

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50588666-8045

## 向多元化医药企业转型的维生素龙头企业

### ——浙江医药(600216)公司深度分析

#### 证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

##### 市场数据(2018-03-29)

发布日期: 2018年03月30日

收盘价(元)	15.39
一年内最高/最低(元)	18.05/8.86
沪深300指数	3894.05
市净率(倍)	2.13
流通市值(亿元)	145.68

##### 基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	7.25
每股经营现金流(元)	0.29
毛利率(%)	24.69
净资产收益率-摊薄(%)	1.88
资产负债率(%)	19.86
总股本/流通股(万股)	96284.8/93610.37
B股/H股(万股)	0/0

##### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

##### 相关报告

##### 投资要点:

- VA 和 VE 2018 年前三季度价格有望维持高位, 公司将从中受益。2017 年 10 月, BASF 总部柠檬醛工厂发生火灾, 影响了 VA 和 VE 关键中间体柠檬醛的供应, 该供应量占到世界总供应量的 50% 以上, VA 和 VE 价格随之暴涨, 其中 VA 价格达到了近 10 年的高点, VE 价格达到了近 5 年的高点, 公司是国内少数几家能够实现原材料自主生产的维生素企业, 受此影响, 公司 2018 年一季度扣除非经常性损益后的净利润大幅预增 22 倍到 27 倍, 根据 BASF 最新公告, 预计柠檬醛工厂将于近期恢复生产, 但 BASF 会优先保证 VA 的生产供应, 考虑到从原料生产到终端价格的影响周期, 预计 2018 年前三季度, VA 和 VE 的价格仍将维持高位, 2018 年公司业绩大幅增长可期。
- 公司正处于从一家维生素企业向医药企业转型的关键期。2017 年, 降糖类药物米格列醇进入国家医保目录, 公司该产品有望放量。无氟类喹诺酮药物奈诺沙星对莫西沙星逐步替代, 未来有望成为一个 10 亿元以上的药物品种。盐酸万古霉素冻干粉制剂出口与华海药业合作, 以 505(b)(2) NDA 新药方式向 FDA 提出申请, 2018 年 6 月份有望获得批复, 如果批复通过, 公司该药物有望进入美国市场, 根据 IMS 数据显示, 2016 年盐酸万古霉素美国市场规模为 2.31 亿美元, 目前美国市场有 5 家竞争企业, 未来公司有望拿到 0.4 亿美元的市场份额。公司还在与美国公司合作布局抗乳腺癌靶向药物, 积极建设冻干剂药物生产平台, 都将为公司长期发展贡献业绩弹性。
- 预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.22 元, 1.36 元, 1.45 元, 对应动态 PE 分别为 69 倍, 11 倍, 以及 10 倍, 考虑到短期 VE 和 VA 的价格上涨弹性减弱, 给予公司“增持”评级。

**风险提示:** VA 和 VE 价格快速下滑, 海外制剂批复未通过, 新药推广力度不及预期, 奈诺沙星上市时间较短, 副作用有待观察。

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4496.7	5279.2	5543.2	6651.8	6784.8
增长比率	-6.9%	17.4%	5.0%	20.0%	2.0%
净利润(百万元)	161.8	450.1	210.9	1311.2	1395.8
增长比率	-4.7%	178.2%	-53.1%	521.6%	6.5%
每股收益(元)	0.17	0.47	0.22	1.36	1.45
市盈率(倍)	92.9	33.4	71.2	11.5	10.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 内容目录

1. 公司概况：国内 VA、VE 龙头企业	3
2. 公司投资亮点	5
3. 维生素 E 行业分析	6
3.1. 维生素 E 概述	6
3.2. VE 生产工艺概述	6
3.2.1. 主环三甲基氢醌的合成工艺概述	7
3.2.2. 侧链异植物醇的合成工艺概述	7
3.3. VE 油和 VE 粉的区别	8
3.4. VE 产品价格走势：2018 年维持坚挺	9
4. 维生素 A 行业分析	9
4.1. VA 概述	9
4.2. 维生素 A 生产工艺概述	10
4.3. 维生素 A 市场竞争格局	10
4.4. 维生素 A 价格走势：2018 年仍将维持坚挺	10
5. 中短期有望放量的品种：降糖药米格列醇	11
6. 中长期品种：无氟喹诺酮药物奈诺市场有望超过十亿	12
7. 盐酸万古霉素系列产品分析	14
8. 公司长期战略规划	14
9. 盈利预测及投资建议	15
10. 风险提示	15

## 图表目录

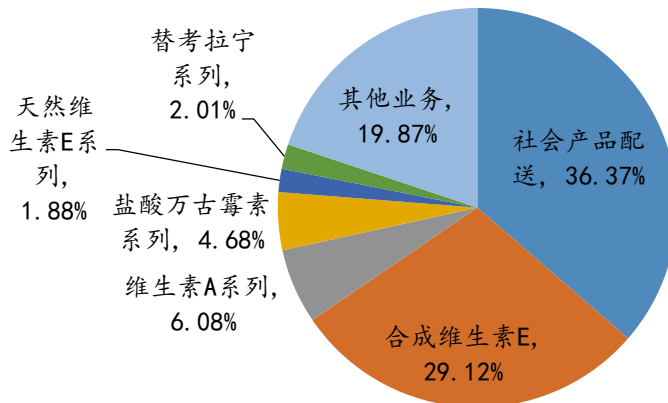
图 1: 2016 年浙江医药收入构成	3
图 2: 2016 年浙江医药毛利构成	3
图 3: 浙江医药主要产品系列（非全部产品）	4
图 4: 公司主要业务分布概览	5
图 5: VE 的化学结构	6
图 6: 主环三甲基氢醌的结构	7
图 7: 侧链异植物醇（C <sub>20</sub> H <sub>40</sub> O）的结构	7
图 8: 异丁烯氢甲酰化合成异戊醛的示意图	8
图 9: 2007 年至今维生素 E 粉市场价格走势	9
图 10: 维生素 A1 化学结构	10
图 11: 2007 年至今维生素 A（50 万 IU/g）价格走势	11
图 12: 近年来全国重点城市公立医院米格列醇销售额	12
图 13: 喹诺酮类药物发展史	13
图 14: 已上市和正处于研发阶段的无氟喹诺酮类药物	13
图 15: 德国拜耳公司莫西沙星年销售额	14

## 1. 公司概况：国内 VA、VE 龙头企业

浙江医药股份有限公司是由原浙江新昌制药股份有限公司，浙江仙居药业集团股份有限公司和浙江省医药有限公司等企业以新设合并的方式组建于 1997 年 5 月 16 日的大型股份制制药企业。1999 年 8 月经中国证监会核准，公司向社会公开发行了人民币普通股 A 股 5800 万股，同年 10 月公司股票在上海证券交易所挂牌上市，代码为：600216。

