

## 恒瑞医药 (600276.SH) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

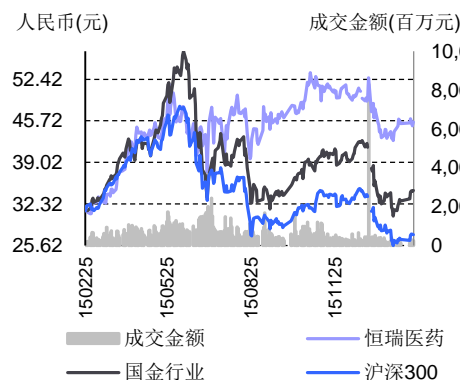
市场价格 (人民币): 45.53 元  
 目标价格 (人民币): 60.00-60.00 元

## PD-1 单抗获临床批件, 又添重磅潜力品种

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,949.67    |
| 总市值(百万元)       | 89,078.04   |
| 年内股价最高最低(元)    | 53.46/30.72 |
| 沪深 300 指数      | 3051.59     |
| 上证指数           | 2860.02     |



## 相关报告

1. 《创新及海外业务驱动新增长, 恒瑞走出国际范儿;-恒瑞医药公司研...》, 2015.12.1
2. 《业绩保持高增长, 业务进入收获期;-恒瑞医药业绩点评》, 2015.10.28
3. 《研发硕果开始收获, 中国创新走向世界;-恒瑞医药公司点评》, 2015.9.7
4. 《各项业务齐发力, 龙头公司保持快速增长;-恒瑞医药业绩点评》, 2015.8.25
5. 《研发步入收获期, 多轮驱动发展;-恒瑞医药公司点评》, 2015.6.24

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004  
litaol@gjzq.com.cn

孙笑悦 联系人  
(8621)60230233  
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2013     | 2014     | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.910    | 1.008    | 1.084    | 1.380    | 1.661    |
| 每股净资产(元)    | 4.67     | 5.27     | 6.58     | 8.27     | 10.33    |
| 每股经营性现金流(元) | 1.00     | 1.05     | 1.27     | 1.47     | 1.68     |
| 市盈率(倍)      | 41.73    | 37.19    | 42.00    | 32.99    | 27.41    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 32.68    | 39.61    | 78.38    | 78.38    | 78.38    |
| 净利润增长率(%)   | 14.92%   | 22.41%   | 39.79%   | 27.39%   | 20.36%   |
| 净资产收益率(%)   | 19.48%   | 19.10%   | 21.39%   | 21.67%   | 20.89%   |
| 总股本(百万股)    | 1,360.22 | 1,503.99 | 1,955.19 | 1,955.19 | 1,955.19 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司公告所申报的 PD-1 单抗 (SHR-1210), 以及卡巴他赛等化学仿制品种获得药物临床批件。

## 点评

- **PD-1 单抗未来将是百亿美金级别品种, 几乎可以用于所有癌症的治疗。** PD-1 单抗是免疫检查点单抗的一种, 作用的原理是通过结合 T 细胞表面的 PD-1, 来达到解除 T 细胞抑制的目的, 激活个体自身免疫系统, 对癌细胞进行有效杀伤。目前国际上已经获批的 PD-1 单抗包括默沙东的 Keytruda 和百时美施贵宝的 Opdivo, Opdivo 在美国以及欧盟日本等已经获批包括黑色素瘤、肺癌、肾癌等适应症, 头颈癌等适应症也获批在即。2015 年前三季度, Keytruda 销售达到 2.79 亿美金; Opdivo 销售额达到 4.07 亿美金。我们认为 5 年以后, PD-1 单抗的销售额将达到 100 亿美金以上。(Opdivo 适应症获批情况见图表 1)。
- **恒瑞的 PD-1 研发国内处于第一梯队, 国际市场通过合作伙伴进行开发。** 国内的 PD-1 单抗都处在临床或者临床审批阶段。BMS 提交了两项进口临床申请, 一项已经获得临床批件。默沙东提交了 5 项进口临床申请, 均处在审评状态。国内企业中, 恒瑞与泰州君实均获得临床批件, 百济神州仍处于审评状态。恒瑞在 PD-1 的研发上处于国内领先地位。2015 年 9 月公司公告 PD-1 的海外开发有偿许可给美国 Incyte 公司。
- **创新为本, 多轮驱动。** 我们认为恒瑞已经完成往创新药企的转型, 未来将进入创新收获期。公司未来的成长驱动将由创新药、仿制药、海外出口几大因素共同驱动。公司创新药已经获得艾瑞昔布、阿帕替尼的批文, 另据最新的新闻, 19K 的注册状态变为“正在进行三合一审评”, 预计未来不久有望获得生产批件。公司海外业务的拓展(创新药、产品出口)也将使公司走向国门, 成长为国际制药企业。

