

恒瑞医药(600276)/化学制药

重磅升白药纳入优先审评, 新药研发稳步推进

评级: 增持(维持)

市场价格: 60.2

目标价格: 67

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

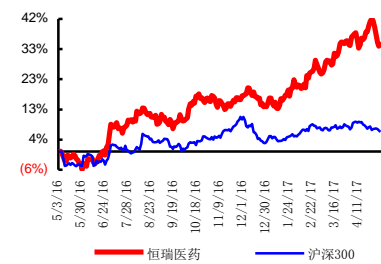
联系人: 张天翼

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,347
流通股本(百万股)	2,344
市价(元)	53.71
市值(百万元)	126,082
流通市值(百万元)	125,873

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 恒瑞医药(600276)——IDO 抑制剂研发进度国内领先, 打造免疫产品组合-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170503
- 恒瑞医药(600276)——业绩符合预期, 制剂出口有望带动业绩增速逐渐加快-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170422
- 恒瑞医药(600276)——卡泊芬净在英国德国获批, 有助于首仿药国内推广-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170315
- 恒瑞医药(600276)——研发产品线是公司最大看点, 为长期增长奠定基础-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170312

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,316	11,094	13,625	16,356	19,627
增长率 yoy%	25.01%	19.08%	22.82%	20.04%	20.00%
净利润	2,172	2,589	3,139	3,839	4,717
增长率 yoy%	43.28%	19.22%	21.23%	22.33%	22.85%
每股收益(元)	1.11	1.10	1.34	1.64	2.01
每股现金流量	1.16	1.10	1.14	1.50	1.77
净资产收益率	21.86%	20.90%	20.63%	20.15%	19.85%
P/E	44	41	40	33	27
PEG	1.02	2.15	1.81	1.40	1.12
P/B	5.08	5.28	6.48	8.11	10.12

备注:

投资要点

■ 事件:

- 2017年5月23日, CFDA 发布《拟纳入优先审评程序药品注册申请的公示(第十七批)》, 公司首个生物创新药“19K”(硫酸非格司亭, 长效 GCSF) 被纳入优先审评名单, 预计将于年内获批, 用于化疗引起的嗜中性白血球减少症。
- 公司新药 SHR4640 尿酸转运蛋白 1 (URAT1) 选择性抑制剂将于近期开展 II 期临床试验, 拟用于高尿酸血症和痛风的治疗。
- 公司麻醉药丙泊酚中/长链脂肪乳获批临床, 同类产品中国市场份额约为 2.97 亿美元, 全球市场销售额约为 10.91 亿美元。

■ 19K 是重磅品种, 峰值有望超过 15 亿元。从全球市场看, 长效粒细胞刺激因子占据 70% 以上的市场, 长效 GCSF 替代短效 GCSF 是发展趋势。目前, 我国 GCSF 市场规模约 30 亿元, 目前国内长效 GCSF 仅石药百克(山东)生物制药的津优力和齐鲁制药的新瑞白获批上市。过去由于医保的原因, 国内长效升白药占比不足 20%。2017 年医保目录调整, 聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子进入国家医保乙类目录, 国内长效 GCSF 将进入快速发展期, 未来市场规模有望超过 25 亿元。我们预计, 公司 19K 未来有望通过医保目录滚动调整的方式纳入医保。19K 用于化疗引起的嗜中性白血球减少症, 学术推广较靶向药更加容易(不需要涉及特定基因型的病人分组), 有望借助公司成熟的肿瘤药渠道快速放量, 峰值有望超过 15 亿元。

■ SHR4640 携手非布司他, 打造高尿酸血症和痛风产品组合。公司 SHR4640 (尿酸转运蛋白 1 选择性抑制剂) 和非布司他(非嘌呤类黄嘌呤氧化酶选择性抑制剂) 适应症均为高尿酸血症和痛风。根据 Rheumatology (风湿病学) 报导, 尿酸转运蛋白 1 选择性抑制剂和非布司他联用, 能更有效降低痛风及高尿酸血症患者的血清尿酸浓度。未来, SHR4640 有望和非布司他共同开拓高尿酸血和痛风市场。

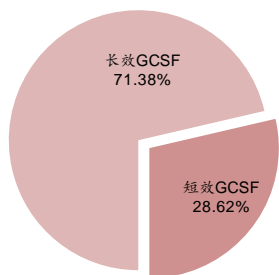
■ 丙泊酚中/长链脂肪乳注射液获批临床, 麻醉药组合有望再添新品。丙泊酚中/长链脂肪乳注射液是一种起效迅速的短效全身静脉麻醉药, 可用于全身麻醉诱导和维持、重症监护患者辅助通气治疗时的镇静以及单独或与局部麻醉药联合使用, 用于诊断和手术过程中的镇静。目前, 国内有 4 家已上市品种, 包括 2 家进口品种 Fresenius Kabi 公司和 B.Braun 公司的丙泊酚中/长链脂肪乳注射液, 和 2 家国产品种广州嘉博制药和四川国瑞药业的丙泊酚中/长链脂肪乳注射液。

■ 盈利预测与投资建议: 公司是国内创新药龙头企业, 制剂出口快速发展, 创新药陆续进入收获期, 业绩有望保持快速增长。我们预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 31.39 亿元、38.39 亿元、47.17 亿元, 同比增长 21.23%、22.33% 和 22.85%。维持“增持”评级。

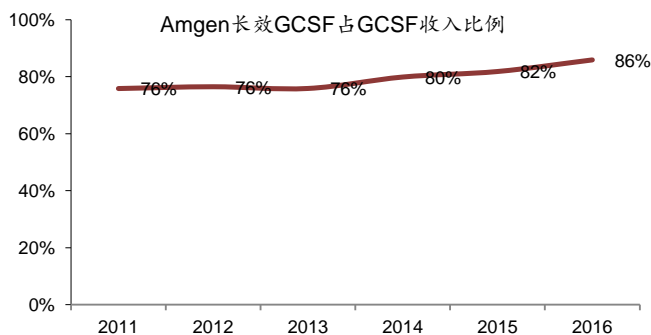
■ 风险提示事件: 新药研发不达预期的风险; 药品降价风险。

图表 1: 国际市场长效 GCSF 市占率超过 70%

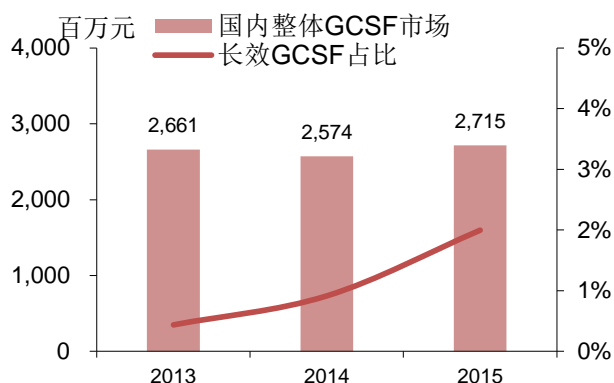
2013年国际GCSF市场份额



来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

图表 2: 安进公司长效 GCSF 占 GCSF 收入比例


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 城市公立医院 GCSF 市场


来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 4: 样本医院长效 GCSF 占比


来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 5: URAT1 抑制剂和非布司他联用能更有效降低血清尿酸浓度

Table: Efficacy and safety endpoints in CRYSTAL: stratification by baseline eCrCl <60, <90, and ≥90 mL/min

Baseline eCrCl	<60 mL/min			<90 mL/min			≥90 mL/min		
	PBO +FBX (n=25)	LESU 200 mg +FBX (n=28)	LESU 400 mg +FBX (n=22)	PBO +FBX (n=25)	LESU 200 mg +FBX (n=28)	LESU 400 mg +FBX (n=22)	PBO +FBX (n=25)	LESU 200 mg +FBX (n=28)	LESU 400 mg +FBX (n=22)
Efficacy endpoint (n, % patients)									
Proportion with sUA <5.0 mg/dL at Month 6 (LOCF)	12/25 (48.0)	19/28 (67.9)	17/22 (77.3)	41/77 (53.2)	41/66 (62.1)	53/67 (79.1)	13/29 (44.8)	25/37 (67.6)	35/39 (89.7)
Proportion with sUA <5.0 mg/dL at Month 12 (LOCF)	14/25 (56.0)	18/28 (64.3)	13/22 (59.1)	38/77 (49.4)	43/66 (65.2)	46/67 (68.7)	13/29 (44.8)	27/37 (73.0)	30/39 (76.9)
Safety endpoint (n, % patients)									
Any Adverse event	21 (84.0)	26 (92.9)	18 (81.8)	57 (73.1)	54 (78.3)	53 (79.1)	22 (71.0)	33 (89.2)	37 (88.1)
sCr elevation ≥1.5x	0	0	1 (4.5)	2 (2.6)	3 (4.3)	8 (11.9)	1 (3.2)	2 (5.4)	3 (7.1)
Unresolved* cases of sCr elevation ≥1.5x as of last study visit	0	0	1	0	0	1	0	1	0
sCr elevation ≥2.0x	0	0	1 (4.5)	0	1 (1.4)	4 (6.0)	0	2 (5.4)	2 (4.8)
Unresolved* cases of sCr elevation ≥2.0x as of last study visit	0	0	1	0	0	1	0	1	0

*sCr resolution: sCr value returned to ≤1.2x baseline

来源: American College of Rheumatology, 中泰证券研究所

图表 6: 恒瑞医药盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,452	9,316	11,094	13,625	16,356	19,627
增长率	20.14%	25.0%	19.1%	22.8%	20.0%	20.0%
营业成本	-1,313	-1,372	-1,435	-1,703	-1,963	-2,257
% 销售收入	17.6%	14.7%	12.9%	12.5%	12.0%	11.5%
毛利	6,139	7,944	9,659	11,922	14,393	17,370
% 销售收入	82.4%	85.3%	87.1%	87.5%	88.0%	88.5%
营业税金及附加	-133	-156	-203	-238	-292	-347
% 销售收入	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%
营业费用	-2,844	-3,525	-4,352	-5,348	-6,420	-7,704
% 销售收入	38.2%	37.8%	39.2%	39.3%	39.3%	39.3%
管理费用	-1,464	-1,843	-2,266	-2,740	-3,315	-3,962
% 销售收入	19.6%	19.8%	20.4%	20.1%	20.3%	20.2%
息税前利润 (EBIT)	1,699	2,420	2,838	3,596	4,366	5,357
% 销售收入	22.8%	26.0%	25.6%	26.4%	26.7%	27.3%
财务费用	81	148	166	91	127	175
% 销售收入	-1.1%	-1.6%	-1.5%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-7	-7	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	15	6	10	8
% 税前利润	0.0%	—	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	1,772	2,559	3,024	3,693	4,504	5,540
营业利润率	23.8%	27.5%	27.3%	27.1%	27.5%	28.2%
营业外收支	27	3	-11	-4	-8	-6
税前利润	1,800	2,562	3,013	3,689	4,496	5,534
利润率	24.1%	27.5%	27.2%	27.1%	27.5%	28.2%
所得税	-227	-338	-379	-475	-572	-709
所得税率	12.6%	13.2%	12.6%	12.9%	12.7%	12.8%
净利润	1,573	2,224	2,634	3,214	3,924	4,825
少数股东损益	57	52	45	75	84	108
归属于母公司的净利润	1,516	2,172	2,589	3,139	3,839	4,717
净利率	20.3%	23.3%	23.3%	23.0%	23.5%	24.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,573	2,224	2,634	3,214	3,924	4,825
少数股东损益	0	0	0	75	84	108
非现金支出	220	230	250	285	316	346
非经营收益	-21	-7	-33	-2	-3	-2
营运资金变动	-198	-169	-259	-810	-713	-1,015
经营活动现金净流	1,574	2,277	2,593	2,761	3,609	4,263
资本开支	298	394	1,110	469	639	554
投资	0	-76	-1,543	0	0	0
其他	0	0	4	6	10	8
投资活动现金净流	-298	-470	-2,650	-463	-628	-546
股权募资	136	19	14	0	0	0
债权募资	-10	0	-10	0	0	0
其他	-122	-142	-168	0	-317	0
筹资活动现金净流	4	-123	-164	0	-317	0
现金净流量	1,280	1,684	-221	2,298	2,663	3,717

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,449	5,133	4,912	7,135	9,714	13,323
应收款项	2,945	3,364	3,634	4,487	5,250	6,382
存货	551	523	637	677	787	901
其他流动资产	255	358	2,211	2,181	2,312	2,358
流动资产	7,200	9,378	11,393	14,482	18,063	22,964
% 总资产	79.2%	81.6%	79.5%	82.3%	84.0%	86.3%
长期投资	5	79	81	81	81	81
固定投资	1,624	1,770	2,474	2,621	2,878	3,035
% 总资产	17.9%	15.4%	17.3%	14.9%	13.4%	11.4%
无形资产	200	196	289	323	381	426
非流动资产	1,887	2,118	2,937	3,117	3,433	3,634
% 总资产	20.8%	18.4%	20.5%	17.7%	16.0%	13.7%
资产总计	9,087	11,497	14,330	17,599	21,496	26,598
短期借款	0	10	0	0	0	0
应付款项	686	820	1,058	1,068	1,273	1,472
其他流动负债	164	223	307	668	437	515
流动负债	851	1,053	1,365	1,737	1,710	1,988
长期贷款	10	0	0	0	0	0
其他长期负债	-53	86	90	90	90	90
负债	807	1,139	1,455	1,827	1,801	2,078
普通股股东权益	7,934	9,931	12,388	15,210	19,049	23,766
少数股东权益	355	426	486	562	646	754
负债股东权益合计	9,097	11,497	14,330	17,599	21,496	26,598

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.007	1.110	1.103	1.337	1.636	2.009
每股净资产 (元)	5.183	5.077	5.277	6.479	8.115	10.124
每股经营现金净流 (元)	1.046	1.164	1.104	1.144	1.501	1.770
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.135	0.135	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.43%	21.86%	20.90%	20.63%	20.15%	19.85%
总资产收益率	16.81%	19.03%	18.18%	17.93%	17.94%	17.79%
投入资本收益率	31.51%	40.74%	31.48%	36.62%	38.49%	42.02%
增长率						
营业总收入增长率	20.14%	25.01%	19.08%	22.82%	20.04%	20.00%
EBIT 增长率	18.92%	42.49%	17.28%	26.69%	21.41%	22.70%
净利润增长率	22.41%	43.28%	19.22%	21.23%	22.33%	22.85%
总资产增长率	26.07%	26.57%	24.77%	22.81%	22.14%	23.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.2	76.2	72.7	74.4	73.5	74.0
存货周转天数	136.3	142.9	147.5	145.2	146.3	145.8
应付账款周转天数	94.3	118.2	158.6	138.4	148.5	143.5
固定资产周转天数	65.3	54.7	51.0	43.3	33.5	25.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.17%	-49.45%	-38.15%	-45.24%	-49.32%	-54.33%
EBIT 利息保障倍数	-21.1	-16.3	-17.1	-39.5	-34.3	-30.7
资产负债率	9.54%	9.23%	9.59%	9.92%	7.99%	7.50%

来源: 公司公告, 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。