

浙江医药(600216)/化学制药 奈诺沙星注射液拟进入优先审评, 创新药进入收获期

评级: 买入(维持)

市场价格: 14.21

分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

电话:

Email: chics@r.qizq.com.cn

分析师: 江琦

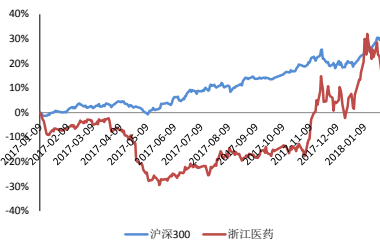
执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	966
流通股本(百万股)	947
市价(元)	14.21
市值(百万元)	13727
流通市值(百万元)	13457

股价与行业-市场走势对比

相关报告

浙江医药(600216.SH)-公司深度研究: 大拐点: 高端制剂出口、创新药进入收获期, 维生素板块弹性大-买入-(中泰证券_江琦_池陈森_祝嘉琦)_20180107

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4496.66	5279.20	5768.31	7327.97	7322.02
增长率 yoy%	-6.95%	17.40%	9.26%	27.04%	-0.08%
净利润	161.80	450.10	413.07	1183.65	909.05
增长率 yoy%	-4.68%	178.18%	-8.23%	186.55%	-23.20%
每股收益(元)	0.17	0.47	0.43	1.23	0.94
每股现金流量	0.11	0.35	0.74	1.17	1.29
净资产收益率	2.45%	6.45%	5.55%	13.93%	10.05%
P/E	84.56	30.40	33.12	11.56	15.05
PEG	-18.08	0.17	-4.03	0.06	-0.65
P/B	2.07	1.96	1.84	1.61	1.51

备注:

投资要点

- 事件: 2018年1月29日, CDE公示了第26批拟纳入优先审评程序的药品, 其中公司的重磅创新药苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液在列, 意味着如果审评顺利, 公司的奈诺沙星注射液有望年内上市。**
- 奈诺沙星是全球首个无氟喹诺酮药物, 抗菌谱广、比现有喹诺酮药物抗耐药菌效果更好。**奈诺沙星具有广谱的抗革兰阴性菌、革兰阳性菌和非典型病原菌的生物活性, 奈诺沙星不仅保留了传统喹诺酮的主要抗菌活性, 还加强了对耐药阳性菌的抗菌活性, 能有效对抗日益泛滥的多种超级细菌, 包括抗药性金黄色葡萄球菌(MRSA)、万古霉素耐药细菌、AB菌等。具有良好的药物安全性和极佳的组织穿透力, 口服与注射剂型兼具, 不易产生耐药性菌株, 可作为社区获得性肺炎一线用药, 并且具有其他适应症的延展性。
- 奈诺沙星是第五代无氟喹诺酮药物, 克服了目前应用广泛的第三、四代喹诺酮的缺点, 临床推广上有很强优势。**喹诺酮类药物是临床常用的广谱抗生素。传统含氟喹诺酮存在影响软骨发育的副作用, 因此在18岁以下青少年中禁用。而且含氟喹诺酮在2017年7月被CFDA加了黑框警告, 明确警告: 严重不良反应, 包括肌腱炎和肌腱断裂, 周围神经病变, 中枢神经系统的影响和重症肌无力加剧; 并在【不良反应】中增加“肌腱病和肌腱断裂”等10条内容。奈诺沙星作为新型无氟喹诺酮克服了这些缺点, 在临床上有很强的推广优势。
- 喹诺酮类药物受临床医生喜爱, 奈诺沙星胶囊加注射剂未来的市场空间超20亿元。**喹诺酮类药物在临床中以其抗菌谱广、半衰期长、疗效确切, 深受医生和患者的喜爱, 应用广泛。喹诺酮类药物米内网2016年公立医院终端销售额达66亿元, 实际国内市场预计近100亿元。其中以第三代的左氧氟沙星和第四代的莫西沙星为主。左氧氟沙星生产厂家众多, 价格便宜, 但是用量很大, 仍然占据60%左右的市场份额。莫西沙星近年增速很快, 价格相对较高, 约占34%的市场份额。奈诺沙星将主要在临床上对左氧氟沙星和莫西沙星进行替代。奈诺沙星定价高, 胶囊剂定价是左氧氟沙星的15-20倍, 是莫西沙星的2.5倍左右, 未来凭借临床优势若能替代一部分市场, 将有很可观的市场空间, 我们预计未来市场空间超20亿元。
- 公司抗生素制剂销售能力突出, 为奈诺沙星顺利推广提供保障。**公司现有制剂品种主要集中在抗生素领域, 重点品种左氧氟沙星、替考拉宁、万古霉素等市场占有率均位于市场第一或第二, 展现公司较强的销售能力。公司拥有自营销售队伍, 销售人员500多人, 下设30多个办事处, 根据产品的特点进行分线销售。奈诺沙星与公司现有重点品种形成较强协同, 公司能够充分利用现有终端资源, 在医院快速铺开新产品, 实现快速放量。考虑新药的特殊性, 公司已专门设立一支销售队伍, 针对奈诺沙星的终端开拓。
- 重申浙江医药推荐逻辑: 医药制造业务和维生素业务两个历史性大拐点!**稀缺的505(b)(2)高端制剂出口平台, 每年1-2个品种申报, 前期申报的万古霉素及达托霉素注射剂审评进展顺利, 分别有望于18年、19年上市。创新药经过多年投入进入产品获批、放量周期。VA、VE价格大涨, VA产能18年释放; 17年四季度经营已经出现显著好转, 18年一季度业绩有望继续大幅提升!
- 盈利预测与估值: 假设2017-2019年VE粉的平均成交价格分别为50元、70元、60元/千克(当前市场报价105元/千克)。假设公司VA粉2017-2019年VA粉的销量为2000吨、3000吨、4000吨, 平均成交价格为200元、300元、200元/千克(当前市场报价1425元/千克)。我们预计公司2017-2019年**

营业收入 57.68、73.28、73.22 亿元，同比增长 9.26、27.04%、-0.08%。归母净利润 4.13、11.84 和 9.09 亿元，同比增长-8.23%、186.55%、-23.20%。按照我们的中性预测，公司 2018 年维生素板块（扣除研发费用等）有望贡献 9 亿左右利润，参考新和成、金达威等企业估值，可以给予 2018 年 13 倍 PE，对应 117 亿市值。2018 年医药制造板块有望贡献约 3 亿左右利润，考虑公司未来有高端制剂出口和创新药等潜在爆发点，给予 2018 年 30 倍 PE，对应 90 亿市值。两个板块合计 207 亿市值。参考可比公司，我们给予公司 2018 年 17-19 倍 PE，对应股价 20.91-23.37 元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示：**维生素产品价格波动的风险、制剂出口产品获批不达预期的风险、新药研发失败的风险；创新药推广不达预期的风险

奈诺沙星是全球首个无氟喹诺酮产品，潜力市场空间超 20 亿

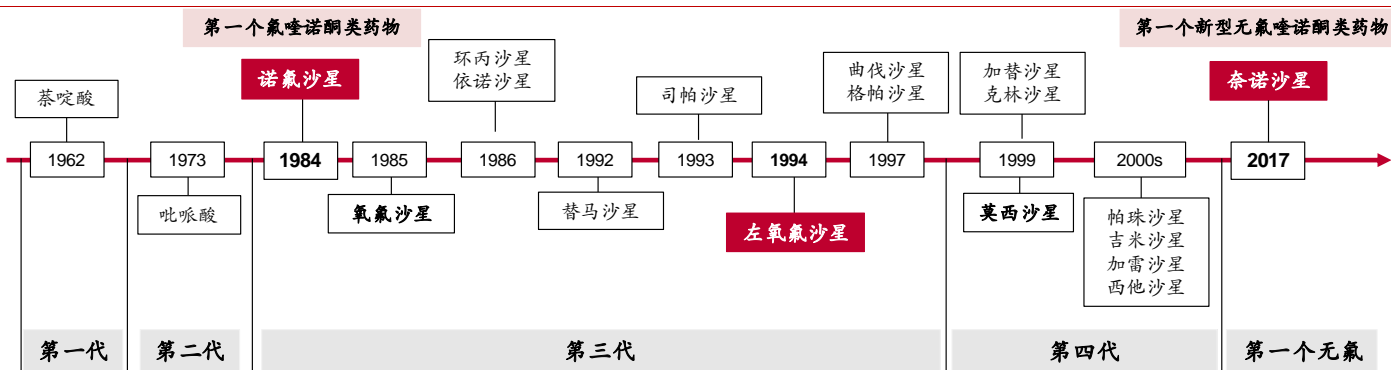
首个无氟喹诺酮新药获批上市，用药升级空间大

■ **首个无氟喹诺酮新药获批上市，相较现有产品具有明显优势。**

2016 年，公司首个 1.1 类创新药产品苹果酸奈诺沙星原料药及胶囊剂型（太捷信）获批上市。该产品是首个新型无氟喹诺酮类抗生素，新产品不仅保留了传统喹诺酮的主要抗菌活性，还加强了对耐药阳性菌的抗菌活性，具有良好的药物安全性和极佳的组织穿透力，不易产生耐药性菌株，可作为社区获得性肺炎一线用药，并且具有其他适应症的延展性，为临床增加新的治疗选择。

氟喹诺酮受“黑框警告”，无氟喹诺酮迎来机遇。2017 年 7 月 5 日，CFDA 发布《总局关于修订全身用氟喹诺酮类药品说明书的公告（2017 年第 79 号）》，对全身用氟喹诺酮类药物说明书增加黑框警告，明确警告：严重不良反应，包括肌腱炎和肌腱断裂，周围神经病变，中枢神经系统的影响和重症肌无力加剧。并在【不良反应】中增加“肌腱病和肌腱断裂”等 10 条内容。氟喹诺酮的临床不良反应，以及 CFDA 的黑框警告将对医生的临床用药带来直接影响，首款无氟喹诺酮将迎来机遇。

图表 1：喹诺酮类药物发展历程

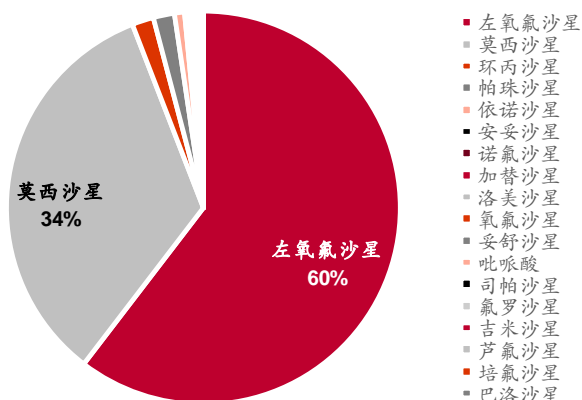


来源：公开资料，中泰证券研究所

■ **喹诺酮类抗生素市场空间可观。**喹诺酮类药物市场空间庞大，2016 年公立医院终端市场销售规模约 66 亿元（米内网），整体市场保持约 10% 的稳定增长。

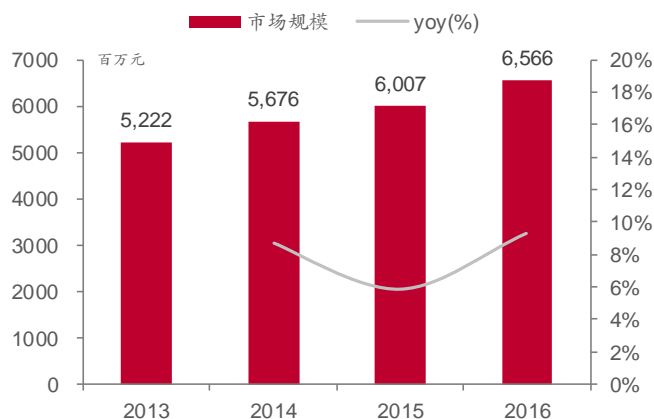
目前临床主要使用的药物为第三代左氧氟沙星和第四代莫西沙星。左氧氟沙星生产厂家众多，价格便宜，但是用量很大，仍然占据 60% 左右的市场份额。莫西沙星近年增速很快，价格相对较高，约占 34% 的市场份额。公司的奈诺沙星将主要在临床上对左氧氟沙星和莫西沙星进行替代。