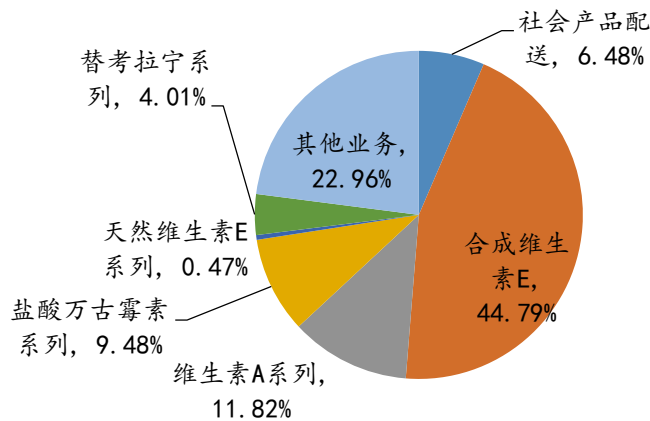
截止 2016 年末，公司注册资本 9.3 亿元，总资产 88 亿元。实现营业收入 52.79 亿元，净利润 4.44 亿元，每股收益 0.48 元。2018 年 3 月 13 日，公司发布 2018 年一季度业绩预增公告，该公告显示，预计 2018 年一季度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4.55 亿元-5.45 亿元，同比增加 2220.95%-2680.04%。公司一季度业绩大幅增长主要来源于 2017 年 10 月底，巴斯夫总部柠檬醛工厂火灾，影响了 VE 和 VA 重要中间体的供应，从而带来 VA 和 VE 供应紧张，价格较上年同期大幅上涨。

图 1：2016 年浙江医药收入构成



资料来源：Wind，中原证券

图 2：2016 年浙江医药毛利构成



资料来源：Wind，中原证券

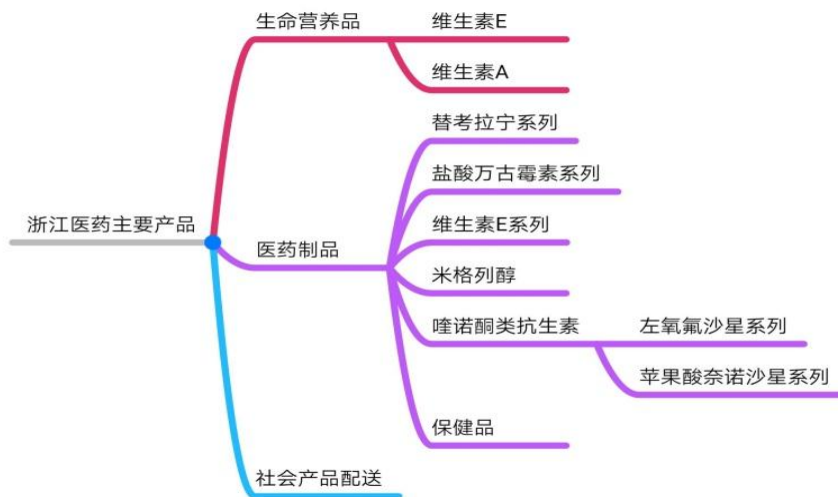
公司现有业务主要涉及三大板块，分别为生命营养品，医药制造以及社会产品配送。主要产品包括：高含量合成维生素 E、天然维生素 E、生物素、维生素 A 及其衍生物、维生素 D3、β-胡萝卜素等生命营养类产品；抗耐药抗生素、心血管类及抗病毒类包括自主研发或从国外引进的抗肿瘤、抗感染类创新药物等医药产品；保健食品软胶囊、口服固体制剂、大容量注射液（抗肿瘤药物制剂、头孢类抗生素制剂以及免疫抑制剂）等药物制剂产品。

其中维生素 E 和维生素 A 是目前公司主要的收入和利润来源，占比 5 成以上。目前公司拥有 VE 粉（50%）产能约为 4 万吨（折算后），已全部投入生产；VA 油（280 万 IU）1000 吨，折合 VA 粉（50 万 IU）产能 5000 吨，其中 1000 吨 VA 油均已全部投产，但 VA 粉目前还在新园区转移过程中，目前 VA 粉的生产能力为每月 300 吨左右，折合年产能 3300 吨左右。

从公司架构看，目前公司拥有新昌制药厂、维生素厂、昌海生物分公司、浙江来益生物技术有限公司、浙江来益医药有限公司、浙江创新生物有限公司、浙江昌海制药有限公司、上海维艾乐健康管理有限公司、浙江新码生物医药有限公司等九家主要分公司（子公司）和医药工业研究院、上海来益生物药物研究开发中心两家研发单位，现有员工 6000 余名，其中各类专业技术人员 2000 余名，占员工总数的 40% 以上。

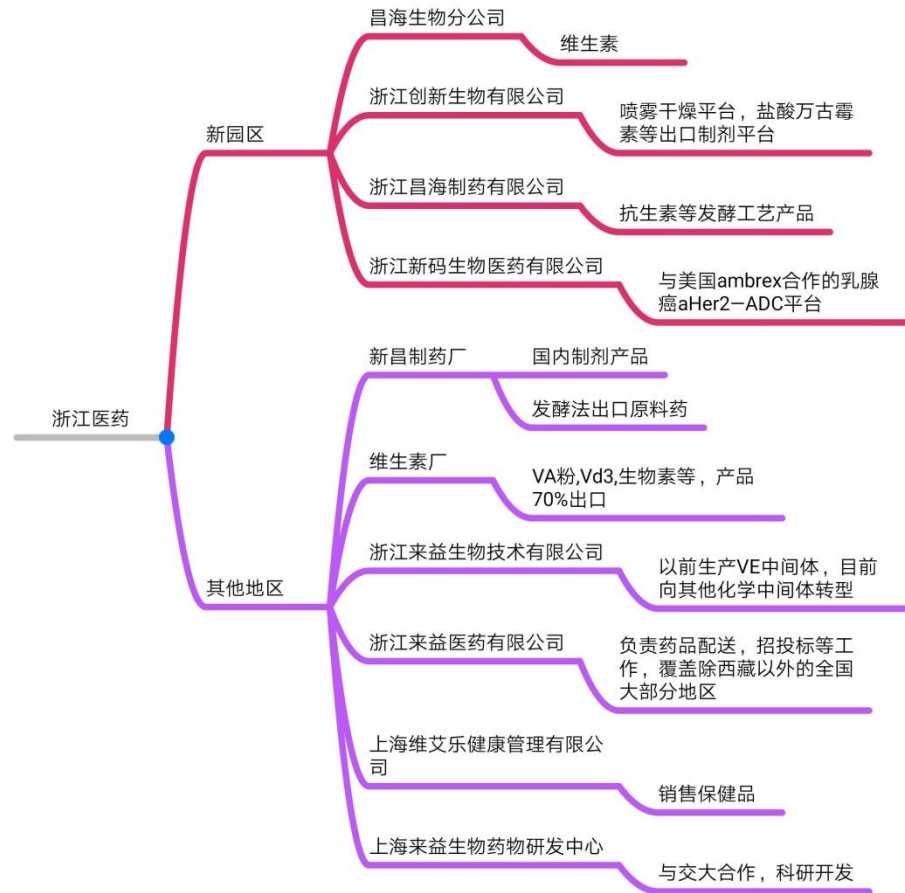
根据公司最新公布的股东情况看，第一大股东为新昌县昌欣投资发展有限公司，持股比例为 22.43%，第二大股东为国投高科技投资有限公司，持股比例为 15.65%。

图 3: 浙江医药主要产品系列（非全部产品）



资料来源：公司网站，中原证券

图 4：公司主要业务分布概览



资料来源：公司调研，中原证券

## 2. 公司投资亮点

- 1) 受益于 VA 和 VE 景气度高位，公司 2018 年前三季度营收和利润将同比大幅增长；另外公司的生产线也由前些年的间歇性生产转变为连续生产，这也带来了公司 VA 和 VE 产品毛利率的提升。
- 2) 近年来，公司自主创新能力迅速壮大，产品研发顺利地实现了从“创仿结合，以仿为主”到“创仿结合、以创为主”的历史跨越。目前公司正处于从一家原料药生产企业向创新药企业转型的关键时期，奈诺沙星，米格列醇，盐酸万古霉素冻干剂等药品未来几年将贡献公司业绩持续增长弹性；长期布局乳腺癌治疗药物 aher2-ADC 已经进入临床一期，也有望给公司带来长期业绩增长储备。
- 3) 公司大力推行清洁生产、循环经济，具备可持续发展动力。

下文我们将就公司近两年来几大主要产品及其所属行业进行分析。

### 3. 维生素 E 行业分析

#### 3.1. 维生素 E 概述

维生素 E (Vitamin E) 是一种脂溶性维生素，其水解产物为生育酚，是最主要的抗氧化剂之一，可以提高机体免疫能力、生育能力等，为一种常用药品兼营养保健品。目前维生素 E 已成为国际市场上用途最多、产销量极大的主要维生素品种，与维生素 C、维生素 A 一起被列为维生素系列三大支柱产品。

维生素 E 有天然维生素 E 和合成维生素 E 两种。其中，天然维生素 E 多用于药品和化妆品领域；合成维生素 E 多用于饲料领域。从产量看，合成维生素 E 占据了全球 80% 的市场份额。

VE 合成过程中技术难度大，反应步骤多，合成路线长，同时需要用到专用的生产设备，国内投资一条相对完整的年产 1 万吨 VE 油的生产线所需投资额约 5 亿-7 亿元。无论从技术、生产管理还是资金等方面都对新进入者带来了较高的壁垒，因此目前全球 VE 市场呈现寡头垄断格局，其中，荷兰帝斯曼的 VE 油产能约为 25000 吨、德国巴斯夫产能约为 20000 吨、浙江医药产能约为 20000 吨，新和成产能约为 15000 吨，这四家企业的产能合计占全球总产能的 90% 以上。帝斯曼 (DSM) 和巴斯夫 BASF 主要生产医药级高端产品，它们操控着全球维生素 E 市场话语权。

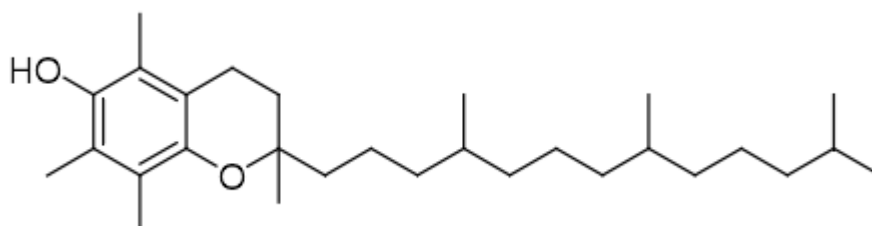
从我国 VE 的生产情况看，据国家食品药品监督管理局网站有关统计资料显示，截至 2018 年 3 月 19 日，全国共有维生素 E 原料药生产批准文号 7 个，主要生产企业有：浙江医药股份有限公司、陕西西岳制药有限公司、重庆西南合成制药有限公司、浙江新和成股份有限公司、无锡福祈制药有限公司。

据国家食品药品监督管理局网站公开的有关统计数据显示，截至 2018 年 3 月 19 日，全国有多家企业取得维生素 E 的 28 个 GMP 认证，其中获得 GMP 证书较多的企业主要有：浙江医药股份有限公司 (7 个)，浙江新和成股份 (4 个)、西南合成制药 (3 个)。

#### 3.2. VE 生产工艺概述

VE 的化学结构主要分为主环和侧链两个部分，其合成步骤也围绕主环 (三甲基氢醌) 和侧链 (异植物醇) 的合成展开。

图 5: VE 的化学结构



资料来源：互联网，中原证券

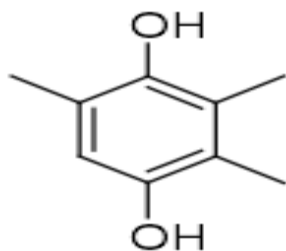
### 3.2.1. 主环三甲基氢醌的合成工艺概述

目前国内能够自主合成三甲基氢醌的企业以浙江医药股份有限公司新昌制药厂、浙江新和成股份有限公司为主，采用与国外相同的路线：以间甲酚下游三甲酚为原料，经氧化还原而得。由于受催化剂水平、高温反应体系设置的限制，目前我国除新和成外的大部分 VE 企业生产所需的间甲酚仍然在大量进口，主要来自美国、德国、日本等少数几家企业。

从合成工艺对比看，浙江医药间甲酚外购，合成路线较新和成长；新和成拥有两条打通的 VE 主环合成工艺，生产成本较低；冠幅旗下的能特公司近年来也开发出另一条工艺路线，即用价格便宜并来源充足的“对二甲苯”来代替间甲酚作为起始原料，但其生产的 2,3,6-三甲基苯酚的品质还有待进一步观察。

