

中国：制药

2015年05月07日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**17.9%**

 日期 **2015/05/06**

收盘价	RMB57.63
十二个月目标价	RMB68.00
前次目标价	RMB50.00
上海A股指数	4,430.8

信息更新：

- ▶ 恒瑞医药 2015 年 1 季度每股收益人民币 0.36 元，环比增长 37%、同比增长 40%。
- ▶ 本中心将 2015/16 年预估每股收益上调 7%/15%至人民币 1.34/1.8 元。重申买入评级，目标价调升至人民币 68 元。

本中心观点：

- ▶ 新产品推出将带动营收与利润率增长。
- ▶ 恒瑞的产品储备项目丰富，有望维持增长动能。

公司简介： 恒瑞医药开发多种药物及药品包装材料。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB86,734.1 百万元
六个月平均日成交量	RMB370.6 百万元
总股本股数 (百万股)	1,504.0
流通 A 股股数比例	38.7%
大股东：持股比例	连云港天宇投资有限公司， 0.2%
净负债比率	(51.4%)
每股净值 (2015F)	RMB6.57
市净率 (2015F)	8.77 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	6,203	7,452	9,434	11,871
营业利润 **	1,428	1,699	2,390	3,294
税后净利润 *	1,238	1,516	2,010	2,713
每股收益(元)	0.91	1.01	1.34	1.80
每股收益同比增长率 (%)	4.5	10.7	32.6	34.9
每股股利(元)	0.09	0.10	0.13	0.18
市盈率 (倍)	63.3	57.2	43.1	32.0
股利收益率(%)	0.2	0.2	0.2	0.3
净资产收益率 (%)	19.5	19.1	20.3	21.4

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
李佩菁

+886 2 35187984

Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

罗羽捷

+886 2 3518 7949

jessie.lo@yuanta.com

恒瑞医药 (600276 CH)

上调盈利预估以反映利润率扩张

重申买入评级，目标价由人民币 50 元上调至人民币 68 元： 由于新药 Apatinib 与 Cyclophosphamide 分别在中国与美国成功上市，因此本中心分别将 2015/16 年预估每股收益上调 7%/15%至人民币 1.34/1.8 元，隐含 32.6/34.9%同比增长幅度。本中心之所以上调盈利预估，系因恒瑞医药 2015 年 1 季度财报优于预期，此外我们将 2015/16 年预估毛利率分别上调 1.4/1.0 个百分点至 81.8%/81.7%，主要因为 Apatinib 毛利率较高。恒瑞的产品储备项目丰富，且在中国新药开发居领先地位。本中心重申买入评级，目标价人民币 68 元，系由现金流量折现估值法目标价人民币 74 元与市盈率估值法目标价 63 元 (35 倍 2016 年预估每股收益，先前的 32 倍) 取平均值而得。

2015 年 1 季度每股收益人民币 0.36 元，较本中心/市场预估高出 32%/17%， 税后净利润环比增长 37%、同比增长 40%。我们认为此强劲财报受惠于 Apatinib 与 Cyclophosphamide 分别在中国与美国成功上市，促使 2015 年 1 季度毛利率/营业利润率分别扩张至 81.8/29.3% (高于 2014 年 1 季度的 79.8/27%)。

产品储备项目丰富，有望带动未来五同比增长： 产品包括 1) 最近获准上市的 Apatinib 与 Cyclophosphamide，使营运快速增长；2) 对美出口营收占整体营收比重有望由 2014 年的 4%提高至 6%，且此部分营业费用偏低；与 3) 另外三项新药，即 PEG-GCSF、Famitinib、Repaglinide，较可能获中国国家食品药品监督管理总局 (CFDA) 核准。我们预期此三项药品可能在 2015-16 年间取得药证并上市。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

2015 年 1 季度财报亮眼，盈利同比增长 40%

2015 年 1 季度盈利较本中心预估高出 34%，每股收益人民币 0.36 元。2015 年 1 季度营收为人民币 22 亿元 (环比增长 12%、同比增长 28%)，毛利率/营业利润率分别同比增长 2/2.2 个百分点至 81.8%/29.3%，带动税后净利润增长至人民币 5.47 亿元 (环比增长 37%，同比增长 40%)。此盈利数字较本中心预估的人民币 4.09 亿元高出 34%。

图 1：恒瑞医药 – 2015 年 1 季度财报比较表

人民币百万元	实际值	元大预估	差异	市场预估	差异	环比增长率	同比增长率
营业收入	2,204	2,020	9%	2,175	1%	12%	28%
营业毛利	1,803	1,613	12%	-	-	14%	31%
营业利润	645	492	31%	-	-	65%	39%
税前净利润	658	511	29%	-	-	50%	39%
税后净利润	547	409	34%	448	22%	37%	40%
每股收益 (人民币)	0.36	0.27	32%	0.31	17%	38%	24%
重要比率 (%)	实际值	元大预估	差异 (百分点)	市场预估	差异 (百分点)	环比增长幅度 (百分点)	同比增长幅度 (百分点)
营业毛利率	81.8%	79.8%	2.0	-	-	0.9	2.0
营业利润率	29.3%	24.3%	4.9	-	-	9.4	2.2
税前净利润率	29.9%	25.3%	4.6	-	-	7.6	2.4
税后净利润率	24.8%	20.2%	4.6	20.6%	4.3	4.5	2.2

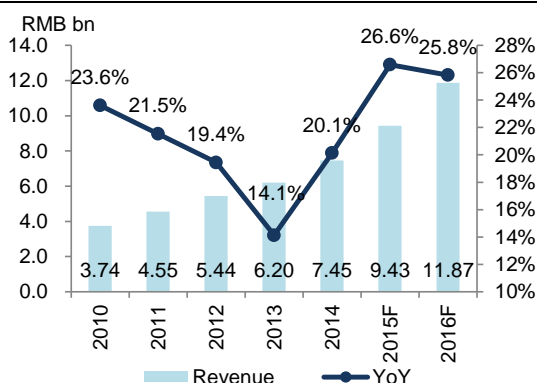
资料来源：Bloomberg、公司资料、元大汇整

我们认为公司快速增长主要可归功于 1) 新药 Apatinib 于 2014 年底上市，每剂订价人民币 19,800 元，毛利率高于公司平均水平；2) 与 Sandoz 合作后美国营收迅速增长，且新药 Cyclophosphamide 刚于 2015 年 1 季度上市。

由于恒瑞营收与营业利润率较预期强劲，因此本中心分别将 2015/16 年预估每股收益上调 7%/15%至人民币 1.34/1.8 元，且将目标价上调至人民币 68 元；新目标价系由现金流量折现估值法 (目标价人民币 74 元；未来 10 年自由现金流量复合增长率 11.5%，终期增长率 5%，加权平均资金成本 8.5%) 与 35 倍 2016 年预估每股收益 (约 1 倍 2016 年预估市盈率对增长比) 取平均值计算而得。

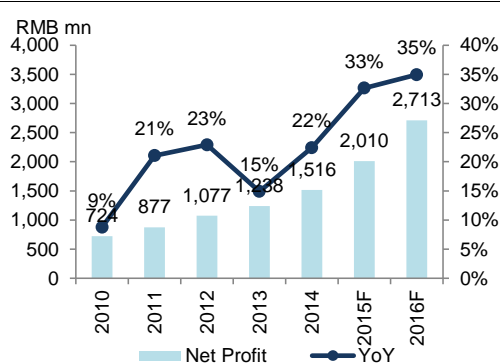
我们预期恒瑞可长期增长，原因为 1) Apatinib 与 Cyclophosphamide 最近获准上市，有望带动高速增长；2) 对美出口营收占比有望由 2014 年的 4%攀升至 6%，且营业费用降低；与 3) 三项新药，即 PEG-GCSF、Famitinib 与 Repaglinide，较可能获 CFDA 核准，预期可能在 2015-16 年间上市。

图 2：2010-16 年预估营收走势



资料来源：公司资料、元大

图 3：2010-16 年预估税后净利润走势



资料来源：公司资料、元大

图 4：同业估值比较表

公司	代码	评级	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率(倍)			每股收益增长率(%)		
					2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
恒瑞医药	600276 CH	买入 (维持评级)	RMB57.63	13,988.5	1.01	1.34	1.80	57.2	43.1	32.0	10.71	32.64	34.94
中国国内同业													
复星医药	600196 CH	未评级	27.80	10,061	0.92	1.15	1.38	30.2	24.2	20.1	29.6	25.1	20.2
上海医药	601607 CH	未评级	24.61	9,967	0.96	1.08	1.25	25.6	22.7	19.7	15.7	12.4	15.4
国药股份	600511 CH	未评级	36.69	2,832	1.01	NA	NA	36.4	NA	NA	17.2	NA	NA
华东医药	000963 CH	未评级	67.25	4,706	1.74	2.61	3.30	38.6	25.8	20.4	31.8	50.0	26.2
海正药业	600267 CH	未评级	22.59	3,517	0.35	0.42	0.55	64.5	53.8	41.1	-2.8	20.0	31.0
华海药业	600521 CH	未评级	22.40	2,838	0.34	0.55	0.71	65.9	41.0	31.6	-29.2	60.6	29.9
平均值		未评级						43.6	33.5	26.6	10.4	33.6	24.5
全球同业		未评级											
Pfizer	PFE US	未评级	34.12	209,508	1.44	2.05	2.25	23.7	16.7	15.2	-14.4	-9.4	10.0
Merck & Co.	MRK US	未评级	60.49	171,093	4.12	3.42	3.78	14.7	17.7	16.0	176.5	-2.0	10.6
Actavis	ACT US	未评级	285.75	112,234	-7.42	17.65	21.36	NA	16.2	13.4	-40.8	26.3	21.0
Teva	TEVA US	未评级	61.46	52,118	NA	5.18	5.12	NA	11.9	12.0	140.3	NA	-1.2
Mylan	MYL US	未评级	72.89	35,673	2.49	4.13	4.68	29.3	17.6	15.6	52.8	16.1	13.2
台湾同业													
永信	3705 TT	买入	56.20	466	2.84	3.16	3.76	19.8	17.8	14.9	16.4	11.3	19.0
友华	4120 TT	未评级	64.20	182	2.26	3.30	NA	28.4	19.5	NA	-61.3	46.0	NA
平均值								34.3	23.7	20.0	25.5	23.3	17.7

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg；注：所有每股收益数字系以当地货币为单位

图 5：同业估值比较表(续)

公司	代码	评级	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	营业利润率(%)			市净率(倍)			净资产收益率(%)		
					2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
恒瑞医药	600276 CH	买入 (维持评级)	RMB57.63	13,988.5	22.8	25.3	27.7	10.9	8.8	6.8	19.1	20.3	21.4
中国国内同业													
复星医药	600196 CH	未评级	21.95	8,217	9.8	12.9	13.3	2.9	3.3	2.9	13.2	14.7	15.7
上海医药	601607 CH	未评级	16.85	6,904	3.5	3.7	3.7	1.4	2.2	2.0	9.6	9.9	10.3
国药股份	600511 CH	未评级	32.81	2,527	4.3	5.1	5.3	6.0	5.9	4.9	21.0	20.1	20.3
华东医药	000963 CH	未评级	58.16	4,061	6.9	6.9	7.6	10.1	9.0	6.3	31.3	35.8	32.3
海正药业	600267 CH	未评级	17.48	2,715	7.9	7.1	8.0	2.3	3.0	2.9	5.2	4.6	5.6
华海药业	600521 CH	未评级	14.45	1,826	12.7	14.9	15.8	3.5	4.9	4.4	8.5	12.2	14.1
平均值		未评级			7.5	8.4	9.0	4.4	4.7	3.9	14.8	16.2	16.4
全球同业		未评级											
Pfizer	PFE US	未评级	33.10	208,552	26.7	36.6	38.2	2.8	3.0	3.0	12.4	19.8	23.0
Merck & Co.	MRK US	未评级	62.61	178,493	13.4	32.5	33.1	3.3	4.0	4.0	24.2	21.3	26.7
Actavis	ACT US	未评级	269.01	71,304	-9.7	43.3	46.9	2.4	1.9	1.9	-8.6	13.0	11.6
Teva	TEVA US	未评级	58.44	49,966	22.1	30.0	28.9	NA	2.1	2.0	13.3	16.8	15.7
Mylan	MYL US	未评级	55.13	20,634	17.5	28.1	28.6	6.5	3.4	2.9	30.0	14.7	13.3
台湾同业													
永信	3705 TT	买入	53.90	433	14.1	15.1	16.1	2.4	2.5	2.3	12.9	13.8	15.4
友华	4120 TT	未评级	67.20	184	4.3	NA	NA	2.1	NA	NA	6.9	NA	NA
平均值					10.3	19.7	20.5	3.8	3.8	3.3	13.8	16.4	17.0

