

2014年8月18日

闫永正
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

43.4

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2014/8/15)	34.13
上证综指(2014/8/15)	2226.73
股价 12 个月高/低	39.06/30
总发行股数(百万)	1503.99
A 股数(百万)	1496.24
A 市值(亿元)	513.31
主要股东	连云港天宇投资有限公司 (24.45%)
每股净值(元)	4.74
股价/账面净值	7.21
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.5 7.8 19.0

近期评等

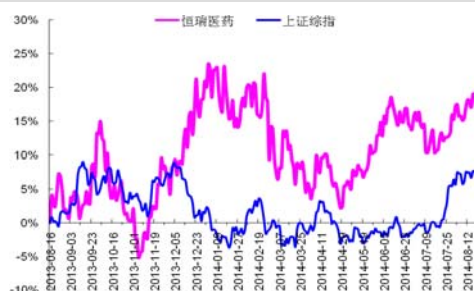
产品组合

针剂药	78.6%
片剂药	19.8%
原料药	1.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	20.9%
一般法人	58.0%

股价相对大盘走势



恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买入

恒瑞医药中报点评:

结论与建议:

公司发布公告, 2014 年 H1 实现净利润 7.6 亿元, 同比增长 18.38%, 折合 ESP 为 0.51 元, 符合我们此前的预期。单季度来看, 公司 Q2 实现净利润 3.7 亿元, YOY+21.06%, 业绩增速环比 Q1 提升 5 个 pp。

公司业绩录得较快发展主要是由于: 主营业务医药工业继续呈现快速上涨态势, H1 医药工业实现销售收入 35.1 亿元, YOY+18.23%。同时随着产品结构的不断优化, 公司 H1 主要产品毛利率继续提升, 其中: 片剂类药品毛利率提升至 84.39%, 同比增加 1.15 个 PP; 针剂类药品毛利率提升至 83.04, 同比增加 1.94 个 pp; 综合毛利率为 81.71%, 同比增加 1.72 个 pp。整体来看公司已经从 2013 年抗肿瘤药品降价的影响中走出, 我们认为随着下半年各省区招标工作进程加快, 公司业务将会继续保持较快成长。展望全年我们认为公司主要看点如下:

- **仿制药产品梯队华丽:** 过去 4 年申报仿制药数量达 75 个, 未来将进入重磅仿制药批量上市期。通过对老年用药、抗真菌用药等大病种用药领域布局使公司产品线形成协同效应, 开拓新利润来源的同时, 公司成本和规模优势也更加明显。公司在研仿制药均为各治疗领域临床一线用药, 与原研药相较性价比更高, 在医保控费的大背景下将充分享受仿制药进口替代市场空间;
- **创新药物厚积薄发:** 未来几年新药将集中上市步入收获期: 阿帕替尼已经通过专家审评, 2014 年获批无悬念。长效 G-CSF 正处于三合一审评阶段, 一旦评审结束即可申请上市。阿帕替尼、长效 G-CSF 潜在市场空间均超过 20 亿, 预计上市后将对业绩产生重大贡献。恒瑞创新药阵容华丽, 处于不同临床研究阶段创新药多达 17 个, 部分核心产品具有成为“重磅炸弹”潜力, 研发能力远超国内同行达到世界先进水平。
- **制剂产品国际化即将实现突破:** 随着今年环磷酰胺、七氟烷、奥沙利铂水针等有较高技术壁垒的产品获得欧美认证并且出口销售, 制剂国际化业务有望迎来突破开始贡献利润。随着未来几年全球医药市场大批重磅专利药品面临专利到期以及各国医保控费成为主流趋势, 恒瑞的仿制药出口业务将会迎来千载难逢的战略机遇期, 公司将有机会从中国走向世界成为国际级的医药航母。
- **盈利预计:** 预计 2014 年/2015 年公司分别实现净利润 15.02 亿元 (YOY+21.30%) /18.55 亿元 (YOY+23.54%), EPS 分别为 1.00 元/1.24 元, 对应 2014 年/2015 年 PE 分别为 34 倍/28 倍。我们认为公司业绩未来几年有望加速上涨, 目前估值较为合理, 但考虑到公司的增长潜力目前估值水准是一个不错的投资时点, 给予“买入”的投资建议, 目标价 43.4 元(2015 PE 35X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	877	1077	1238	1502	1855
同比增减	%	21.05%	22.90%	14.92%	21.30%	23.54%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.78	0.87	0.91	1.00	1.24
同比增减	%	-19.58%	11.73%	4.46%	10.27%	23.54%
市盈率(P/E)	X	44	39	38	34	28
股利 (DPS)	RMB 元	0.09	0.08	0.10	0.10	0.12
股息率 (Yield)	%	0.26%	0.23%	0.29%	0.29%	0.36%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2,011	2,012	2,013	2014E	2015E
营业额	4,550	5,435	6,203	7,324	8,772
经营成本	784	870	1,158	1,339	1,572
主营业务利润	3,766	4,565	5,045	5,985	7,200
销售费用	1,912	2,340	2,355	2,771	3,307
管理费用	758	892	1,156	1,355	1,605
财务费用	-14	-16	-25	-22	-26
营业利润	1,032	1,300	1,451	1,768	2,186
补贴收入	33	47	34	35	40
税前利润	1,065	1,346	1,479	1,798	2,221
所得税	125	195	186	234	289
少数股东损益	64	74	54	63	77
净利润	877	1,077	1,238	1,502	1,855

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	949	1,329	2,169	2,984	4,097
存货净额	300	338	430	366	439
应收帐款净额	2,020	2,282	2,421	2,930	3,509
流动资产合计	3,731	4,514	5,412	7,036	8,903
长期投资净额	1	1	1	2	2
固定资产合计	848	1,179	1,302	1,200	1,100
无形资产及其他资产合计	51	67	203	180	160
资产总计	4,818	5,893	7,220	8,697	10,464
流动负债合计	429	440	554	790	871
长期负债合计	10	10	10	-162	-409
负债合计	439	450	564	627	461
少数股东权益	154	228	299	323	400
股东权益合计	4,379	5,443	6,656	8,070	10,003
负债和股东权益总计	4,818	5,893	7,220	8,697	10,464

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动所得现金净额	527	958	1,365	1,444	1,883
投资活动所用现金净额	-498	-467	-453	-519	-639
融资活动所得现金净额	-75	-111	-73	-110	-130
现金及现金等价物净增加额	-46	380	840	815	1,113

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可