根据健康网近年来间甲酚和三甲酚的统计来看，进口价格在逐年下降。浙江医药的主环合成原料成本可控。

图 6: 主环三甲基氢醌的结构

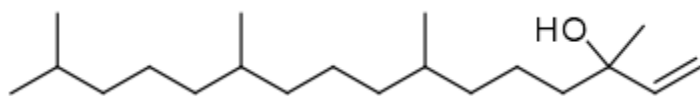


资料来源：互联网，中原证券

### 3.2.2. 侧链异植物醇的合成工艺概述

无论采用何种工艺路线，异植物醇的合成过程中均有一个共同的重要中间体，甲基庚烯酮。根据起始原料的不同，甲基庚烯酮的合成技术路线有以下几种方法：

图 7: 侧链异植物醇 (C<sub>20</sub>H<sub>40</sub>O) 的结构



资料来源：互联网，中原证券

#### 1) 罗氏法 (Roche 法)

该法以乙炔和丙酮为原料，经 10 余步反应合成异植物醇；首先由瑞士罗氏公司最先工业化，德国 BASF 公司对此工艺改进后进行生产。90 年代初，我国西南化工研究院也开发出这一合成路线。目前国内新和成、北大医药等使用该工艺；其中北大医药通过外购柠檬醛来生产。

## 2) 异丁烯法 (BASF 法)

德国 BASF 公司以甲醛、异丁烯和丙酮为起始原料，在高温高压条件下，一步生成甲基庚烯酮。

## 3) 异戊二烯法

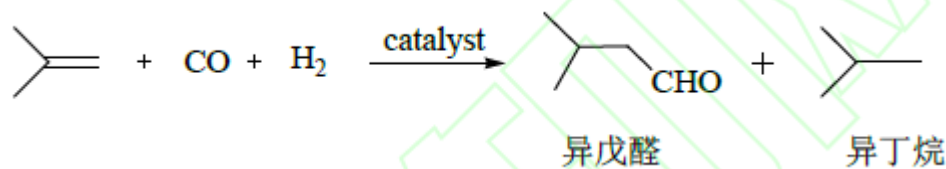
该方法由法国 Rhodia 公司首先提出，以异戊二烯为原料，与盐酸作用生成异戊烯氯，后者与丙酮反应生成甲基庚烯酮，整个反应过程在无水体系统中进行间歇反应，目前该法已经停止使用，后日本可乐丽公司对该工艺进行改进，采季铵盐为相转移催化剂，在氢氧化钠水溶液中进行连续反应。改法原料来源丰富，上海石化厂化工研究所与上海医药工业研究员在 1997 年已完成 1000 吨/年的技术软件包。

## 4) 异丁烯氢甲酰化法

目前浙江医药和新和成均采用来源广泛的石化下游产品异丁烯为原料，与氢气和一氧化碳反应制备异戊醛，再进一步反应生成异植物醇和芳樟醇。

其中，浙江医药在昌海生物的 VE 生产线，采用异戊醛为原料生产 VE 中间体芳樟醇和异植物醇。与新和成技术工艺相同，但原料氢气和一氧化碳的来源各不相同，其中浙江医药采用了甲醇裂解法，生产 CO 和氢气，产品纯度高，工艺成本高，新和成采用了水煤气法生产氢气和 CO，虽然成本较低，但纯度不够，还需进一步提纯，综合这些因素考虑，浙江医药的 VE 成本高于新和成公司，但产品纯度却更胜一筹。

图 8: 异丁烯氢甲酰化合生成异戊醛的示意图



资料来源：中国知网，中原证券

## 5) 法尼烯法

能特公司公告显示，传统工艺生产异植物醇是以 C5 为原料，通过三次大循环，每次接一个 C5，从而合成 C20 的异植物醇结构，而能特公司以法尼烯 (C15) 为原料，通过一次大循环连接上 C5，而得到异植物醇，其中法尼烯与美国 Amyris 公司签署的法尼烯产品在维生素 E 领域的独家使用权，即供应方承诺在全球范围内除能特公司外，不直接或间接销售给其他任何维生素 E 及维生素 E 中间体的生产企业，根据公司公告测算，生产维生素 E 的含税综合成本在 40 元/Kg 以下，平均生产成本低于其他维生素 E 厂家 30% 左右，以此推算其他维生素 E 生产厂家的 VE 含税成本在 57 元/kg 左右。

### 3.3. VE油和VE粉的区别

从 VE 的形态来讲，分为 VE 油和 VE 粉，其中 VE 油是原始状态，VE 粉是将 VE 利用包



埋技术，将其包埋在囊材中，其特点是产品受热温度低，成分不受损，不氧化，粒度均匀，疏松，水溶速度快。VE 粉的 VE 含量为 50%。而 VE 油的含量在 90%以上。浙江医药的产品对外销售以 VE 粉为主。

### 3.4. VE 产品价格走势：2018 年维持坚挺

2017 年 10 月 BASF 集团总部旗下化工厂发生火灾，柠檬醛生产线关停，使得 VA 和 VE 生产的重要中间体供应紧张，带来 VE 和 VA 价格的快速上涨。目前 BASF 尚未恢复生产，预计 VE 的价格在 2018 年前三季度都将保持坚挺，全年平均价格在 90 元/千克左右，基于之前能特公布的成本推算，公司的毛利率水平有望达到 37%左右。

图 9：2007 年至今维生素 E 粉市场价格走势

单位：元/千克



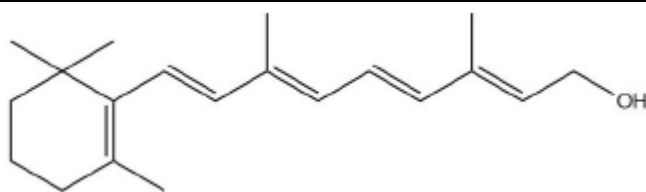
资料来源：Wind，中原证券

## 4. 维生素 A 行业分析

### 4.1. VA 概述

维生素 A (vitaminA) 是一种脂溶性维生素，又称视黄醇（其醛衍生物视黄醛）或抗干眼病因子，是构成视觉细胞中感受弱光的视紫红质的组成成分，其化学式为  $C_{20}H_{30}O$ 。其中维生素 A1 生物活性最好，多存在于哺乳动物及咸水鱼的肝脏中，维生素 A 具有维持正常视觉功能，维护上皮组织细胞的健康和促进免疫球蛋白的合成，维持骨骼正常生长发育，促进生长与生殖，抑制肿瘤生长，营养增补等作用。由于维生素 A 醋酸酯比维生素 A 醇稳定，市场上称为“维生素 A”的商品，实际是维生素 A 的醋酸酯。

图 10: 维生素 A1 化学结构



资料来源: 中国知网, 中原证券

## 4.2. 维生素 A 生产工艺概述

虽然维生素 A 可从动物组织中提取, 但资源分散, 步骤烦杂, 成本高。商品维生素 A 都是化学合成产品。世界上维生素 A 的工业合成, 主要有 Roche 和 BASF 两条合成工艺路线。

Roche 合成工艺的优点是技术较成熟, 收率稳定, 各反应中间体的立体构形比较清晰, 不必使用很特殊的原料。缺陷是使用的原辅材料高达 40 余种, 数量较大。该技术路线是世界上维生素 A 厂商采用的主要合成方法。

BASF 工艺路线是以  $\beta$ -紫罗兰酮为起始原料, 和乙炔进行格氏反应生成乙炔- $\beta$ -紫罗兰醇, 再经过 Witting 反应, 在醇钠催化下与 C5 醛缩合生成维生素 A 醋酸酯。该合成工艺明显的优点是反应步骤少, 工艺路线短, 收率高。但工艺中的乙炔化, 低温及无水等较高工艺技术要求仍不能避免,

核心技术难点是 Witting 反应。BASF 公司对该合成工艺进行了较长时间的改进研究, 成功的解决了氯苯、金属钠、三氯化磷在甲苯中的反应, 实现了高放热的 Witting 缩合瞬间完成。由于三苯磷价格较高, Witting 反应后, 副产的三苯氧磷通过与光气反应, 生成二氯三苯磷, 再与赤磷反应, 还原成三苯磷, 成功的回收套用。BASF 合成工艺主要的缺陷是需使用剧毒的光气, 对工艺和设备要求高, 较难实现。

## 4.3. 维生素 A 市场竞争格局

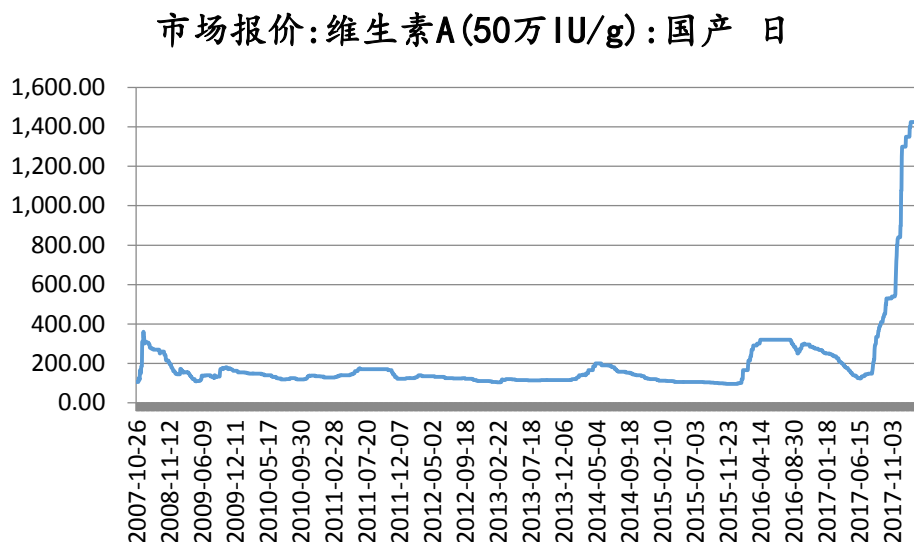
维生素 A 是资金和技术高度密集的产品, 在上世纪, 主要由国外的大型跨国公司所垄断, 并经历数次重组之后, 现在主要的生产厂商是荷兰的帝斯曼, 德国的巴斯夫和法国的安迪苏。3 家企业占了全球市场份额的 60%。我国维生素 A 的研究开发始于上世纪六十年代并实现工业生产, 受制于原料不足, VA 的产量不大。直到上世纪末, 我国维生素 A 合成技术和生产规模出现飞跃性的发展, 并成为世界上维生素 A 的主要生产国之一。

生产维生素 A 的关键性原材料柠檬醛(或者  $\beta$ -紫罗兰酮)的来源, 是限制企业维生素 A 产业发展和生产成本的关键因素之一。目前国内仅有新和成、浙江医药和厦门金达威能实现规模化生产, 这 3 家企业的维生素 A 产能合计约占全球市场份额的 40%。其中, 浙江医药的 VA 产能通过外购柠檬醛实现。

## 4.4. 维生素 A 价格走势: 2018 年仍将维持坚挺

从 VA 的价格走势看，在 2017 年下半年之前，走势均较为稳定，10 月份巴斯夫柠檬醛工厂着火后，价格快速攀升，最高价格超过 1400 元/千克。预计 2018 年 VA 的平均价格在 700 元/千克。

图 11: 2007 年至今维生素 A (50 万 IU/g) 价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

## 5. 中短期有望放量的品种: 降糖药米格列醇

米格列醇属于  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂, 由于酶抑制剂糖尿病用药主要通过减缓淀粉酶或糖苷酶的活性进而减缓葡萄糖的获取, 因此更适合以碳水化合物 (如: 大米等) 为主食的东亚人群, 是目前国内应用最广泛的一类口服降糖药物。 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂包括阿卡波糖、伏格列波糖和米格列醇,

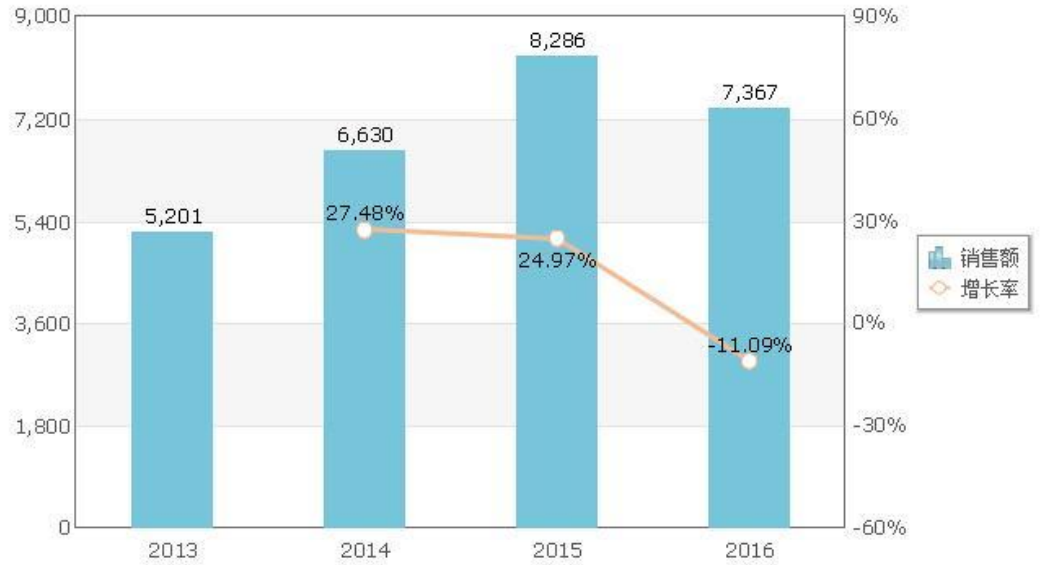
与其他酶抑制剂相比, 米格列醇无论是在疗效还是安全性方面, 都要优于以往的  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂。它除了降糖方面的良好效果, 还具有良好降低体重的作用。米格列醇吸收入血, 但不经过肝脏代谢, 也适用于肝功能异常的 2 型糖尿病患者。此外, 给药方式更加灵活, 可以增加患者的用药依从性。目前米格列醇已经成为治疗单纯饮食控制无效的 2 型糖尿病患者的一线药物, 有望逐步取代阿卡波糖的部分市场。根据 2016 年上半年数据预测, 全年样本医院阿卡波糖市场可达到 8 亿元, 2017 年, 国家已经将米格列醇列入医保目录, 预计未来米格列醇有望达到 4 亿元的市场。

