

2015年04月21日

闫永正
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

59

恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买入

恒瑞医药 2015 年 1Q 业绩点评:

结论与建议:

公司发布公告, 2015 年 1Q 实现净利润 5.47 亿元, 同比增长 40.23%, 折合 ESP 为 0.36 元, 略超预期。

2015 年 1Q 公司实现营业收入 22.04 亿元, YOY+28.03%。我们预计公司: 造影剂产品销售额同比增长+40%; 输液类产品销售额同比增长+30%; 手术麻醉产品销售额同比增长+20%; 肿瘤药品销售额同比增长+15%。同时随着产品结构的不断优化, 公司综合毛利率继续得到提升至 83.57%, 同比增加 1.9 个 pp。报告期公司综合费用率为 51.38%, 同比下降 2.8 个 pp, 主要为公司加强精细化管理以及本期财务费用下降所致。

➤ **仿制药产品梯队华丽:** 过去几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: 国内首个针对胃癌的靶向药物, 阿帕替尼通过专家审评, 已于 2014 年底获批。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 20 个, 部分核心产品具有成为“重磅炸弹”潜力。

➤ **制剂产品国际化即将实现突破:** 随着环磷酰胺、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。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:** 小幅上调公司 2015 年/2016 年公司净利润至 19.90 亿元 (YOY+31.30%) /25.31 亿元 (YOY+27.19%), EPS 分别为 1.32 元/1.68 元, 对应 2015 年/2016 年 PE 分别为 40 倍/32 倍。我们认为公司业绩未来几年有望加速上涨, 长期看好公司前景, 目前估值较为合理, 维持“买入”的投资建议, 小幅上调目标价至 59 元(对应 2016 PE 35X)。

..... 接续下页

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2015/4/20)	53.77
上证综指(2015/4/20)	4217.08
股价 12 个月高/低	55.1/30.61
总发行股数(百万)	1505.02
A 股数(百万)	1496.24
A 市值(亿元)	820.08
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司 (24.30%)
每股净值(元)	5.65
股价/账面净值	9.64
股价涨跌(%)	一个月 28.9 三个月 38.3 一年 75.1

近期评等

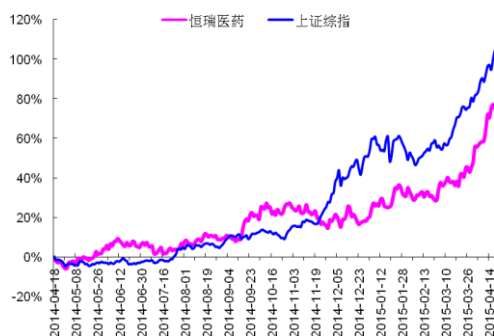
产品组合

针剂药	78.3%
片剂药	20.7%
原料药	1.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.4%
一般法人	57.5%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1077	1238	1516	1990	2531
同比增减	%	22.90%	14.92%	22.41%	31.30%	27.19%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.87	0.91	1.01	1.32	1.68
同比增减	%	11.73%	4.46%	10.96%	45.26%	27.19%
市盈率(P/E)	X	63	60	54	40	32
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	0.10	0.10	0.13	0.17
股息率 (Yield)	%	0.15%	0.18%	0.18%	0.24%	0.31%

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	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
营业额	5,435	6,203	7,452	9,252	11,396
经营成本	870	1,158	1,313	1,587	1,953
主营业务利润	4,565	5,045	6,139	7,665	9,443
销售费用	2,340	2,355	2,844	3,516	4,273
管理费用	892	1,156	1,464	1,712	2,085
财务费用	-16	-25	-81	-28	-34
营业利润	1,300	1,451	1,772	2,353	2,990
补贴收入	47	34	41	35	45
税前利润	1,346	1,479	1,800	2,383	3,030
所得税	195	186	227	310	394
少数股东损益	74	54	57	83	105
净利润	1,077	1,238	1,516	1,990	2,531

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
货币资金	1,329	2,169	3,449	3,493	5,310
存货净额	338	430	551	463	570
应收帐款净额	2,282	2,421	2,840	3,701	4,558
流动资产合计	4,514	5,412	7,200	8,566	11,506
长期投资净额	1	1	0	2	2
固定资产合计	1,179	1,302	1,366	1,200	1,100
无形资产及其他资产合计	67	203	200	180	160
资产总计	5,893	7,220	9,087	10,228	13,067
流动负债合计	440	554	#VALUE!	794	971
长期负债合计	10	10	10	-729	-704
负债合计	450	564	#VALUE!	64	267
少数股东权益	228	299	355	407	512
股东权益合计	5,443	6,656	8,290	10,164	12,800
负债和股东权益总计	5,893	7,220	#VALUE!	10,228	13,067

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
经营活动所得现金净额	958	1,365	1,574	1,953	2,586
投资活动所用现金净额	-467	-453	-298	-519	-639
融资活动所得现金净额	-111	-73	4	-110	-130
现金及现金等价物净增加额	380	840	1,280	1,323	1,817

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分内容以作任何用途。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, 不对其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)有限公司及其任何之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。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @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能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。