

恒瑞医药 (600276.SH) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

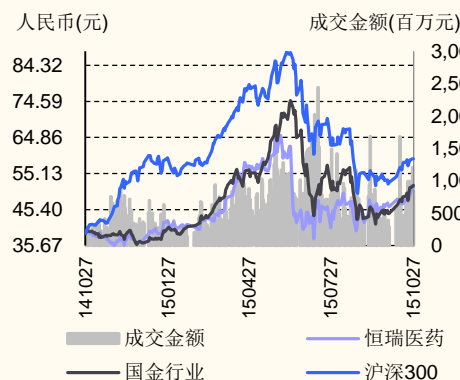
业绩点评

市场价格 (人民币): 51.45 元
 目标价格 (人民币): 60.00-60.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,949.14
总市值(百万元)	100,661.88
年内股价最高最低(元)	67.25/35.67
沪深 300 指数	3592.88
上证指数	3434.34



相关报告

- 《研发硕果开始收获, 中国创新走向世界;-恒瑞医药公司点评》, 2015.9.7
- 《各项业务齐发力, 龙头公司保持快速增长;-恒瑞医药业绩点评》, 2015.8.25
- 《研发步入收获期, 多轮驱动发展;-恒瑞医药公司点评》, 2015.6.24
- 《国际化推动新一轮成长期来临;-恒瑞医药业绩点评》, 2015.4.20
- 《收入增速加快, 创新与出口推动成长-恒瑞医药业绩点评》, 2014.10.28

李涛

分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
(8621)60935380
litaol@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

业绩保持高增长, 业务进入收获期;

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.910	1.008	1.084	1.380	1.661
每股净资产(元)	4.67	5.27	6.58	8.27	10.33
每股经营性现金流(元)	1.00	1.05	1.27	1.47	1.68
市盈率(倍)	41.73	37.19	56.27	44.17	36.70
行业优化市盈率(倍)	32.68	39.61	78.38	78.38	78.38
净利润增长率(%)	14.92%	22.41%	39.79%	27.39%	20.36%
净资产收益率(%)	19.48%	19.10%	21.39%	21.67%	20.89%
总股本(百万股)	1,360.22	1,503.99	1,955.19	1,955.19	1,955.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恒瑞医药公布三季报, 收入 68.7 亿, 增 25.16%; 扣非净利润 15.79 亿, 增 41.05%, 每股收益 0.83 元, 完全符合预期。第三季度单季度收入 24.8 亿, 增 25.5%; 净利润 5.1 亿, 增 43%。

经营分析

- 各业务板块保持稳定增长, 出口拉动利润快速增长。我们预计公司传统的仿制药业务增长 15% 左右, 各细分种类中, 预计肿瘤药增长 10% 左右, 麻醉产品、电解质整体增长 20% 左右, 造影剂预计仍保持 30% 左右快速增长。我们预计创新药阿帕替尼实现约 1.5 亿元销售, 符合预期。出口业务维持上半年趋势, 预计实现 3 亿元以上收入。报告期内, 公司财务指标非常稳定, 表明运营状况非常好。
- 创新平台完备, 进入研发收获期。优质的产品储备是公司价值最佳的体现。公司持续十几年进行研发投入, 现在已经建立了完善的化学药、生物药研发平台, 并且有十几个产品在临床过程中。产品覆盖癌症、麻醉镇痛、糖尿病等领域。以阿帕替尼为重要标志, 公司的重磅创新产品进入收获期。我们预计未来 19K、瑞格列汀、法米替尼、吡咯替尼、PD-1 单抗等都会陆续取得进展。未来估计每年都有 1-2 个创新药上市。
- 开拓国际市场, 获得新的成长拉动力。一是仿制药国际化, 公司建立了先进的生产线, 并具有成熟的质量控制体系, 近年来在欧美、日本等规范市场持续进行产品注册, 包括环磷酰胺、七氟烷、奥沙利铂、伊立替康、来曲唑等品种。并且探索各种销售模式, 使公司产品能够快速上量。我们预计未来公司每年都会有三四个品种获得海外注册, 出口业务能维持 30% 左右增长。二是创新药国际化, 公司会选择疗效好的产品推向国际, 将公司的创新成果价值最大化, 现在吡咯替尼已经在美国开展一期临床、PD-1 单抗已经授权 Incyte 公司进行海外开发。我们认为公司的技术积累、创新积累已经到了可以做国际化的时候, 公司要想进一步做大, 打开国际市场是必经之路。

投资建议

- 预计 2015-2017 年每股收益分别为 1.08 元、1.38 元、1.66 元, 当前股价对应的市盈率依次为 47 倍、37 倍、31 倍, 公司是我们长期看好的标的, 其创新能力国内首屈一指, 应当给予估值溢价。而且, 在行业增速放缓的背景下, 公司保持快速增长尤为难得。维持“买入”评级, 目标价 60 元。