目前我国共有三家企业生产销售米格列醇片, 分别为维奥制药、浙江医药股份有限公司新昌制药厂和山东新时代药业有限公司。2013 年至 2015 年, 维奥制药生产的米格列醇片销售额, 在我国米格列醇制剂市场的市场份额均在 50% 以上。

随着进入我国的医保目录, 米格列醇做为最新一代的  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂, 在我国糖尿病患者的治疗中会有广阔的应用前景。公司的米格列醇中期市场空间有望达到 1 亿元。公司的新型米格列醇崩解片正在申报过程中, 相比传统米格列醇片, 缓释效果好, 附加值更高, 根据南方医药经济研究所预计, 2021 年我国酶抑制剂类糖尿病口服化学药市场规模将大幅增长至约 192.76 亿元, 届时公司的该类药物空间也将大幅增长。

图 12: 近年来全国重点城市公立医院米格列醇销售额

单位: 万元



资料来源: 互联网, 中原证券

## 6. 中长期品种: 无氟喹诺酮药物奈诺市场有望超过十亿

喹诺酮类抗菌药 20 世纪 60 年代被发现, 目前已经发展了 4 代产品, 第一代代表药物: 萘啶酸, 第二代代表药物: 吡哌酸, 第三代代表药物: 诺氟沙星, 环丙沙星, 左氧氟沙星和洛美沙星, 第四代: 莫西沙星和加雷沙星。

喹诺酮类的市场较为庞大, 2015 年全球销售额达到 20.23 亿美元, 截至 2016 年末, 国内市场重要城市公立医院, 莫西沙星的销售额为 22 亿元。

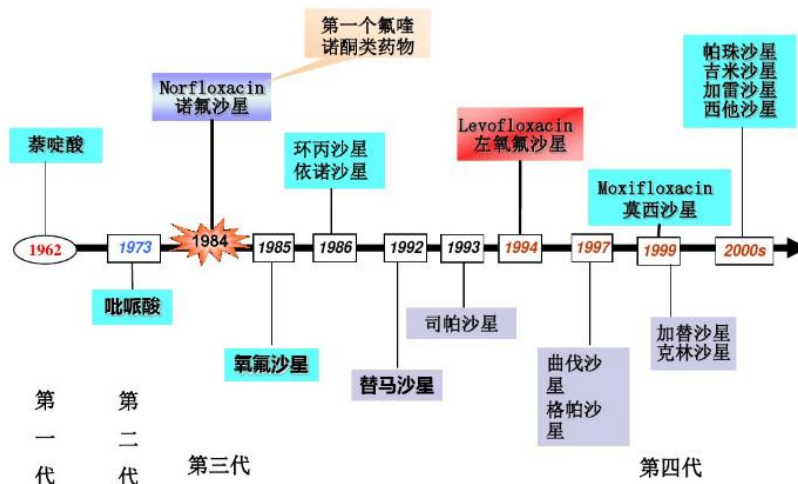
然而, 近年来莫西沙星等传统喹诺酮类的用药安全性受到很大的质疑, 研究发现, 含氟喹诺酮类药物可能引起肝脏毒性和光毒性等不良反应, 且在近年临床应用过程中, 氟喹诺酮抗菌耐药肺炎链球菌存在交叉耐药性, 2016 年 7 月, FDA 通报指出, FDA 同意静脉和口服应用的氟喹诺酮类药物说明书的修改, 认为这类药物的全身性应用与致残和永久性损害等严重不良反应相关。从德国拜耳公司莫西沙星的全 球销售额看, 该药物的全球销售也是逐年下降。发展新型喹诺酮结构 (第五代) 以克服氟喹诺酮类药物缺点为临床所急需。

目前全球已有 3 个无氟喹诺酮药物上市: 苹果酸奈诺沙星、加雷沙星及奥泽沙星。其中, 苹果酸奈诺沙星(nemonoxacin), 是美国宝洁公司发现的全球首个无氟喹诺酮类抗菌药, 后由浙江医药和台湾太景生物联合开发。2016 年 5 月中国食品药品监督管理局批准其上市用于敏感细菌引起的成人社区获得性肺炎。其具有与氟喹诺酮类似作用机制。临床前研究表明, 奈诺沙星显示出体外和体内对抗临床分离菌的广谱抗菌活性, 对革兰阳性菌、革兰阴性菌和非典型病原体, 包括耐药性病原体如耐青霉素和喹诺酮的肺炎链球菌, 以及耐甲氧西林和万古霉素的金黄色葡萄球菌具有强大的抗菌活性。此外, 奈诺沙星与其他氟喹诺酮类药物相比, 产生耐药

性病原体的可能性较低。临床研究未发生重度不良事件或者严重不良事件。

2017年3月27日,浙江医药新昌制药厂的苹果酸奈诺沙星原料药及胶囊剂经CFDA批准,成为了全国首个创新药 MAH(市场许可人制度)试点品种,这意味着公司该药物从研发到利润转化的周期缩短。根据国际数家大型药厂估计,奈诺沙星如只用于治疗社区性肺炎,预估其在国内市场的销售额可达到每年 10 亿人民币,如果日后在加上糖尿病足感染等其他适应症,销售额有望进一步提升。

