

中国：制药

2015年6月25日

投资建议：

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅：24.6%

日期 2015/06/25

收盘价 RMB42.53
 十二个月目标价 RMB53.00
 前次目标价 RMB68.00
 上海A股指数 4,742.4

信息更新：

- ▶ 我们重申买入评级并调整每股收益预估，以反映发放股票股利的影响。
- ▶ 除上述调整外，我们维持预估价值不变。我们预计 2015/16 年每股收益将增长 2%/35% 至人民币 1.03 元/1.39 元。

本中心观点：

- ▶ 恒瑞医药积极寻求与国际药厂合作的经营策略，将有助于公司在美国推广其抗癌药物。
- ▶ 更多新药正等待国家食品药品监督管理总局 (CFDA) 批准，有望支撑公司长期增长动能。

公司简介：恒瑞医药开发各种药物及药物包装材料。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB78,162.1 百万元
六个月平均日成交量	RMB458.4 百万元
总股本股数 (百万股)	1,956.5
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)	RMB5.05
市净率 (2015F)	8.42 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	1.03	1.39
每股收益同比增长率 (%)	4.5	10.6	2.0	34.9
每股股利 (元)	0.09	0.08	0.10	0.14
市盈率 (倍)	46.7	42.2	41.4	30.7
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)

新产品将带动营收增长及毛利率扩张

今年 AsiaMoney 票选活动将从 7 月 2 日展开，请将您宝贵的一票投给元大！

重申买入评级，目标价调整至人民币 53 元，以反映股票股利的影响 (稀释 30%)：我们维持 2015/16 年税后净利润预估人民币 20.1 亿元 / 27.1 亿元不变 (隐含同比增长率为 32.6%/34.9%)，但由于恒瑞发放股票股利 (每 10 股配 3 股)，我们将每股收益预估从人民币 1.34 元 / 1.80 元调整至 1.03 元 / 1.39 元。凭借强大的研发实力，我们认为公司产业地位稳固，而主要增长动能包括：1) Cyclophosphamide 在美销售将带动营收增长及毛利率扩张；及 2) 新上市的 Apatinib。这些高毛利率药品使恒瑞 2015 年 1 季度营业利润率扩张 6.5 个百分点，从 2014 年的 22.8% 升至 29.3%。

我们预估 2015 年 Cyclophosphamide 注射剂的美国销售额将达人民币 4 亿元，占公司 2015 年营收的 4.2%。恒瑞与国际领先的学名药厂 Sandoz 合作，在美国推广该产品，计划在三年内获得 40% 的市占率。基于此次成功经验，恒瑞计划与其他国际药厂合作推出其获美国 FDA 核准的产品。美国癌症药物的售价远高于中国，亦有助于推升公司毛利率。

Apatinib 于 2014 年 4 季度上市，公司预估 2015 年该产品销售额将达人民币 2-3 亿元，较本中心预估高 30%。我们预计这将占 2015 年恒瑞总营收的 2.6%。除 Apatinib 之外，恒瑞希望 PEG-GCSF、Fahmitinib 及 Repaglinide (1.1 类新药) 能在 2015/16 年获得药证，未来几年将为公司贡献营收。

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。

股票股利稀释率达 30%

恒瑞近期发放股票股利 (每 10 股配 3 股), 总股数从 15.1 亿股增至 19.7 亿股 (相当于稀释 30%左右)。我们维持 2015/16 年税后净利润预估人民币 20.1 亿元/27.1 亿元不变, 但考虑到稀释效应, 将每股收益预估从人民币 1.34 元/1.80 元调整至 1.03 元/1.39 元。同时将目标价调整至人民币 53 元, 系基于现金流量折现估值 (推算出目标价人民币 56 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), 取平均计算而得。

海外市场表现优异

Cyclophosphamide 是恒瑞第四项获得美国 FDA 核准的药品, 并由恒瑞及其销售合作伙伴 Sandoz 在 2015 年 1 季度上市。Cyclophosphamide 注射剂用于治疗多发性骨髓瘤、淋巴瘤、白血病和部分实体瘤。该药物由 Baxter 研发, 于 2008 年上市。IMS 预计 2014 年该产品销售额达 4.2 亿美元。Sandoz 和恒瑞的产品是首个在美国销售的 Cyclophosphamide 注射剂学名药, 两家公司希望该产品能取得 40%市占率。

恒瑞预计 2015 年 Cyclophosphamide 注射剂的美国销售额将达人民币 4 亿元。公司正申请 Cyclophosphamide 注射剂在欧洲的销售许可, 期望今年年底前能获准, 有望带动公司 2016 同比增长。

图 1: Cyclophosphamide 注射剂



资料来源: PharmacyTimes、Medlibrary

公司也向美国 FDA 提出 Sevoflurane 和 Oxaliplatin 注射剂的简化新药申请 (ANDA)。这两种药已进入审核程序, 预计 2016 年将获核准。公司也已经与一家国际学名药公司签订 Oxaliplatin 的营销合作契约, 但尚未披露任何细节。

江苏恒瑞向日本 MHLW-PMDA (厚生劳动省 - 药品和医疗器械综合管理局) 申请 Lelrozol 药片上市许可已有两年, 预计 2015 年下半年将获得批准并上市。

在 Cyclophosphamide 和其他计划上市的药品支撑下, 我们预计 2015/16 年恒瑞配方产品销售营收将增至人民币 5.5/8.4 亿元, 占总营收的 6-7% (2014 年为人民币 1600 万元)。

1.1 类新药储备项目将提供未来增长动能

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。该药物获准用于治疗胃癌，目前正在进行肝癌治疗的第三期临床试验。公司预计 2015 年 Apatinib 营收将达人民币 2-3 亿元，高于本中心预估的人民币 1.8 亿元。公司也表示，肝癌第三期临床试验将于明年年底前完成，较本中心预期晚一年。

今年 Imrecoxib 药片预计将获准纳入江苏省医保目录，公司也计划申请将 Apatinib 纳入医保范围。

除 Apatinib 外，恒瑞预计 2015/16 年 PEG-GCSF、Fahmitinib 和 Repaglinide 三项 1.1 类新药也将获得核准，未来几年将为公司贡献营收。公司也开发 anti-PD1 抗体，并已提交临床试验申请，预计将于 2017 年开展临床试验。

图 2：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)	市盈率 (倍)			每股收益增长率 (%)			营业利润率 (%)		
					2014	2015 估	2016 估	2014	2015 估	2016 估	2014	2015 估	2016 估
江苏恒瑞	600276 CH	买入	RMB42.53	13,401.1	42.2	41.4	30.7	10.63	2.03	34.94	22.8	25.3	27.7
中国国内同业													
复星医药	600196 CH	未评级	31.08	11,109	33.8	27.6	22.9	29.6	22.4	20.5	9.8	13.5	13.7
上海医药	601607 CH	买入	24.85	9,870	25.9	22.0	18.3	16.6	17.7	20.4	3.7	4.0	4.3
国药股份	600511 CH	未评级	55.67	4,293	55.2	NA	NA	17.2	NA	NA	4.3	5.1	5.3
华东医药	000963 CH	未评级	71.48	4,997	41.1	27.4	21.7	31.8	50.0	26.2	6.9	6.9	7.6
海正药业	600267 CH	未评级	21.80	3,390	62.3	NA	NA	-2.8	NA	NA	7.9	5.9	6.6
华海药业	600521 CH	未评级	27.60	3,493	81.2	50.2	37.3	-29.2	61.8	34.5	12.7	15.0	15.9
平均值					49.9	31.8	25.0	10.5	38.0	25.4	7.6	8.4	8.9
全球同业													
Pfizer	PFE US	未评级	34.23	210,777	23.8	16.8	14.7	-14.4	-10.1	15.0	26.7	36.5	35.8
Merck & Co.	MRK US	未评级	58.24	164,541	14.1	16.9	15.2	176.5	-1.4	11.2	13.4	32.8	33.3
Actavis	ACT US	未评级	298.98	-	NA	16.7	13.9	-40.8	27.7	20.2	-9.7	43.2	47.3
Teva	TEVA US	未评级	59.37	50,346	NA	11.4	11.6	140.3	NA	-1.4	28.3	30.2	29.6
Mylan	MYL US	未评级	70.86	34,724	28.5	17.3	15.2	52.8	15.3	13.4	17.5	28.2	29.0
平均值					40.6	22.9	19.0	34.3	22.9	17.8	11.1	20.1	20.8

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 3：恒瑞医药 – 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
每股稀释盈余 (人民币)	0.28	0.24	0.23	0.28	1.03	0.35	0.33	0.31	0.39	1.39
加权平均股数	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
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	5.60%	(13.32%)	(6.05%)	21.76%	2.03%	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”为元大汇整之历史资料

图 4：恒瑞医药 – 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 5：恒瑞医药 – 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	5,275	7,690
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	11,893
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	14,055
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	7,846	10,659
换算调整数	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
归属母公司之权益	5,214	6,357	7,934	9,880	12,691
少数股权	228	299	355	366	366
股东权益总额	5,442	6,656	8,290	10,246	13,057

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	5	(12)
融资活动之现金流量	(111)	(73)	4	5	(12)
本期产生现金流量	380	840	1,280	1,826	2,415
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	1.03	1.39
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.87	0.91	1.01	1.03	1.386

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	10.63	2.03	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)	(5,265)	(7,680)
每股净值 (RMB)	4.22	4.67	5.27	5.05	6.49
估值指标 (倍)					
市盈率	48.8	46.7	42.2	41.4	30.7
股价自由现金流量比	107.0	63.4	50.2	45.7	34.3
市净率	10.1	9.1	8.1	8.4	6.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	38.4	36.2	33.5	31.5	23.4
股价营收比	9.7	9.3	8.6	8.8	7.0

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



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	179	42%
持有-超越同业	113	27%
持有-落后同业	59	14%
卖出	9	2%
评估中	58	14%
限制评级	4	1%
总计:	422	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