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

1.1 类新药与出口收入带动增长

Apatinib 为热销药物，营收有望突破人民币 10 亿元

Apatinib 属小分子药物，于 2014 年 4 季度获中国食品药品监督管理局核发 1.1 类新药药证，并于同年 11 月上市销售。该药物获准用于治疗胃癌，而肝癌适应症的第三期临床试验预计将于 2015 年完成。目前中国每年新增的胃癌/肝癌个案达 50/40 万件，而 -tinib 类药物的每人每一剂成本约为人民币 10,000 元，因此市场将 Apatinib 视为热销药品，预估营收最高可突破人民币 10 亿元。研究中心预估 2015/16 年 Apatinib 对恒瑞医药的营收贡献金额约为人民币 1.80/3.20 亿元，且有望于 4-5 年内达到销售高峰。

除 Apatinib 外，2015-16 年恒瑞医药还有 PEG-GCSF、Fahmitinib 与 Repaglinide 三项 1.1 类新药待政府审批，未来几年有望贡献其营收。恒瑞医药的 1.1 类新药储备项目丰富，将是公司未来 5 年的营运增长主力。

图 6：恒瑞医药 - 1.1 类新药储备项目

产品名称	药物说明	适应症	研发进度	预估上市时间
Apatinib	小分子肿瘤靶药物 (多重靶酪氨酸激酶抑制剂)	胃癌	取得药证	2015
		肝癌	三期临床	2015
		乳癌	二期临床	2016
		大肠癌	二期临床	2016
PEG-GCSF	强化白血球	抗肿瘤	审核中	2015
Fahmitinib	小分子肿瘤靶药物 (多重靶酪氨酸激酶抑制剂)	大肠癌、鼻咽癌	三期临床	2016
		肾癌	二期临床	2017
Repaglinide	DDP-IV 抑制剂	第二型糖尿病	三期临床	2016
Pyrrotinib	小分子肿瘤靶药物 (多重靶酪氨酸激酶抑制剂)	乳癌	一期临床	2018
Hetrombopag	血小板生成素受体作用剂	EPO	一期临床	2018
INS061	胰岛素	第二型糖尿病	临床试验审查	2020
SHR-A 1201	-	乳癌	临床试验审查	2020
Carbonate balanced fluid	-	注射液	临床试验审查	2020

资料来源：公司资料、元大

与 Sandoz 合作销售 Cyclophosphamide 有望取得较高的市场份额

Cyclophosphamide 为恒瑞医药第四项获美国 FDA 核准的药物，已于 2015 年 1 季度上市。公司与 Sandoz (Novartis 旗下子公司，专门生产学名药，目前为全球第五大学名药厂，2014 年营收达 96 亿美元) 合作，由 Sandoz 协助 Cyclophosphamide 在美销售事宜。有了这层合作关系，本中心认为 Cyclophosphamide 很快就能取得较高的市场份额。

Cyclophosphamide 注射剂为 Baxter 于 2008 年发明并上市的产品，据 IMS 预估 2014 年市场规模约为 4.20 亿美元。Sandoz 与恒瑞医药为率先在美国推出 Cyclophosphamide 学名药注射剂的药厂。凭借与 Sandoz 的合作关系以及第一项上市学名药的优势，我们认为恒瑞医药的 Cyclophosphamide 注射液产品上市两年内便可取得 20-30% 的市场份额，预计 2015/16 年将贡献该公司人民币 3,500/6,500 万元营收。

Sevoflurane 与 Oxaliplatin 注射剂预计将获美国 FDA 核准上市贩卖，且恒瑞医药打算循此模式在美营销所有原已于中国上市的主要学名药。制剂产品出口占公司 2014 年整体营收的 4%，而本中心预期 2015/16 年该业务的营收占比将达 6-7%。

图 7：恒瑞医药在美销售的 ANDA 学名药产品

药品名称	核准日期	适应症	美国市场规模 (百万美元)
Irinotecan	2011	抗肿瘤、大肠癌	450
Oxaliplatin tablet	2012	抗肿瘤、大肠癌末期	102
Letrozole	2013	芳香环酶抑制剂、数类乳腺癌	620
Cyclophosphamide	2014	抗肿瘤、淋巴瘤、多发性骨髓瘤、白血病、蕈状肉芽肿、卵巢癌、眼癌与乳腺癌	420

资料来源：公司资料、元大

图 8：季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	2,204	2,249	2,466	2,515	9,434	2,740	2,852	3,077	3,202	11,871
销货成本	(401)	(414)	(448)	(455)	(1,718)	(496)	(528)	(568)	(579)	(2,170)
营业毛利	1,803	1,834	2,018	2,060	7,716	2,244	2,324	2,509	2,623	9,700
营业费用	(1,158)	(1,252)	(1,478)	(1,438)	(5,326)	(1,413)	(1,527)	(1,759)	(1,707)	(6,406)
营业利润	645	582	540	622	2,390	831	797	750	916	3,294
业外利益	13	13	20	47	93	5	14	23	46	88
税前净利润	658	595	560	669	2,483	836	811	773	962	3,382
少数股东权益	(11)	(19)	(20)	(23)	(73)	(14)	(26)	(28)	(33)	(100)
所得税费用	(100)	(102)	(95)	(103)	(400)	(140)	(135)	(131)	(163)	(569)
归属母公司税后净利润	547	474	446	543	2,010	683	649	614	766	2,713
每股稀释 (RMB)	0.36	0.32	0.30	0.36	1.34	0.45	0.43	0.41	0.51	1.80
加权平均股数	1,504	1,504	1,504	1,504	1,504	1,504	1,504	1,504	1,504	1,504
重要比率										
营业毛利率	81.8%	81.6%	81.8%	81.9%	81.8%	81.9%	81.5%	81.5%	81.9%	81.7%
营业利润率	29.3%	25.9%	21.9%	24.7%	25.3%	30.3%	27.9%	24.4%	28.6%	27.7%
税前净利润率	29.9%	26.5%	22.7%	26.6%	26.3%	30.5%	28.4%	25.1%	30.0%	28.5%
有效所得税率	15.2%	17.1%	16.9%	15.4%	16.1%	16.7%	16.7%	17.0%	16.9%	16.8%
季增率(%)										
营业收入	12.3%	2.0%	9.6%	2.0%	26.6%	8.9%	4.1%	7.9%	4.1%	25.8%
营业利润	65.4%	(9.7%)	(7.2%)	15.2%	40.7%	33.6%	(4.1%)	(5.9%)	22.2%	37.8%
税后净利润	37.3%	(13.3%)	(6.1%)	21.8%	32.6%	25.8%	(4.9%)	(5.4%)	24.8%	34.9%
每股稀释盈余	37.28%	(13.32%)	(6.05%)	21.76%	32.64%	25.81%	(4.93%)	(5.37%)	24.76%	34.94%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史数据。

股票估值

考虑恒瑞医药的营收动能与营业利润率优于预期，我们将其 2015/16 年预估每股收益上调 7%/15%至人民币 1.34/1.8 元。研究中心亦将目标价提高至人民币 68 元。新目标价系以现金流量折现 (推算出目标价人民币 74 元；未来 10 年自由现金流量年复合增长率预估为 11.5%、终期增长率 5%、加权平均资金成本 8.5%) 与 35 倍 2016 年预估市盈率 (或 1.0 倍 2016 年预估市盈率对增长比；前次估值为 32 倍 2016 年市盈率) 取平均值计算而得。

图 9：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 10：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	1,329	2,169	3,449	5,276	7,692
存货	338	430	551	557	619
应收帐款及票据	2,282	2,421	2,840	2,894	3,137
其他流动资产	564	392	360	420	446
流动资产	4,514	5,412	7,200	9,146	11,894
长期投资	1	1	0	0	0
固定资产	1,179	1,302	1,366	1,390	1,500
什项资产	198	505	521	596	662
其他资产	1,379	1,808	1,887	1,986	2,162
资产总额	5,893	7,220	9,087	11,132	14,057
应付帐款及票据	220	290	419	486	570
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	220	264	295	318	346
流动负债	440	554	715	804	916
长期借款	10	10	10	10	10
其他负债及准备	0	0	72	72	72
长期负债	10	10	82	82	82
负债总额	450	564	797	886	998
股本	1,237	1,360	1,505	1,505	1,505
资本公积	328	332	508	531	531
保留盈余	3,651	4,667	5,924	7,847	10,659
换算调整数	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
归属母公司之权益	5,214	6,357	7,934	9,881	12,692
少数股权	228	299	355	366	366
股东权益总额	5,442	6,656	8,290	10,247	13,059

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	1,151	1,292	1,573	2,083	2,813
折旧及摊提	132	171	213	248	264
本期营运资金变动	(392)	56	(348)	(30)	(220)
其他营业资产	67	(154)	136	(235)	(56)
营运活动之现金流量	958	1,365	1,574	2,066	2,801
资本支出	(467)	(453)	(299)	(246)	(374)
本期长期投资变动	0	0	(1)	0	0
其他资产变动	0	1	2	0	0
投资活动之现金流量	(467)	(452)	(298)	(246)	(374)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	(111)	(73)	4	6	(11)
融资活动之现金流量	(111)	(73)	4	6	(11)
本期产生现金流量	380	840	1,280	1,827	2,416
自由现金流量	491	912	1,276	1,821	2,427

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	5,435	6,203	7,452	9,434	11,871
销货成本	(965)	(1,264)	(1,446)	(1,718)	(2,170)
营业毛利	4,470	4,939	6,006	7,716	9,700
营业费用	(3,232)	(3,510)	(4,308)	(5,326)	(6,406)
营业利润	1,238	1,428	1,699	2,390	3,294
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	16	25	81	84	62
利息收入净额	16	25	81	84	62
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	92	25	20	9	26
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,346	1,479	1,800	2,483	3,382
所得税费用	(195)	(186)	(227)	(400)	(569)
少数股权净利	(74)	(54)	(57)	(73)	(100)
归属母公司之净利	1,077	1,238	1,516	2,010	2,713
税前息前折旧摊销前净利	1,370	1,599	1,912	2,638	3,558
每股收益 (RMB)	0.87	0.91	1.01	1.34	1.80
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.87	0.91	1.01	1.34	1.804

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
同比增长率 (%)					
营业收入	19.4	14.1	20.1	26.6	25.8
营业利润	20.4	15.4	18.9	40.7	37.8
税前息前折旧摊销前净	21.7	16.7	19.6	38.0	34.9
税后净利润	22.9	14.9	22.4	32.6	34.9
每股收益	11.73	4.47	10.71	32.64	34.94
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	82.2	79.6	80.6	81.8	81.7
营业利润率	22.8	23.0	22.8	25.3	27.7
税前息前 折旧摊销前净利率	25.2	25.8	25.7	28.0	30.0
税后净利率	19.8	20.0	20.3	21.3	22.9
资产报酬率	21.5	19.7	19.3	20.6	22.3
净资产收益率	20.7	19.5	19.1	20.3	21.4
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
净现金(负债)权益比(%)	24.4	32.6	41.6	51.5	58.9
利息保障倍数 (倍)	(80.7)	(58.0)	(21.3)	(28.7)	(53.5)
利息及短期债	(80.7)	(58.0)	(21.3)	(28.7)	(53.5)
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(58.2)	(54.5)	(19.5)	(24.7)	(45.2)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	(58.2)	(54.5)	(19.5)	(24.7)	(45.2)
流动比率 (倍)	10.3	9.8	10.1	11.4	13.0
速动比率 (倍)	9.5	9.0	9.3	10.7	12.3
净负债 (RMB 百万元)	(1,319)	(2,159)	(3,439)	(5,266)	(7,682)
每股净值 (RMB)	4.22	4.67	5.28	6.57	8.44
估值指标 (倍)					
市盈率	66.1	63.3	57.2	43.1	32.0
股价自由现金流量比	145.0	85.9	67.9	47.6	35.7
市净率	13.7	12.3	10.9	8.8	6.8
股价税前息前折旧摊销 前净利比	52.0	49.0	45.3	32.9	24.4
股价营收比	13.1	12.6	11.6	9.2	7.3

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

恒瑞医药 (600276 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/01/21	40.77	50.00	50.00	买入	李佩菁

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	183	44%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	52	12%
卖出	9	2%
评估中	59	14%
限制评级	8	2%
总计：	418	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