

浙江医药(600216)/

维生素业绩大增, 研发创新继续推进

评级: 买入(维持)

市场价格: 11.73

分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

电话: 021-20315150

Email: chics@r.qizq.com.cn

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

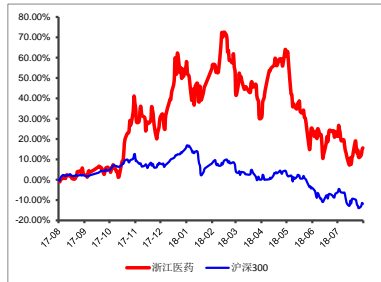
电话: 021-20315150

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)	11.73
市值(百万元)	11331
流通市值(百万元)	11108

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 浙江医药(600216.SH)-公司点评: 业绩符合预期, 研发管线进一步丰富-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)_20180425
- 浙江医药(600216.SH)-公司点评: 维生素涨价驱动业绩大增, 各板块均现经营拐点-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)_20180313
- 浙江医药(600216.SH)-公司点评: 奈诺沙星注射液拟进入优先审评, 创新药进入收获期-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)_20180130

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5279.20	5692.58	6690.43	7677.27	8969.36
增长率 yoy%	17.40%	7.83%	17.53%	14.75%	16.83%
净利润	450.10	253.15	701.96	878.00	1096.84
增长率 yoy%	178.18%	-43.76%	177.29%	25.08%	24.93%
每股收益(元)	0.47	0.26	0.73	0.91	1.14
每股现金流量	0.35	0.52	0.92	1.02	1.17
净资产收益率	6.45%	3.47%	8.73%	10.09%	11.51%
P/E	25.16	44.74	16.14	12.90	10.33
PEG	0.14	-1.02	0.09	0.51	0.41
P/B	1.62	1.55	1.41	1.30	1.19

备注:

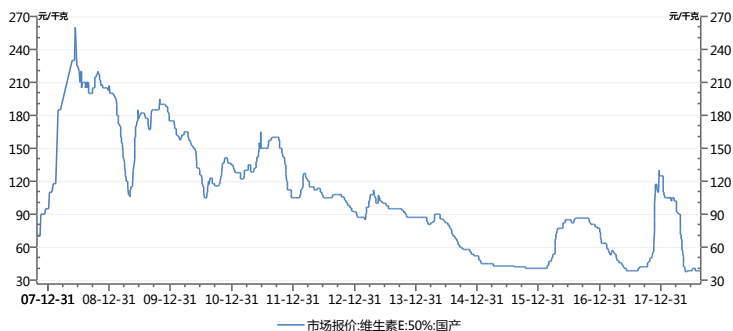
投资要点

- 事件: 公司发布 2018 年半年报, 实现营业收入 33.93 亿元, 同比增长 36.51%, 实现归母净利润 4.69 亿元, 同比增长 419.86%。
- 上半年 VA、VE 价格处于高位, 带动业绩高增长。一季度 VA、VE 价格在高, 销量较好, 带来业绩爆发。二季度, VA、VE 价格从 5 月份开始呈下降趋势, VE 迅速跌到低位(目前 39 元/kg), VA 依旧维持较高的价格(目前 390 元/kg); 二季度平均价格高, 但是由于有价格下降预期, 客户拿货积极性低, 导致发货量下降, 同时由于产量不足公司生产成本上升, 因此二季度盈利表现较差。目前 VE 价格已跌到低位, 销量恢复正常; VA 价格仍旧较高, 但客户库存紧张, 销量有所恢复。预计下半年盈利将较二季度有所改善。
- 由于低开转高开影响, 医药工业销售收入同比增加 119.79%, 可比口径同比增加 11.63%。上半年, 公司增加制剂销售人员, 拓展了国内制剂营销网络, 米格列醇等重点推广产品取得高速增长。特色原料药盐酸万古霉素由于 2017 年 11 月 FDA 警告信解除, 销量大幅增长, 万古霉素系列产品上半年实现收入 1.72 亿元, 同比增长 108.79%。
- 子公司投产和资产减值影响业绩。特色原料药子公司昌海制药产品米诺环素、替加环素、达托霉素等开始销售, 导致折旧增加, 上半年亏损 5025 万元。我们预计随着公司特色原料药产品注册工作推进, 2019 年昌海制药有望大幅减亏。上半年资产减值损失 6301 万元, 主要由于计提存货跌价准备。
- 研发创新继续推进。上半年研发费用支出 1.25 亿元, 同比增长 20.5%。苹果酸奈诺沙星注射液完成临床数据核查, 等待现场核查。出口制剂项目注射用盐酸万古霉素接受 FDA 的批准前现场检查, 收到 FDA 完整回复函后, 公司于 2018 年 7 月向 FDA 提交了整改回复报告。抗肿瘤药物抗 HER2-ADC、XCCS 605B 一期临床研究继续推进。
- 制剂产品线来看, 公司已经在高端抗生素领域形成强大产品组合, 并形成 500 多人的推广队伍, 具备很强竞争力。创新药奈诺沙星、左氧氟沙星、万古霉素、替考拉宁, 加上 2018 年有望获批的莫西沙星、达托霉素和利奈唑胺, 拟报生产的卡泊芬净; 公司高端抗生素领域产品组合竞争力十分强大。此外, 在糖尿病领域, 公司有米格列醇和西格列汀两大重磅产品。米格列醇 2017 年新进入医保目录, 且 2017 年终端销售预计已过亿, 进入快速放量期。西格列汀是全球首个上市的 DPP-4 抑制剂, 全球年销售额超 40 亿美元, 目前公司申报进度领先, 有望取得首仿或二仿。
- 高端制剂出口和创新药平台等待重磅产品落地。公司拥有稀缺的美国短缺药制剂出口平台, 首个品种万古霉素等待 FDA 审批结论。公司的“无菌喷雾干燥”技术平台全球领先, 一系列产品有望以 505(b)(2)方式切入美国市场, 未来每年有望申报 1-2 个品种。前两个产品万古霉素及达托霉素注射剂若顺利获批, 峰值有望贡献 0.9 亿美元利润。全球首个无氟喹诺酮奈诺沙星已上市胶囊剂型, 针剂有望 2018 年底获批, 潜力市场空间超 20 亿。奈诺沙星相较现在主流的含氟喹诺酮具有明显优势, 公司抗生素领域销售能力突出, 奈诺沙星有望较快放量。
- 盈利预测与估值: 由于维生素 A、E 等重要产品价格下跌, 我们下调公司盈利预测。我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 66.90、76.77 和 89.69 亿元, 同比增长 17.53%、14.75%和 16.83%; 归母净利润为 7.02、8.78 和 10.97 亿元, 同比增长 177.29%、25.08%和 24.93%。当前股价对应 18 年 PE 为 16