图表 2: 喹诺酮类用药格局 (放大样本医院)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

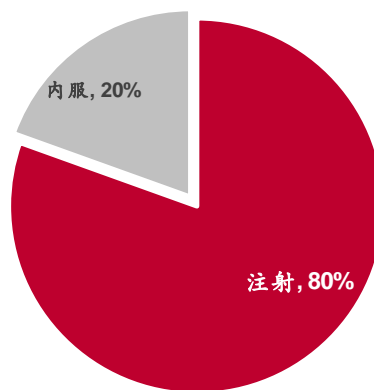
图表 3: 喹诺酮类市场规模及增速 (放大样本医院)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

- **奈诺沙星针剂拟进入优先审评, 有望 2018 年获批, 胶囊加针剂潜力市场空间超 20 亿元。**目前国内抗生素药物的临床使用多以注射剂为主。根据米内网数据, 终端医院喹诺酮类注射剂销售额占据整体市场约 80%。相较于口服制剂, 注射剂的市场空间更为广阔。公司奈诺沙星注射剂拟进入优先审评, 预计 2018 年有望获批。奈诺沙星定价较左氧氟沙星高很多, 奈诺沙星胶囊日服用金额 60 元, 左氧氟沙星胶囊日服用金额仅 2-3 元。只要能对左氧氟沙星和莫西沙星实现部分替代, 奈诺沙星未来的市场空间已经很大, 我们预计奈诺沙星(胶囊加针剂)的潜力市场空间超过 20 亿元。

图表 4: 喹诺酮类剂型格局 (放大版样本医院)



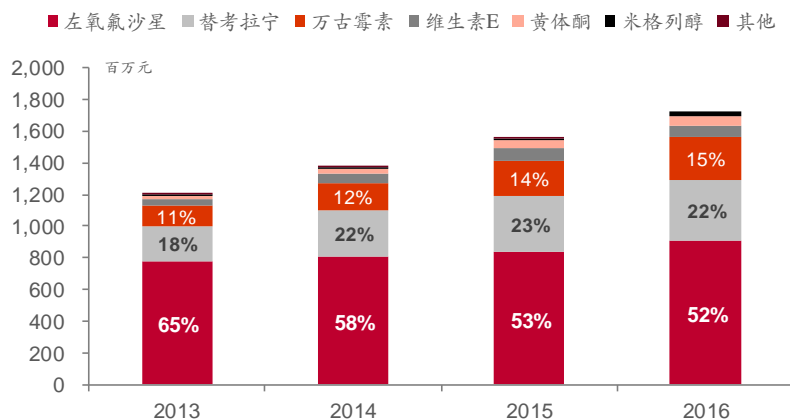
来源: 米内网, 中泰证券研究所

抗生素制剂销售能力突出, 助力创新药上市销售

- **现有制剂品种主要在抗生素领域, 重点品种市占率均位列市场前二, 销售能力可见一斑。**公司拥有自营销售队伍, 销售人员 500 多人, 下设 30 多个办事处, 根据产品的特点进行分线销售。考虑新药的特殊性, 公司专门设立一支销售队伍, 针对奈诺沙星的终端开拓。公司重点品种为左氧氟沙星、替考拉宁、万古霉素等产品, 现有重点品种市占率均位于市场前二, 展现公司较强的销售能力。奈诺沙星与公司现有重点品种形成

较强协同，公司能够充分利用现有终端资源，在医院快速铺开新产品，实现快速放量。

图表 5: 浙江医药主要制剂产品销售分析



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 6: 现有产品销售情况及市场占比

产品名称	2016年市场规模 (百万元)	浙江医药销售额 (百万元)	市场占比	生产厂家	市占率排名
左氧氟沙星	4473.35	905.91	20.25%	众多	2
替考拉宁	668.21	384.62	57.56%	5	1
万古霉素	1196.34	268.53	22.45%	6	2
米格列醇	73.67	21.31	28.93%	3	2

来源: 米内网, 中泰证券研究所

风险提示

- **VE、VA 价格波动的风险**
VE、VA 价格近期都出现大涨，考虑新产能开工以及复产，VE、VA 价格可能出现下跌的风险。
- **制剂出口产品获批不达预期的风险**
公司以 505(b)(2)方式在美国申报新药，考虑 505(b)(2)的技术难度以及审评的不确定性，制剂出口产品存在获批不达预期的风险。
- **新药研发失败的风险**
公司现有创新药管线丰富，由于创新药研发具有较高技术难度以及较低成功率，公司存在新药研发失败的风险。
- **创新药推广不达预期的风险**
公司的奈诺沙星和 505(b)(2)产品都属于创新药，存在市场推广不达预期的风险。

图表 7: 浙江医药财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3845	4487	5970	6887	营业收入	5279	5768	7328	7322
现金	1317	1909	2887	3708	营业成本	3782	4161	4500	4852
应收账款	1012	1112	1423	1415	营业税金及附加	37	63	81	81
其他应收款	184	195	249	248	营业费用	234	346	440	439
预付账款	30	30	32	35	管理费用	538	594	753	752
存货	1028	1033	1138	1235	财务费用	-22	-25	-44	-64
其他流动资产	273	209	241	246	资产减值损失	161	109	132	134
非流动资产	4970	4812	4590	4360	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	3526	3591	3491	3302	营业利润	553	521	1468	1131
无形资产	425	444	464	481	营业外收入	38	33	34	34
其他非流动资产	1009	777	635	578	营业外支出	51	45	42	44
资产总计	8814	9300	10560	11248	利润总额	540	510	1460	1121
流动负债	1592	1568	1729	1807	所得税	96	102	292	224
短期借款	304	251	302	285	净利润	444	408	1168	897
应付账款	917	1058	1142	1223	少数股东损益	-6	-5	-16	-12
其他流动负债	371	259	285	298	归属母公司净利润	450	413	1184	909
非流动负债	231	284	342	415	EBITDA	870	858	1818	1483
长期借款	135	180	240	313	EPS (元)	0.47	0.43	1.23	0.94
其他非流动负债	96	104	102	101					
负债合计	1822	1852	2071	2221	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	14	8	-7	-19	成长能力				
股本	963	963	963	963	营业收入	17.4%	9.3%	27.0%	-0.1%
资本公积	1090	1090	1090	1090	营业利润	208.5%	-5.6%	181.5%	-22.9%
留存收益	4889	5387	6444	6992	归属于母公司净利润	178.2%	-8.2%	186.6%	-23.2%
归属母公司股东权益	6978	7440	8497	9045	获利能力				
负债和股东权益	8814	9300	10560	11248	毛利率 (%)	28.4%	27.9%	38.6%	33.7%
					净利率 (%)	8.5%	7.2%	16.2%	12.4%
					ROE (%)	6.5%	5.6%	13.9%	10.0%
					ROIC (%)	7.6%	7.1%	19.7%	15.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	20.7%	19.9%	19.6%	19.8%
					净负债比率 (%)	24.07%	23.29%	26.16%	26.96%
					流动比率	2.42	2.86	3.45	3.81
					速动比率	1.71	2.14	2.73	3.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.64	0.74	0.67
					应收账款周转率	5	5	6	5
					应付账款周转率	3.89	4.21	4.09	4.10
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.43	1.23	0.94
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.35	0.74	1.17	1.29
					每股净资产 (最新摊薄)	7.25	7.73	8.82	9.39
					估值比率				
					P/E	30.40	33.12	11.56	15.05
					P/B	1.96	1.84	1.61	1.51
					EV/EBITDA	14	15	7	8

现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	336	710	1129	1243
净利润	444	408	1168	897
折旧摊销	339	361	393	416
财务费用	-22	-25	-44	-64
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-605	-29	-427	-8
其他经营现金流	182	-4	40	4
投资活动现金流	-399	-184	-178	-183
资本支出	382	155	155	155
长期投资	-0	0	-5	2
其他投资现金流	-17	-28	-29	-26
筹资活动现金流	191	66	27	-239
短期借款	-46	-52	50	-16
长期借款	115	45	60	73
普通股增加	27	0	0	0
资本公积增加	180	0	0	0
其他筹资现金流	-85	73	-83	-297
现金净增加额	163	592	978	821

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。