图 13: 喹诺酮类药物发展史



资料来源: 互联网, 中原证券

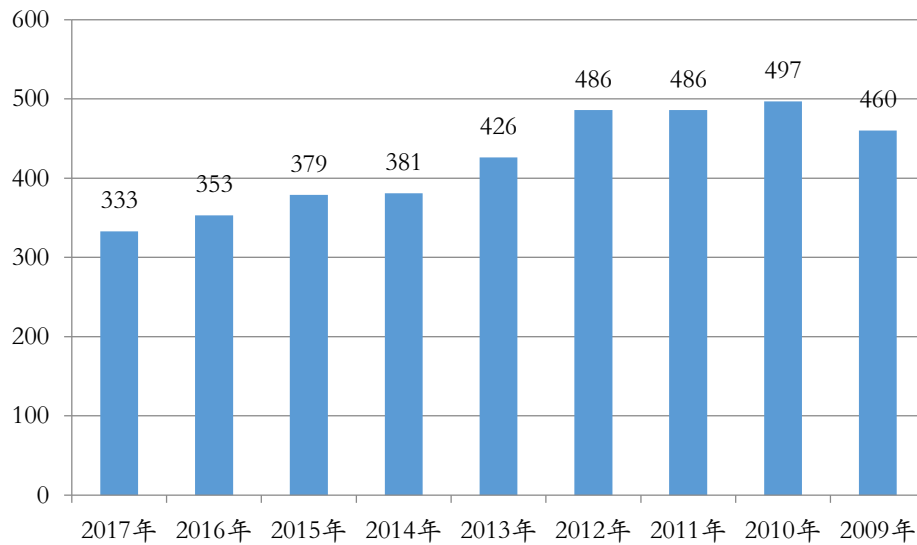
图 14: 已上市和正处于研发阶段的无氟喹诺酮类药物

序号	药物名称	化学结构	研发公司	作用机制	适应症	研发阶段
1	奈诺沙星 (nemonoxacin)		浙江医药 / 太景生物	拓扑异构酶 II 抑制剂	社区获得性肺炎, 泌尿生殖系统感染, 急性上颌窦感染, 皮肤及软组织感染	2016 年 5 月中国获批上市
2	加雷沙星 (garenoxacin)		日本 Toyama 与大正药业	拓扑异构酶 II 抑制剂	社区获得性肺炎, 泌尿生殖系统感染, 急性上颌窦感染, 皮肤及软组织感染	2007 年 8 月日本获批上市
3	奥泽沙星 (ozenoxacin)		日本 Maruho	拓扑异构酶 II 抑制剂	外用剂型, 由细菌感染引起的泌尿道、消化道以及呼吸道等系统性疾病	2015 年 9 月日本获批上市
4	DX619		日本第一制药	拓扑异构酶 II 抑制剂	-	停止
5	Voreloxin (vosaroxin)		Sunesis Pharmaceuticals	拓扑异构酶 II 抑制剂	1. 首次复发或难治性 AML; 2. 初治急性骨髓性白血病	1. 与阿糖胞苷联用已完成 III 期临床 (NCT01191801); 2. 正处于 II 期临床 (NCT02658487)。
6	CX-5461		Senhwa Biosciences	rRNA 合成抑制剂	肿瘤	I 期临床 (NCT02719977)
7	TA-270		-	5-脂氧酶抑制剂	过敏性鼻炎	-

资料来源: 中国知网, 中原证券

图 15: 德国拜耳公司莫西沙星年销售额

单位: 百万欧元



资料来源: 米内网, 中原证券

## 7. 盐酸万古霉素系列产品分析

盐酸万古霉素被誉为“抗生素的最后一道防线”，对溶血性链球菌、肺炎球菌及肠球菌等均属敏感，对耐药金葡萄菌尤为敏感。

2004年,浙江医药自主研发的万古霉素成功上市,为国际市场带来一场旋风。在浙江医药开发出来之前,万古霉素被外国公司垄断,生产标准是88%,浙江医药将标准提高到了95%。目前公司大规格盐酸万古霉素冻干剂正在与华海药业合作,通过505(b)(2)NDA新药方式向美国FDA申请认证,预计2018年6月会有批复,一旦批复通过,公司的大规格盐酸万古霉素冻干剂有望快速进入美国市场,这主要与美国医疗市场的用药习惯相关。一方面,他们在手术中偏好使用盐酸万古霉素作为预防用药,另一方面,在美国中央输液系统中,大规格药物更换周期长,更受医护人员青睐。根据IMS数据显示,2016年盐酸万古霉素美国市场规模为2.31亿美元,目前美国市场有5家竞争企业,未来公司有望拿到0.4亿美元的市场份额。

## 8. 公司长期战略规划

公司未来的战略方向为两个转移,一是从仿制药向创新药转移,二是制剂市场从国内向国际转移,产品开发方面秉承三个原则,高附加值,高市场占有率以及高技术含量,同时秉承低消耗和低污染的生产原则。

公司未来将依托盐酸万古霉素冻干剂平台开发出更多的冻干剂药物品种,将更多的制剂出口的国外市场,同时,目前公司与美国Ambrex公司合作布局的乳腺癌靶向药物a Her2-ADC,是用新一代AMBRX开发的定点ADC技术,将比传统的ADC进一步增加药物疗效。现在澳大利亚和新西兰的一期临床正在顺利进行中。这一药物如进展顺利,有望给公司带来长期业绩发展。

## 9. 盈利预测及投资建议

2018 年 VA 和 VE 景气度同比显著提升，公司有望从中受益，中期看公司盐酸万古霉素以及奈诺沙星的推广和销售情况，长期看公司其他创新药的布局，预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.22 元，1.36 元，1.45 元，对应动态 PE 分别为 69 倍，11 倍，以及 10 倍，考虑到短期 VE 和 VA 的价格弹性减弱，给予公司“增持”评级。

## 10. 风险提示

VA 和 VE 价格快速下滑，海外制剂批复未通过，新药推广力度不及预期，奈诺沙星上市时间较短等。

### 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4496.7</b>	<b>5279.2</b>	<b>5543.2</b>	<b>6651.8</b>	<b>6784.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	3,743.6	3,781.7	4,434.5	3,991.1	4,070.9	营业收入增长率	-6.9%	17.4%	5.0%	20.0%	2.0%
营业税费	18.3	37.0	30.4	36.7	40.7	营业利润增长率	-34.2%	208.5%	-54.9%	530.3%	6.7%
销售费用	217.8	233.9	277.2	399.1	339.2	净利润增长率	-4.7%	178.2%	-53.1%	521.6%	6.5%
管理费用	467.3	537.8	572.5	685.3	697.0	EBITDA增长率	-16.0%	92.5%	-34.6%	230.5%	5.2%
财务费用	-22.0	-21.8	-0.4	-11.4	-20.1	EBIT增长率	-42.2%	237.7%	-53.1%	526.6%	6.2%
资产减值损失	126.7	161.5	45.0	45.0	45.0	NOPLAT增长率	-41.9%	238.6%	-53.1%	526.6%	6.2%
加: 公允价值变动收益	-1.1	1.1	0.4	0.1	-0.2	投资资本增长率	13.0%	6.3%	-10.7%	14.8%	-23.4%
投资和汇兑收益	235.4	2.3	65.0	65.0	65.0	净资产增长率	0.8%	5.7%	2.4%	12.2%	11.8%
<b>营业利润</b>	<b>179.1</b>	<b>552.5</b>	<b>249.3</b>	<b>1,571.1</b>	<b>1,676.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	13.8	-12.2	5.0	-	-	毛利率	16.7%	28.4%	20.0%	40.0%	40.0%
<b>利润总额</b>	<b>192.9</b>	<b>540.3</b>	<b>254.3</b>	<b>1,571.1</b>	<b>1,676.8</b>	营业利润率	4.0%	10.5%	4.5%	23.6%	24.7%
减: 所得税	34.6	95.9	45.2	279.0	297.8	净利润率	3.6%	8.5%	3.8%	19.7%	20.6%
<b>净利润</b>	<b>161.8</b>	<b>450.1</b>	<b>210.9</b>	<b>1311.2</b>	<b>1395.8</b>	EBITDA/营业收入	10.0%	16.5%	10.3%	28.3%	29.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	3.5%	10.1%	4.5%	23.4%	24.4%
货币资金	1,163.5	1,317.4	1,567.5	1,727.9	4,052.1	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	226	227	219	166	146
应收帐款	1,054.0	1,196.5	1,171.6	1,711.7	1,198.9	<b>流动营业资本周转天数</b>	84	79	71	81	80
应收票据	90.6	139.0	102.5	181.3	112.1	流动资产周转天数	271	247	256	237	300
预付帐款	19.7	29.7	41.4	15.7	43.2	应收帐款周转天数	80	77	77	78	77
存货	859.6	1,027.6	978.2	881.5	1,041.8	存货周转天数	67	64	65	50	51
其他流动资产	209.8	134.3	185.2	176.4	165.3	总资产周转天数	645	582	572	483	524
可供出售金融资产	332.1	282.9	339.3	318.1	313.4	投资资本周转天数	408	380	353	298	276
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	9.5	9.8	9.8	9.8	9.8	ROE	2.5%	6.5%	3.0%	16.3%	15.5%
投资性房地产	6.4	6.2	6.2	6.2	6.2	ROA	1.9%	5.0%	2.4%	14.2%	12.9%
固定资产	3,134.1	3,526.4	3,218.4	2,910.5	2,602.5	ROIC	2.7%	8.1%	3.6%	25.0%	23.1%
在建工程	882.6	629.2	629.2	629.2	629.2	<b>费用率</b>					
无形资产	409.3	424.9	413.1	401.4	389.6	销售费用率	4.8%	4.4%	5.0%	6.0%	5.0%
其他非流动资产	77.7	90.4	127.2	102.3	106.6	管理费用率	10.4%	10.2%	10.3%	10.3%	10.3%
<b>资产总额</b>	<b>8,248.8</b>	<b>8,814.3</b>	<b>8,789.6</b>	<b>9,072.0</b>	<b>10,670.8</b>	财务费用率	-0.5%	-0.4%	0.0%	-0.2%	-0.3%
短期债务	350.0	303.7	-	-	-	三费/营业收入	14.7%	14.2%	15.3%	16.1%	15.0%
应付帐款	1,064.6	1,155.1	1,392.7	825.9	1,454.5	<b>偿债能力</b>					
应付票据	16.8	31.5	52.8	16.3	50.3	资产负债率	19.8%	20.7%	18.6%	11.5%	15.9%
其他流动负债	73.9	101.5	79.6	95.0	88.1	负债权益比	24.7%	26.1%	22.8%	13.0%	18.9%
长期借款	20.0	135.1	-	-	-	流动比率	2.26	2.42	2.65	5.01	4.15
其他非流动负债	108.4	95.6	106.6	103.6	102.0	速动比率	1.69	1.77	2.01	4.07	3.50
<b>负债总额</b>	<b>1,633.7</b>	<b>1,822.5</b>	<b>1,631.7</b>	<b>1,040.8</b>	<b>1,694.9</b>	利息保障倍数	-7.16	-24.39	-68.92	-136.36	-82.58
少数股东权益	19.8	13.6	11.8	-7.3	-24.1	<b>分红指标</b>					
股本	936.1	962.8	965.6	965.6	965.6	DPS(元)	0.05	0.14	0.07	0.41	0.44
留存收益	5,395.0	5,978.6	6,180.5	7,072.9	8,034.4	分红比率	28.9%	31.0%	31.0%	30.3%	30.8%
<b>股东权益</b>	<b>6,615.1</b>	<b>6,991.8</b>	<b>7,157.9</b>	<b>8,031.2</b>	<b>8,975.9</b>	股息收益率	0.3%	0.9%	0.4%	2.6%	2.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	158.2	444.3	210.9	1,311.2	1,395.8	EPS(元)	0.17	0.47	0.22	1.36	1.45
加: 折旧和摊销	294.5	338.8	319.7	319.7	319.7	BVPS(元)	6.83	7.23	7.40	8.32	9.32
资产减值准备	126.7	161.5	-	-	-	PE(X)	92.9	33.4	71.2	11.5	10.8
公允价值变动损失	1.1	-1.1	0.4	0.1	-0.2	PB(X)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
财务费用	-8.9	-14.1	-0.4	-11.4	-20.1	P/FCF	-78.9	84.0	38.7	27.2	5.4
投资收益	-235.4	-2.3	-65.0	-65.0	-65.0	P/S	3.3	2.8	2.7	2.3	2.2
少数股东损益	-3.6	-5.8	-1.8	-19.1	-16.8	EV/EBITDA	29.6	15.8	22.9	6.9	5.3
营运资金的变动	-118.6	-521.0	259.1	-1,054.0	1,055.4	CAGR(%)	101.4%	45.9%	6.9%	101.4%	45.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>106.5</b>	<b>336.1</b>	<b>722.9</b>	<b>481.5</b>	<b>2,668.9</b>	PEG	0.9	0.7	10.4	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-445.2	-398.6	8.5	86.2	69.7	ROIC/WACC	0.3	0.8	0.3	2.4	2.2
融资活动产生现金流量	190.9	190.5	-481.4	-407.3	-414.3	REP	9.6	3.1	7.5	0.9	1.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。