风险提示：招标定价影响、新药研发进程和推广进程、出口波动。

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	5,435	6,203	7,452	9,164	11,297	13,950
增长率	14.1%	20.1%	23.0%	23.0%	23.3%	23.5%
主营业务成本	-870	-1,158	-1,313	-1,543	-1,884	-2,303
% 销售收入	16.0%	18.7%	17.6%	16.8%	16.7%	16.5%
毛利	4,565	5,045	6,139	7,620	9,414	11,647
% 销售收入	84.0%	81.3%	82.4%	83.2%	83.3%	83.5%
营业税金及附加	-95	-106	-133	-163	-201	-248
% 销售收入	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	-2,340	-2,355	-2,844	-3,482	-4,293	-5,440
% 销售收入	43.0%	38.0%	38.2%	38.0%	38.0%	39.0%
管理费用	-892	-1,156	-1,464	-1,604	-1,921	-2,371
% 销售收入	16.4%	18.6%	19.6%	17.5%	17.0%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	1,238	1,428	1,699	2,371	2,999	3,586
% 销售收入	22.8%	23.0%	22.8%	25.9%	26.5%	25.7%
财务费用	16	25	81	88	124	166
% 销售收入	-0.3%	-0.4%	-1.1%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	45	-3	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,300	1,451	1,772	2,460	3,124	3,752
营业利润率	23.9%	23.4%	23.8%	26.8%	27.6%	26.9%
营业外收支	46	27	27	30	30	30
税前利润	1,346	1,479	1,800	2,490	3,154	3,782
利润率	24.8%	23.8%	24.1%	27.2%	27.9%	27.1%
所得税	-195	-186	-227	-314	-397	-476
所得税率	14.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	1,151	1,292	1,573	2,176	2,756	3,306
少数股东损益	74	54	57	57	57	57
归属于母公司的净利润	1,077	1,238	1,516	2,119	2,699	3,248
净利率	19.8%	20.0%	20.3%	23.1%	23.9%	23.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,151	1,292	1,573	2,176	2,756	3,306
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	87	173	220	222	240	258
非经营收益	8	4	-21	27	-30	-30
营运资金变动	-288	-104	-198	-518	-762	-1,005
经营活动现金净流	958	1,365	1,574	1,908	2,205	2,530
资本开支	-466	-453	-298	-228	-224	-225
投资	-1	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-467	-452	-298	-229	-224	-225
股权募资	0	16	136	0	0	0
债权募资	-10	10	-10	0	0	0
其他	-101	-99	-122	2	-151	-151
筹资活动现金净流	-111	-73	4	2	-151	-151
现金净流量	380	840	1,280	1,680	1,830	2,154

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,329	2,169	3,449	5,129	6,959	9,113
应收款项	2,492	2,609	2,945	3,517	4,274	5,278
存货	338	430	551	550	671	820
其他流动资产	355	204	255	233	285	347
流动资产	4,514	5,412	7,200	9,430	12,189	15,559
% 总资产	76.6%	75.0%	79.2%	83.5%	86.6%	89.2%
长期投资	5	5	5	6	5	5
固定资产	1,269	1,564	1,624	1,655	1,666	1,660
% 总资产	21.5%	21.7%	17.9%	14.6%	11.8%	9.5%
无形资产	67	203	200	203	206	209
非流动资产	1,379	1,808	1,887	1,866	1,879	1,876
% 总资产	23.4%	25.0%	20.8%	16.5%	13.4%	10.8%
资产总计	5,893	7,220	9,087	11,296	14,069	17,435
短期借款	0	10	0	0	0	0
应付款项	315	391	550	543	663	815
其他流动负债	125	153	164	353	400	458
流动负债	440	554	715	896	1,063	1,274
长期贷款	10	10	10	10	10	10
其他长期负债	0	0	72	72	72	72
负债	450	564	797	978	1,145	1,356
普通股股东权益	5,214	6,357	7,934	9,905	12,453	15,551
少数股东权益	228	299	355	413	470	528
负债股东权益合计	5,893	7,220	9,087	11,296	14,069	17,435

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.871	0.910	1.008	1.084	1.380	1.661
每股净资产	4.217	4.674	5.272	6.581	8.274	10.333
每股经营现金净流	0.775	1.003	1.046	1.267	1.465	1.681
每股股利	0.090	0.080	0.090	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	20.66%	19.48%	19.10%	21.39%	21.67%	20.89%
总资产收益率	18.28%	17.15%	16.68%	18.76%	19.18%	18.63%
投入资本收益率	19.42%	18.70%	17.73%	19.93%	20.15%	19.40%
增长率						
主营业务收入增长率	19.44%	14.13%	20.14%	22.97%	23.28%	23.48%
EBIT增长率	20.44%	15.37%	18.92%	39.61%	26.46%	19.59%
净利润增长率	22.90%	14.92%	22.41%	39.79%	27.39%	20.36%
总资产增长率	22.30%	22.53%	25.85%	24.31%	24.55%	23.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.5	88.4	82.2	82.0	80.0	80.0
存货周转天数	133.7	121.0	136.3	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	87.9	79.2	94.3	88.0	88.0	88.0
固定资产周转天数	79.2	76.6	66.9	53.6	42.2	32.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.24%	-32.29%	-40.61%	-48.91%	-53.21%	-56.16%
EBIT利息保障倍数	-75.2	-57.0	-21.1	-26.9	-24.1	-21.6
资产负债率	7.64%	7.82%	8.77%	8.66%	8.14%	7.78%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-27	增持	32.66	N/A
2	2014-08-18	增持	34.13	N/A
3	2014-10-28	增持	38.99	N/A
4	2015-04-20	买入	54.49	70.00~70.00
5	2015-06-24	买入	45.27	N/A
6	2015-08-25	买入	39.63	60.00~60.00
7	2015-09-07	买入	41.91	60.00~60.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD