2017 年 03 月 11 日
证券研究报告•2016 年年报点评
恒瑞医药（600276）医药生物

买入（维持）
当前价：51.28 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，创新速度加快

投资要点

- **事件：**公司发布 2016 年年报，2016 年实现营业收入和归母净利润分别为 110.9 亿、25.9 亿元，同比增速分别为 19.1%和 19.2%。
- **业绩增长 19.2%，收入结构逐步改变。**公司 2016 年实现营业收入 110.9 亿元，同比增长 19.1%；归母净利润为 25.9 亿元，同比增长 19.2%；第 4 季度营收 28.3 亿，归母净利润为 6.6 亿元，同比增速分别约为 16%、10%。公司片剂业务收入同比增长 39.8%，我们认为主要原因是受阿帕替尼强势放量影响，根据第三方数据，预计 2016 年阿帕替尼含税收入约 10 亿元。公司收入结构逐步改变，非抗肿瘤产品增长明显，造影剂、麻醉品等产品线逐步发展壮大；阿帕替尼强势放量影响带动抗肿瘤产品收入同比增长 25.7%，抗肿瘤线增长依旧强势；造影剂与麻醉品收入同比增速分别为 30.1%、19.1%，碘佛醇、右美、阿曲库铵等产品终端销售数据增速均较为可观。
- **研发投入创新高，创新加快明显带动盈利能力提升。**2016 年研发投入 11.8 亿元，同比增长 32.8%，达到公司研发投入历史最高水平；2016 年，公司共取得以 PD-1 单抗为首的创新药临床批件 7 个，PD-1、吡咯替尼等重磅创新品种国内已进入 II、III 其临床，未来有望加快上市步伐，未来 3 年公司将逐步进入创新药和高质量仿制药的收获阶段。2016 年公司医药工业毛利率同比增加 2.13 个百分点，其中片剂和针剂分别增加 1.47、2.01 个百分点，毛利率的提升是公司“仿创结合”综合实力的体现。
- **国际化拓展加快，“走出去”与“引进来”同步进行。**创新和国际化是公司两大目标，2016 年海外收入 4.3 亿元，同比增长 21.5%。目前美国上市仿制药数量已达 8 个，环磷酰胺等成熟产品销售稳步增长，2015 年底获批的七氟烷产品已经顺利在美国销售；创新药也将加快国外市场拓展速度，吡咯替尼已进入美国临床 I 期，该品种未来美国获批上市概率高，或将成为公司海外首个重磅创新品种。走出去的同时公司积极考察引进海内外先进技术和项目，引进日本 Oncolys BioPharma 公司的溶瘤腺病毒产品 TelomelysinTM，增强公司在抗肿瘤领域的竞争力；在美国成立子公司，专门负责海外项目的引进，未来或将引进更多的创新性产品进入国内。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.33 元、1.69 元、2.20 元，对应市盈率分别为 39 倍、30 倍、23 倍。我们坚定看好公司未来在国内医药行业中的龙头地位，强者恒强效应逐步凸显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药获批进度或低于预期，药品销售或低于预期，药品降价风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	11093.72	13372.55	16626.33	21069.80
增长率	19.08%	20.54%	24.33%	26.73%
归属母公司净利润（百万元）	2588.95	3123.55	3971.29	5153.31
增长率	19.22%	20.65%	27.14%	29.76%
每股收益 EPS（元）	1.10	1.33	1.69	2.20
净资产收益率 ROE	20.46%	20.11%	20.34%	20.88%
PE	46	39	30	23
PB	9.35	7.47	5.95	4.71

数据来源：Wind，西南证券

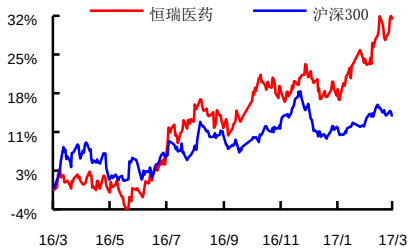
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：施跃
执业证号：S1250515080001
电话：021-68413878
邮箱：syue@swsc.com.cn

联系人：陈进
电话：021-68416017
邮箱：cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.47
流通 A 股(亿股)	23.43
52 周内股价区间(元)	38.91-51.38
总市值(亿元)	1,203.78
总资产(亿元)	143.30
每股净资产(元)	5.28

相关研究

1. 恒瑞医药（600276）：业绩稳定增长，多个产品待批上市 (2016-10-31)
2. 恒瑞医药（600276）：业绩符合预期，创新驱动逐步明显 (2016-08-30)
3. 恒瑞医药（600276）：紧跟国际最前沿，创新药研发再获突破 (2016-07-07)
4. 恒瑞医药（600276）：撤回存影响，阿帕替尼与出口强势崛起 (2016-06-07)
5. 恒瑞医药（600276）：业绩增长强势，后期动力十足 (2016-04-14)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11093.72	13372.55	16626.33	21069.80
营业成本	1434.63	1668.33	1945.02	2342.86
营业税金及附加	202.66	236.30	294.44	374.82
销售费用	4351.62	5161.80	6434.39	8132.94
管理费用	2266.35	2674.51	3341.89	4235.03
财务费用	-165.94	-58.40	-81.86	-107.68
资产减值损失	-5.19	0.00	0.00	0.00
投资收益	14.75	16.37	18.17	20.17
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3024.33	3706.38	4710.61	6111.99
其他非经营损益	-11.15	-0.01	-3.20	-3.46
利润总额	3013.18	3706.37	4707.41	6108.53
所得税	378.99	466.18	592.08	768.31
净利润	2634.19	3240.20	4115.32	5340.22
少数股东损益	45.24	116.65	144.04	186.91
归属母公司股东净利润	2588.95	3123.55	3971.29	5153.31

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	2634.19	3240.20	4115.32	5340.22
折旧与摊销	255.37	193.72	231.79	245.87
财务费用	-165.94	-58.40	-81.86	-107.68
资产减值损失	-5.19	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-1912.96	-1240.03	-1472.53	-2043.01
其他	1787.15	-14.45	-18.17	-20.49
经营活动现金流净额	2592.63	2121.03	2774.56	3414.91
资本支出	-706.16	-40.00	-40.00	-40.00
其他	-1943.43	16.37	18.17	20.17
投资活动现金流净额	-2649.59	-23.63	-21.83	-19.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	409.08	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-603.97	58.81	81.86	107.68
筹资活动现金流净额	-194.89	58.81	81.86	107.68
现金流量净额	-220.97	2156.21	2834.58	3502.75

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4912.15	7068.37	9902.95	13405.70
应收和预付款项	4088.85	4932.36	6086.67	7666.10
存货	636.59	738.37	861.15	1038.00
其他流动资产	1755.63	2116.27	2631.19	3334.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2473.94	2326.38	2140.75	1941.03
无形资产和开发支出	284.72	279.02	273.33	267.63
其他非流动资产	178.18	177.72	177.25	176.79
资产总计	14330.06	17638.48	22073.29	27829.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1213.54	1256.71	1547.00	1921.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	242.13	266.78	295.96	337.93
负债合计	1455.67	1523.48	1842.97	2259.11
股本	2347.46	2347.46	2347.46	2347.46
资本公积	438.19	438.19	438.19	438.19
留存收益	9646.15	12769.69	16740.98	21894.29
归属母公司股东权益	12387.95	15511.91	19483.20	24636.51
少数股东权益	486.44	603.09	747.12	934.03
股东权益合计	12874.39	16115.00	20230.32	25570.54
负债和股东权益合计	14330.06	17638.48	22073.29	27829.65

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	19.08%	20.54%	24.33%	26.73%
营业利润增长率	18.19%	22.55%	27.09%	29.75%
净利润增长率	18.45%	23.01%	27.01%	29.76%
EBITDA 增长率	18.26%	23.38%	26.52%	28.59%
获利能力				
毛利率	87.07%	87.52%	88.30%	88.88%
三费率	58.16%	58.16%	58.31%	58.19%
净利率	23.74%	24.23%	24.75%	25.35%
ROE	20.46%	20.11%	20.34%	20.88%
ROA	18.38%	18.37%	18.64%	19.19%
ROIC	33.51%	33.38%	36.74%	40.51%
EBITDA/销售收入	28.07%	28.73%	29.23%	29.66%
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.84	0.84	0.84
固定资产周转率	7.16	7.11	8.01	10.59
应收账款周转率	5.02	5.08	5.08	5.15
存货周转率	2.46	2.42	2.43	2.46
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.29%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	10.16%	8.64%	8.35%	8.12%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.35	10.37	11.12	11.73
速动比率	7.88	9.85	10.63	11.26
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	1.10	1.33	1.69	2.20
每股净资产	5.48	6.86	8.62	10.89
每股经营现金	1.10	0.90	1.18	1.45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	3113.76	3841.70	4860.54	6250.19
PE	46.50	38.54	30.31	23.36
PB	9.35	7.47	5.95	4.71
PS	10.85	9.00	7.24	5.71
EV/EBITDA	37.03	29.45	22.69	17.09
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn