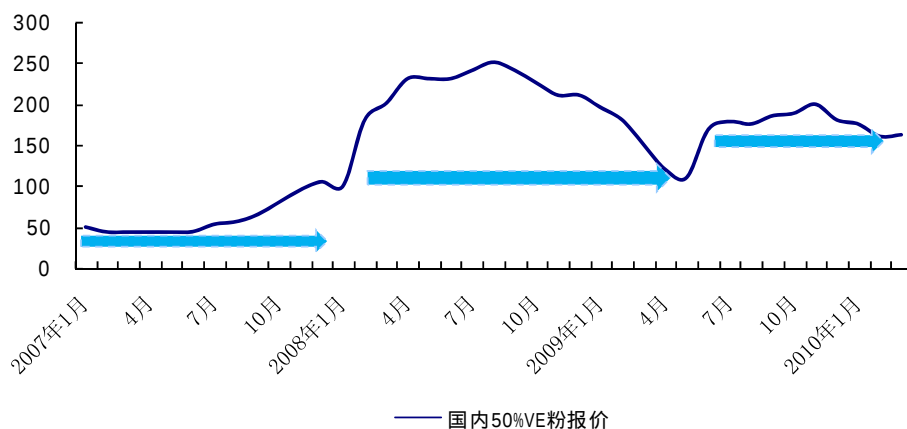


来源：国金证券研究所

图表7：预计今年新和成季度EPS 将逐步提升

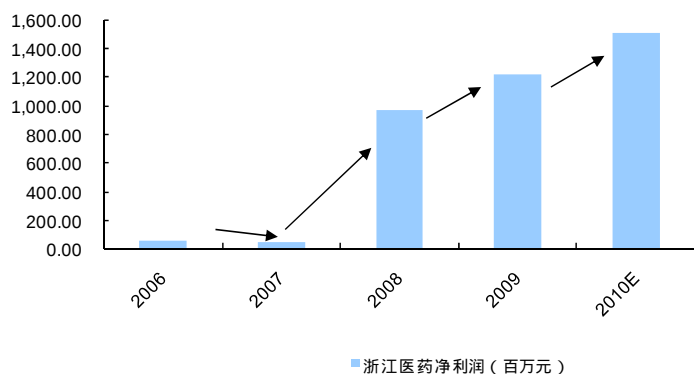


图表8：VE 价格波动轴心逐年上移，价格将梯形上行



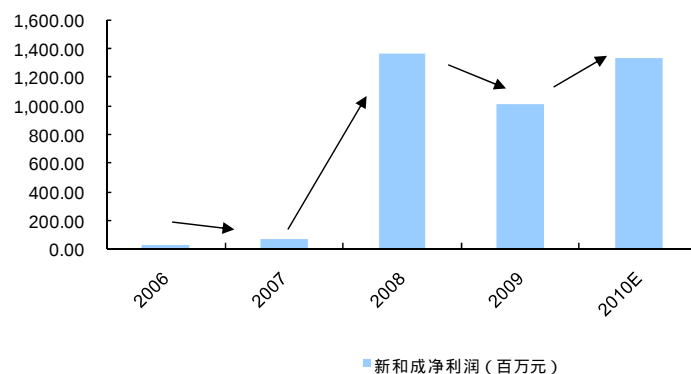
来源：国金证券研究所

图表9：浙江医药进入利润积累的第三年



来源：国金证券研究所

图表10：新和成进入利润积累的第三年



公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。