倍。长期以来公司的医药板块被忽视，2018 年开始医药研发进入兑现期，扣除研发公司制剂板块有 3 亿以上利润，公司价值被低估。考虑公司未来有高端制剂出口和创新药等潜在爆发点，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

图表 1: VE (50%) 价格走势



数据来源: Wind

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: VA(50 万 IU/g)价格走势



数据来源: Wind

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 浙江医药财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4513	5527	6618	7905	营业收入	5693	6690	7677	8969
现金	1417	2384	3059	3820	营业成本	4004	3960	4501	5192
应收账款	1301	1419	1644	1936	营业税金及附加	56	74	84	99
其他应收款	153	196	218	259	营业费用	655	1204	1382	1614
预付账款	29	28	33	37	管理费用	635	535	576	673
存货	971	990	1130	1294	财务费用	26	-8	-18	-27
其他流动资产	643	510	534	559	资产减值损失	70	70	70	70
非流动资产	5280	4971	4731	4468	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	投资净收益	56	2	2	2
固定资产	3431	3673	3657	3506	营业利润	333	857	1085	1351
无形资产	407	402	390	378	营业外收入	2	18	16	14
其他非流动资产	1433	896	684	584	营业外支出	34	34	36	35
资产总计	9793	10498	11350	12373	利润总额	301	841	1064	1330
流动负债	1817	1730	1879	2058	所得税	61	151	192	239
短期借款	275	310	296	294	净利润	240	689	873	1090
应付账款	872	933	1039	1195	少数股东损益	-14	-13	-5	-7
其他流动负债	670	488	545	569	归属母公司净利润	253	702	878	1097
非流动负债	197	251	294	316	EBITDA	735	1199	1459	1743
长期借款	120	160	207	231	EPS (元)	0.26	0.73	0.91	1.14
其他非流动负债	77	91	87	86					
负债合计	2014	1981	2173	2375					
少数股东权益	490	477	472	465	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
股本	966	966	966	966	成长能力				
资本公积	1279	1279	1279	1279	营业收入	7.8%	17.5%	14.8%	16.8%
留存收益	5002	5794	6459	7288	营业利润	-39.3%	157.4%	26.5%	24.5%
归属母公司股东权益	7289	8040	8704	9533	归属于母公司净利润	-43.8%	177.3%	25.1%	24.9%
负债和股东权益	9793	10498	11350	12373	获利能力				
					毛利率 (%)	29.7%	40.8%	41.4%	42.1%
					净利率 (%)	4.4%	10.5%	11.4%	12.2%
					ROE (%)	3.5%	8.7%	10.1%	11.5%
					ROIC (%)	4.5%	11.1%	13.9%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	20.6%	18.9%	19.1%	19.2%
					净负债比率 (%)	20.31%	24.06%	23.51%	22.44%
					流动比率	2.48	3.20	3.52	3.84
					速动比率	1.89	2.56	2.86	3.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.66	0.70	0.76
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	4.48	4.39	4.57	4.65
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.73	0.91	1.14
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	0.92	1.02	1.17
					每股净资产 (最新摊薄)	7.55	8.33	9.01	9.87
					估值比率				
					P/E	44.74	16.14	12.90	10.33
					P/B	1.55	1.41	1.30	1.19
					EV/EBITDA	14	9	7	6

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	503	891	985	1133
净利润	240	689	873	1090
折旧摊销	376	350	392	420
财务费用	26	-8	-18	-27
投资损失	-56	-2	-2	-2
营运资金变动	-148	-177	-276	-376
其他经营现金流	66	39	16	29
投资活动现金流	-832	-49	-149	-153
资本支出	570	155	155	155
长期投资	16	-110	-4	1
其他投资现金流	-245	-4	2	3
筹资活动现金流	441	125	-161	-219
短期借款	-29	35	-13	-3
长期借款	-15	40	47	24
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	189	0	0	0
其他筹资现金流	293	50	-194	-240
现金净增加额	97	967	675	761

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。