## 投资建议

- 预计 2015-2017 年每股收益分别为 1.08 元、1.38 元、1.66 元, 当前股价对应的市盈率依次为 42 倍、33 倍、27 倍, 公司是我们长期看好的标的, 其创新能力国内首屈一指, 应当给予估值溢价。而且, 在行业增速放缓的背景下, 公司保持快速增长尤为难得。维持“买入”评级, 目标价 60 元。

风险提示：招标定价影响、新药研发进程和推广进程、出口波动。

图表 1: Opdivo 适应症获批进展

| 时间       | 适应症   |
|----------|---|
| 2014 年   | 黑色素瘤适应症在日本获批  |
| 2015. 3  | FDA 批准用于治疗晚期（转移性）鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）患者                      |
| 2015. 6  | 欧盟批准其用于无法切除或转移性黑色素瘤                                     |
| 2015. 7  | 欧盟批准用于晚期鳞状非小细胞肺癌治疗                                      |
| 2015. 10 | FDA 批准治疗非鳞状非小细胞肺癌                                       |
| 2015. 11 | FDA 批准治疗既往接受过某种治疗的晚期（转移性）肾细胞癌患者                         |
| 2016. 1  | FDA 批准用于 BRAF V600 野生型及 BRAF V600 突变阳性不可切除性或者转移性黑色素瘤的治疗 |
| 2016. 2  | 治疗头颈癌的临床试验因疗效显著而提前终止                                    |

来源：国金证券研究所

**损益表 (人民币百万元)**

|               | 2012         | 2013         | 2014         | 2015E        | 2016E         | 2017E         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b> | <b>5,435</b> | <b>6,203</b> | <b>7,452</b> | <b>9,164</b> | <b>11,297</b> | <b>13,950</b> |
| 增长率           | 14.1%        | 20.1%        | 23.0%        | 23.0%        | 23.3%         | 23.5%         |
| 主营业务成本        | -870         | -1,158       | -1,313       | -1,543       | -1,884        | -2,303        |
| % 销售收入        | 16.0%        | 18.7%        | 17.6%        | 16.8%        | 16.7%         | 16.5%         |
| 毛利            | 4,565        | 5,045        | 6,139        | 7,620        | 9,414         | 11,647        |
| % 销售收入        | 84.0%        | 81.3%        | 82.4%        | 83.2%        | 83.3%         | 83.5%         |
| 营业税金及附加       | -95          | -106         | -133         | -163         | -201          | -248          |
| % 销售收入        | 1.7%         | 1.7%         | 1.8%         | 1.8%         | 1.8%          | 1.8%          |
| 营业费用          | -2,340       | -2,355       | -2,844       | -3,482       | -4,293        | -5,440        |
| % 销售收入        | 43.0%        | 38.0%        | 38.2%        | 38.0%        | 38.0%         | 39.0%         |
| 管理费用          | -892         | -1,156       | -1,464       | -1,604       | -1,921        | -2,371        |
| % 销售收入        | 16.4%        | 18.6%        | 19.6%        | 17.5%        | 17.0%         | 17.0%         |
| 息税前利润 (EBIT)  | 1,238        | 1,428        | 1,699        | 2,371        | 2,999         | 3,586         |
| % 销售收入        | 22.8%        | 23.0%        | 22.8%        | 25.9%        | 26.5%         | 25.7%         |
| 财务费用          | 16           | 25           | 81           | 88           | 124           | 166           |
| % 销售收入        | -0.3%        | -0.4%        | -1.1%        | -1.0%        | -1.1%         | -1.2%         |
| 资产减值损失        | 45           | -3           | -7           | 0            | 0             | 0             |
| 公允价值变动收益      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 投资收益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             |
| % 税前利润        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          |
| 营业利润          | 1,300        | 1,451        | 1,772        | 2,460        | 3,124         | 3,752         |
| 营业利润率         | 23.9%        | 23.4%        | 23.8%        | 26.8%        | 27.6%         | 26.9%         |
| 营业外收支         | 46           | 27           | 27           | 30           | 30            | 30            |
| 税前利润          | <b>1,346</b> | <b>1,479</b> | <b>1,800</b> | <b>2,490</b> | <b>3,154</b>  | <b>3,782</b>  |
| 利润率           | 24.8%        | 23.8%        | 24.1%        | 27.2%        | 27.9%         | 27.1%         |
| 所得税           | -195         | -186         | -227         | -314         | -397          | -476          |
| 所得税率          | 14.5%        | 12.6%        | 12.6%        | 12.6%        | 12.6%         | 12.6%         |
| 净利润           | 1,151        | 1,292        | 1,573        | 2,176        | 2,756         | 3,306         |
| 少数股东损益        | 74           | 54           | 57           | 57           | 57            | 57            |
| 归属于母公司的净利润    | <b>1,077</b> | <b>1,238</b> | <b>1,516</b> | <b>2,119</b> | <b>2,699</b>  | <b>3,248</b>  |
| 净利率           | 19.8%        | 20.0%        | 20.3%        | 23.1%        | 23.9%         | 23.3%         |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2012        | 2013         | 2014         | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
|----------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润      | 1,151       | 1,292        | 1,573        | 2,176        | 2,756        | 3,306        |
| 少数股东损益   | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 非现金支出    | 87          | 173          | 220          | 222          | 240          | 258          |
| 非经营收益    | 8           | 4            | -21          | 27           | -30          | -30          |
| 营运资金变动   | -288        | -104         | -198         | -518         | -762         | -1,005       |
| 经营活动现金净流 | <b>958</b>  | <b>1,365</b> | <b>1,574</b> | <b>1,908</b> | <b>2,205</b> | <b>2,530</b> |
| 资本开支     | -466        | -453         | -298         | -228         | -224         | -225         |
| 投资       | -1          | 0            | 0            | -1           | 0            | 0            |
| 其他       | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资活动现金净流 | <b>-467</b> | <b>-452</b>  | <b>-298</b>  | <b>-229</b>  | <b>-224</b>  | <b>-225</b>  |
| 股权募资     | 0           | 16           | 136          | 0            | 0            | 0            |
| 债权募资     | -10         | 10           | -10          | 0            | 0            | 0            |
| 其他       | -101        | -99          | -122         | 2            | -151         | -151         |
| 筹资活动现金净流 | <b>-111</b> | <b>-73</b>   | <b>4</b>     | <b>2</b>     | <b>-151</b>  | <b>-151</b>  |
| 现金净流量    | <b>380</b>  | <b>840</b>   | <b>1,280</b> | <b>1,680</b> | <b>1,830</b> | <b>2,154</b> |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2012         | 2013         | 2014         | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 1,329        | 2,169        | 3,449        | 5,129         | 6,959         | 9,113         |
| 应收款项            | 2,492        | 2,609        | 2,945        | 3,517         | 4,274         | 5,278         |
| 存货              | 338          | 430          | 551          | 550           | 671           | 820           |
| 其他流动资产          | 355          | 204          | 255          | 233           | 285           | 347           |
| 流动资产            | 4,514        | 5,412        | 7,200        | 9,430         | 12,189        | 15,559        |
| % 总资产           | 76.6%        | 75.0%        | 79.2%        | 83.5%         | 86.6%         | 89.2%         |
| 长期投资            | 5            | 5            | 5            | 6             | 5             | 5             |
| 固定资产            | 1,269        | 1,564        | 1,624        | 1,655         | 1,666         | 1,660         |
| % 总资产           | 21.5%        | 21.7%        | 17.9%        | 14.6%         | 11.8%         | 9.5%          |
| 无形资产            | 67           | 203          | 200          | 203           | 206           | 209           |
| 非流动资产           | 1,379        | 1,808        | 1,887        | 1,866         | 1,879         | 1,876         |
| % 总资产           | 23.4%        | 25.0%        | 20.8%        | 16.5%         | 13.4%         | 10.8%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>5,893</b> | <b>7,220</b> | <b>9,087</b> | <b>11,296</b> | <b>14,069</b> | <b>17,435</b> |
| 短期借款            | 0            | 10           | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项            | 315          | 391          | 550          | 543           | 663           | 815           |
| 其他流动负债          | 125          | 153          | 164          | 353           | 400           | 458           |
| 流动负债            | 440          | 554          | 715          | 896           | 1,063         | 1,274         |
| 长期贷款            | 10           | 10           | 10           | 10            | 10            | 10            |
| 其他长期负债          | 0            | 0            | 72           | 72            | 72            | 72            |
| <b>负债</b>       | <b>450</b>   | <b>564</b>   | <b>797</b>   | <b>978</b>    | <b>1,145</b>  | <b>1,356</b>  |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>5,214</b> | <b>6,357</b> | <b>7,934</b> | <b>9,905</b>  | <b>12,453</b> | <b>15,551</b> |
| 少数股东权益          | 228          | 299          | 355          | 413           | 470           | 528           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>5,893</b> | <b>7,220</b> | <b>9,087</b> | <b>11,296</b> | <b>14,069</b> | <b>17,435</b> |

**比率分析**

|               | 2012    | 2013    | 2014    | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.871   | 0.910   | 1.008   | 1.084   | 1.380   | 1.661   |
| 每股净资产         | 4.217   | 4.674   | 5.272   | 6.581   | 8.274   | 10.333  |
| 每股经营现金净流      | 0.775   | 1.003   | 1.046   | 1.267   | 1.465   | 1.681   |
| 每股股利          | 0.090   | 0.080   | 0.090   | 0.100   | 0.100   | 0.100   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 20.66%  | 19.48%  | 19.10%  | 21.39%  | 21.67%  | 20.89%  |
| 总资产收益率        | 18.28%  | 17.15%  | 16.68%  | 18.76%  | 19.18%  | 18.63%  |
| 投入资本收益率       | 19.42%  | 18.70%  | 17.73%  | 19.93%  | 20.15%  | 19.40%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 19.44%  | 14.13%  | 20.14%  | 22.97%  | 23.28%  | 23.48%  |
| EBIT增长率       | 20.44%  | 15.37%  | 18.92%  | 39.61%  | 26.46%  | 19.59%  |
| 净利润增长率        | 22.90%  | 14.92%  | 22.41%  | 39.79%  | 27.39%  | 20.36%  |
| 总资产增长率        | 22.30%  | 22.53%  | 25.85%  | 24.31%  | 24.55%  | 23.93%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 90.5    | 88.4    | 82.2    | 82.0    | 80.0    | 80.0    |
| 存货周转天数        | 133.7   | 121.0   | 136.3   | 130.0   | 130.0   | 130.0   |
| 应付账款周转天数      | 87.9    | 79.2    | 94.3    | 88.0    | 88.0    | 88.0    |
| 固定资产周转天数      | 79.2    | 76.6    | 66.9    | 53.6    | 42.2    | 32.7    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -24.24% | -32.29% | -40.61% | -48.91% | -53.21% | -56.16% |
| EBIT利息保障倍数    | -75.2   | -57.0   | -21.1   | -26.9   | -24.1   | -21.6   |
| 资产负债率         | 7.64%   | 7.82%   | 8.77%   | 8.66%   | 8.14%   | 7.78%   |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2014-08-18 | 增持 | 34.13 | N/A         |
| 2  | 2014-10-28 | 增持 | 38.99 | N/A         |
| 3  | 2015-04-20 | 买入 | 54.49 | 70.00~70.00 |
| 4  | 2015-06-24 | 买入 | 45.27 | N/A         |
| 5  | 2015-08-25 | 买入 | 39.63 | 60.00~60.00 |
| 6  | 2015-09-07 | 买入 | 41.91 | 60.00~60.00 |
| 7  | 2015-10-28 | 买入 | 51.45 | 60.00~60.00 |
| 8  | 2015-12-01 | 买入 | 49.48 | 60.00~60.00 |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，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。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD