恒瑞医药(600276)/化学制药 三大品种将开展临床试验，创新药有望陆续上市

评级：增持(维持)

市场价格：50.13

目标价格：55.5

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

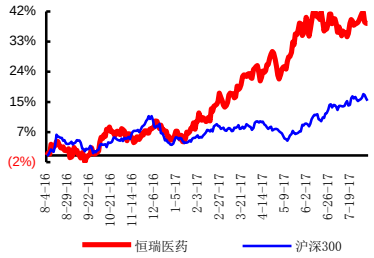
联系人：张天翼

电话：

基本状况

总股本(百万股)	2,817
流通股本(百万股)	2,812
市价(元)	51.14
市值(百万元)	144,059
流通市值(百万元)	143,820

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 恒瑞医药(600276)——阿帕替尼降价 35.85%纳入医保，期待未来和 PD-1 的组合疗法-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170719

2 地氟烷在欧洲三国获批上市，未来有望陆续在美国、中国（优先审评）获批-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170716

3 恒瑞医药(600276)——创新药甲苯磺酸瑞马唑仑获批 III 期临床，麻醉药物产品线将添新重磅成员-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170610

公司盈利预测及估值

指	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,316	11,094	13,625	15,856	19,027
增长率 yoy%	25.01%	19.08%	22.82%	16.37%	20.00%
净利润	2,172	2,589	3,139	3,725	4,577
增长率 yoy%	43.28%	19.22%	21.23%	18.70%	22.86%
每股收益（元）	1.11	1.10	1.11	1.32	1.62
每股现金流量	1.16	1.10	0.95	1.26	1.43
净资产收益率	21.86%	20.90%	20.10%	19.26%	19.14%
P/E	44.26	41.26	45.33	38.19	31.09
PEG	1.02	2.15	2.14	2.04	1.36
P/B	9.68	8.62	9.11	7.36	5.95

备注：

投资要点

- **2017 年 8 月 4 日，公司公告创新药甲苯磺酸瑞马唑仑将于近期开展 III 期临床；创新药 SHR1459 获得临床试验批件，并将于近期开展 I 期临床；生物类似药贝伐珠单抗将于近期开展 I/II 期临床。**

- **甲苯磺酸瑞马唑仑将开展 III 期临床，市场潜力超过 10 亿元。**甲苯磺酸瑞马唑仑疗效和安全性有望优于咪达唑仑和异丙酚。国内咪达唑仑市场约 2 亿元，异丙酚市场约 23 亿元。甲苯磺酸瑞马唑仑如果获批上市，有望凭借其竞争优势抢占市场，潜力超过 10 亿元。

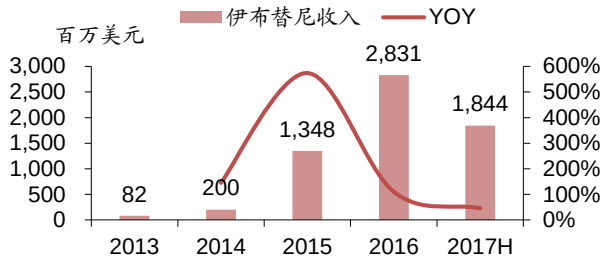
- **SHR1459 是 BTK 激酶抑制剂，拟用于治疗 B 细胞淋巴瘤和类风湿性关节炎，有优于伊布替尼的潜力。**SHR1459 选择性抑制 BTK 激酶，抑制 B 细胞活化、增殖和存活，进而抑制 B 细胞淋巴瘤生长。同时，抑制 BTK 激酶可减少炎症因子释放，进而缓解类风湿性关节炎。目前全球唯一一个上市的 BTK 抑制剂为强生和 Pharmacyclics（Abbvie）共同开发的伊布替尼，2013 年获美国 FDA 的批准，用于 B 细胞淋巴瘤的治疗，2016 年收入约 28.31 亿美元。**SHR1459 临床前体内外药效和伊布替尼相当，而且 SHR1459 具有靶点特异性好，对激酶的选择性强，口服生物利用度高等特点，预计将降低或消除伊布替尼在临床上表现出的不良反应（伊布替尼在 5%的套细胞淋巴瘤患者和 6%的慢性淋巴细胞性白血病患者中出现 3 级及以上出血），将在 B 细胞淋巴瘤和类风湿性关节炎等领域发挥治疗优势。**

- **贝伐珠单抗生物类似药将开展临床，未来有望借助公司成熟的肿瘤药销售渠道快速放量。**贝伐珠单抗可用于治疗转移性结直肠癌、非小细胞肺癌等各类转移性肿瘤。2016 年中国市场销售约 7035 万美元，全球市场销售约 59 亿美元。国内市场目前仅原研药获批；齐鲁制药、信达生物、贝达药业（天广实）产品非小细胞肺癌进入临床 III 期。**公司的优势在于成熟的肿瘤药销售渠道，产品如果获批上市，有望快速放量。**

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 31.39 亿元、37.25 亿元、45.77 亿元，同比分别增长 21.23%、18.7%和 22.86%。维持“增持”评级。

- **风险提示：**新药研发不达预期的风险；药品降价风险。

图表 1：伊布替尼收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：国内临床在研BTK 抑制剂

公司	BTK抑制剂	临床阶段/适应症
百济神州	BGB-3111	Ⅲ期/华氏巨球蛋白血症
		Ⅱ期/套细胞淋巴瘤
		Ⅰ期/慢性淋巴细胞白血病
导明医药	DTRMWXHS-12	Ⅰ期临床/淋巴瘤
赛林泰	CT-1530	获批临床
艾森生物	AC0058TA	获批临床
人福医药	WXFL10230486	Ⅰ期临床/类风湿关节炎
恒瑞医药	SHR1459	获批临床

来源：医药魔方，公司公告，中泰证券研究所

图表 3：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**	**15,856**	**19,027**
增长率	20.14%	25.0%	19.1%	22.8%	16.4%	20.0%
营业成本	-1,313	-1,372	-1,435	-1,703	-1,903	-2,188
% 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	13,953	16,839
% 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	-283	-336
% 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	-6,223	-7,468
% 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	-3,214	-3,841
% 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	4,233	5,193
% 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	174
% 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%	0.2%
营业利润	1,772	2,559	3,024	3,693	4,370	5,376
营业利润率	23.8%	27.5%	27.3%	27.1%	27.6%	28.3%
营业外收支	27	3	-11	-4	-8	-6
税前利润	**1,800**	**2,562**	**3,013**	**3,689**	**4,363**	**5,370**
利润率	24.1%	27.5%	27.2%	27.1%	27.5%	28.2%
所得税	-227	-338	-379	-475	-555	-688
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	3,807	4,682
少数股东损益	57	52	45	75	82	105
归属于母公司的净利润	**1,516**	**2,172**	**2,589**	**3,139**	**3,725**	**4,577**
净利率	20.3%	23.3%	23.3%	23.0%	23.5%	24.1%

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	3,807	4,682
少数股东损益	0	0	0	75	82	105
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	-563	-984
经营活动现金净流	**1,574**	**2,277**	**2,593**	**2,761**	**3,639**	**4,147**
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	-380	0
筹资活动现金净流	**4**	**-123**	**-164**	**0**	**-380**	**0**
现金净流量	**1,280**	**1,684**	**-221**	**2,298**	**2,630**	**3,602**

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	9,684	13,180
应收款项	2,945	3,364	3,634	4,487	5,089	6,187
存货	551	523	637	677	763	874
其他流动资产	255	358	2,211	2,181	2,295	2,340
流动资产	7,200	9,378	11,393	14,482	17,831	22,581
% 总资产	79.2%	81.6%	79.5%	82.3%	83.9%	86.1%
长期投资	5	79	81	81	81	81
固定资产	1,624	1,770	2,474	2,621	2,878	3,035
% 总资产	17.9%	15.4%	17.3%	14.9%	13.5%	11.6%
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%	16.1%	13.9%
资产总计	**9,087**	**11,497**	**14,330**	**17,599**	**21,264**	**26,215**
短期借款	0	10	0	0	0	0
应付款项	686	820	1,058	1,068	1,234	1,427
其他流动负债	164	223	307	732	424	500
流动负债	851	1,053	1,365	1,800	1,658	1,927
长期贷款	10	0	0	0	0	0
其他长期负债	-53	86	90	-379	-379	-379
负债	**807**	**1,139**	**1,455**	**1,421**	**1,279**	**1,548**
普通股股东权益	7,934	9,931	12,388	15,616	19,342	23,919
少数股东权益	355	426	486	562	643	749
负债股东权益合计	**9,097**	**11,497**	**14,330**	**17,599**	**21,264**	**26,215**

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	1.114	1.322	1.625
每股净资产(元)	5.183	5.077	5.277	5.544	6.866	8.491
每股经营现金净流(元)	1.046	1.164	1.104	0.953	1.263	1.435
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%	20.10%	19.26%	19.14%
总资产收益率	16.81%	19.03%	18.18%	17.46%	17.21%	17.21%
投入资本收益率	31.51%	40.74%	31.48%	34.96%	36.14%	39.70%
增长率						
营业总收入增长率	20.14%	25.01%	19.08%	22.82%	16.37%	20.00%
EBIT增长率	18.92%	42.49%	17.28%	26.69%	17.70%	22.70%
净利润增长率	22.41%	43.28%	19.22%	21.23%	18.70%	22.86%
总资产增长率	26.07%	26.57%	24.77%	22.81%	20.83%	23.28%
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	34.6	26.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.17%	-49.45%	-38.15%	-44.10%	-48.45%	-53.43%
EBIT利息保障倍数	-21.1	-16.3	-17.1	-39.5	-33.2	-29.8
资产负债率	9.54%	9.23%	9.59%	10.01%	7.66%	7.25%

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。