

中国：制药

2015 年 10 月 29 日

**投资建议：**
**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**12.2%**

 日期 **2015/10/29**

收盘价	<b>RMB53.46</b>
十二个月目标价	<b>RMB60.00</b>
前次目标价	<b>RMB53.00</b>
上海 A 股指数	<b>3,547.5</b>

**信息更新：**

- ▶ 我们将目标价由人民币 53 元上调至人民币 60 元，将 2015/16/17 年每股收益预估上调至人民币 1.07/1.45/1.93 元。

**本中心观点：**

- ▶ 我们看好公司扩张海外业务带动毛利率扩增。
- ▶ SHR-1210 海外授权证明公司的研发实力，有助于增强公司的长期增长前景。

**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	<b>RMB100,661.9 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB625.2 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>1,956.5</b>
流通 A 股股数比例	<b>99.6%</b>
大股东：持股比例	连云港天宇投资有限公司， <b>0.2%</b>
净负债比率	<b>(48.9%)</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB5.09</b>
市净率 (2015F)	<b>10.51 倍</b>

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	7,452	9,381	11,972	15,237
营业利润 **	1,699	2,403	3,314	4,477
税后净利润 *	1,516	2,095	2,839	3,785
每股收益(元)	1.01	1.07	1.45	1.93
每股收益同比增长率 (%)	10.6	6.3	35.5	33.3
每股股利(元)	0.07	0.10	0.13	0.18
市盈率 (倍)	53.1	49.9	36.8	27.6
股利收益率(%)	0.1	0.2	0.2	0.3
净资产收益率 (%)	19.1	21.0	22.4	23.2

\* 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：

**姚欣好**

+886 2 3518 7966

lily.yao@yuanta.com

## 恒瑞医药 (600276 CH)

### 2015 年 3 季度财报符合预期，前景光明

重申买入评级，系因公司持续扩张海外业务，并积极增加新药项目储备，应可带动公司快速增长，长期展望乐观。恒瑞 2015 年 3 季度财报符合本中心预期，每股收益人民币 0.26 元，今年前三季度累计税后净利润同比增长 40.7% 至人民币 15.7 亿元。增长的原因主要在于新产品 Cyclophosphamide 和 Apatinib 营收增长。我们预估 2015/16/17 年每股收益为人民币 1.07/1.45/1.93 元，目标价上调至人民币 60 元 (系基于现金流量折现估值和 40 倍 2016 年预估每股收益平均计算得出)。

**2015 年 3 季度营收/税后净利润同比增长 25.5/42.9%：** 2015 年 3 季度恒瑞营收同比增长 25.5% 至人民币 25 亿元，毛利率扩张至 84.4%，创历史新高。2015 年上半年海外业务营收占公司总营收 5.2%，海外业务毛利率高于公司平均水平。我们预估海外营收将占 2015/16 年预期营收的 8/10% 左右，并将继续推升公司综合毛利率。鉴于恒瑞在美国与 Sandoz 成功合作销售

Cyclophosphamide，恒瑞将继续借助营销伙伴之力拓展海外业务。

#### 向 Incyte (NASDAQ:INCY) 授权 SHR-1210 海外开发及销售权

**利：** SHR-1210 为 PD-1 单株抗体，正在进行临床前期试验，预计于 2016 年 1 季度展开一期试验。恒瑞与 Incyte 签订协议，向其出售 SHR-1210 在大中华区以外的开发和销售权，总授权金为 7.95 亿美元，包括 2,500 万美元首付款、1.5 亿美元开发里程碑金、9,000 万美元新药药证(NDA)里程碑金和 5.3 亿美元销售里程碑金及未来上市将逐季获得销售权利金。我们视此为恒瑞进入生物制剂产业的一大良机，预计另一生物制剂产品 PEG-GCSF 将于 2016 年下半年在中国上市。

#### 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。

## 盈利预估调整与股票估值

恒瑞 2015 年 3 季度每股收益人民币 0.26 元，符合本中心/市场预期。

恒瑞 2015 年 3 季度营收环比增长/同比增长 13.9%/25.5%至人民币 25 亿元，毛利率创历史新高高达 84.4%，主要归功于新产品 Cyclophosphamide 和 Apatinib 营收增长。2015 年 3 季度每股收益人民币 0.26 元，符合本中心预期，今年前三季度累计税后净利润同比增长 40.7%至人民币 15.7 亿元。

图 1：恒瑞医药 – 2015 年 3 季度财报比较表

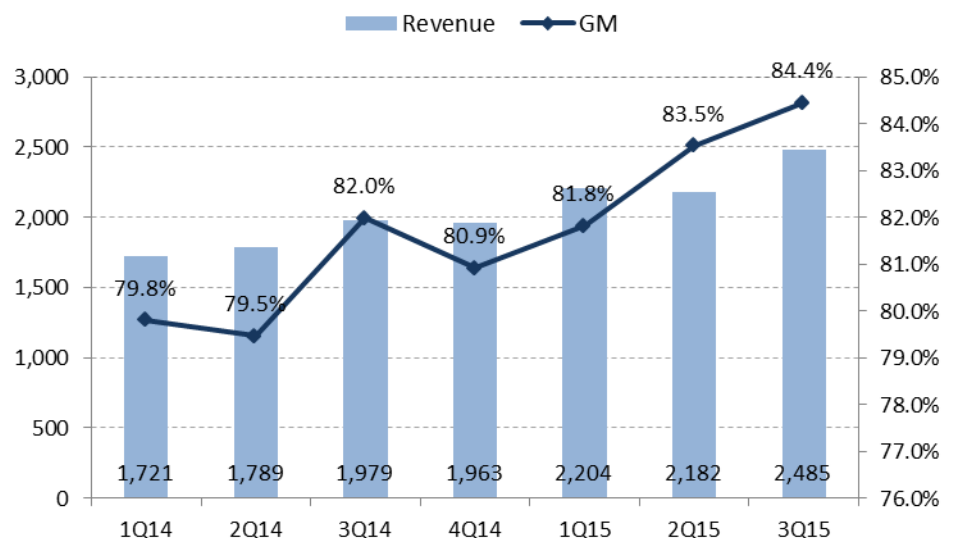
人民币百万元	实际值	元大预估	差异(%)	市场预估	差异(%)	环比增长率	同比增长率
营业收入	2,485	2,423	3%	2,363	5%	14%	26%
营业毛利	2,098	2,015	4%	-	-	15%	29%
营业利润	574	594	-3%	-	-	-4%	37%
税前净利润	602	614	-2%	-	-	-4%	38%
税后净利润	510	494	3%	443	15%	-1%	43%
每股收益 (人民币)	0.26	0.25	4%	0.26	1%	0%	8%
重要比率	实际值	元大预估	差异(百分点)	市场预估	差异(百分点)	环比增长率 (百分点)	同比增长率 (百分点)
营业毛利率	84.4%	83.2%	1.3	-	-	0.9	2.5
营业利润率	23.1%	24.5%	-1.4	-	-	-4.2	2.0
税前净利润率	24.2%	25.3%	-1.1	-	-	-4.5	2.2
税后净利润率	20.5%	20.4%	0.2	18.7%	1.8	-3.0	2.5

资料来源：Bloomberg、公司资料、元大汇整

维持买入评级，上调目标价至人民币 60 元。

我们持续看好恒瑞医药，系因公司营收增长稳健、毛利率扩张展望佳，且产品储备项目丰富。我们将目标价上调至人民币 60 元，系基于 40 倍 2016 年预期每股收益和现金流量折现估值 (目标价人民币 62.3 元，未来 10 年自由现金流量年复合增长率 10.7%；终期增长率 5%；加权平均资本成本 9.3%) 取平均计算而得。

图 2：恒瑞医药 – 2014 年 1 季度–2015 年 3 季度营收与毛利率比较



资料来源：公司资料、元大汇整

图 3：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(%)		
					2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
恒瑞医药	600276 CH	买入	RMB53.46	16,454.5	1.07	1.45	1.93	53.1	49.9	36.8	10.6	6.3	35.5
<b>中国国内同业</b>													
复星医药	600196 CH	未评级	25.20	8,892	0.92	0.94	1.18	27.4	26.8	21.4	29.6	2.2	25.0
上海医药	601607 CH	买入	19.23	7,613	0.96	1.12	1.32	20.0	17.2	14.6	15.5	16.0	18.0
国药股份	600511 CH	未评级	33.91	2,554	1.01	NA	NA	33.6	NA	NA	17.2	NA	NA
华东医药	000963 CH	未评级	76.50	5,224	1.74	2.60	3.31	44.0	29.5	23.1	31.8	49.2	27.5
海正药业	600267 CH	未评级	14.02	2,130	0.35	0.16	0.28	40.1	90.5	51.0	-2.8	-55.7	77.4
华海药业	600521 CH	未评级	26.01	3,246	0.34	0.56	0.74	76.5	46.8	35.1	-29.2	63.5	33.1
平均值					0.89	1.07	1.36	40.3	42.1	29.1	10.4	15.0	36.2

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 4：恒瑞医药 - 季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	2,204	2,182	2,485	2,510	9,381	2,758	2,871	3,108	3,235	11,972
销货成本	(401)	(359)	(386)	(394)	(1,541)	(483)	(466)	(473)	(483)	(1,904)
营业毛利	1,803	1,823	2,098	2,115	7,839	2,275	2,405	2,635	2,753	10,068
营业费用	(1,158)	(1,227)	(1,524)	(1,527)	(5,436)	(1,448)	(1,543)	(1,859)	(1,905)	(6,754)
营业利润	645	596	574	588	2,403	827	862	777	847	3,314
业外利益	13	31	28	41	114	17	19	20	30	86
税前净利润	658	627	602	629	2,517	844	881	797	877	3,400
少数股东权益	(11)	(14)	(9)	(22)	(56)	(14)	(19)	(11)	(31)	(76)
所得税费用	(100)	(100)	(83)	(83)	(367)	(126)	(134)	(113)	(112)	(485)
归属母公司税后净利润	547	514	510	523	2,095	704	727	673	734	2,839
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.28	0.26	0.26	0.27	1.07	0.36	0.37	0.34	0.38	1.45
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
<b>重要比率</b>										
营业毛利率	81.8%	83.5%	84.4%	84.3%	83.6%	82.5%	83.8%	84.8%	85.1%	84.1%
营业利润率	29.3%	27.3%	23.1%	23.4%	25.6%	30.0%	30.0%	25.0%	26.2%	27.7%
税前净利润率	29.9%	28.7%	24.2%	25.1%	26.8%	30.6%	30.7%	25.6%	27.1%	28.4%
有效所得税率	15.2%	15.9%	13.8%	13.3%	14.6%	14.9%	15.3%	14.1%	12.7%	14.3%
<b>季增率(%)</b>										
营业收入	12.3%	(1.0%)	13.9%	1.0%	25.9%	9.9%	4.1%	8.3%	4.1%	27.6%
营业利润	65.4%	(7.6%)	(3.7%)	2.4%	41.5%	40.7%	4.2%	(9.9%)	9.1%	37.9%
税后净利润	37.3%	(6.1%)	(0.7%)	2.5%	38.2%	34.7%	3.2%	(7.5%)	9.1%	35.5%
每股收益	5.60%	(6.12%)	(0.68%)	2.50%	6.32%	34.67%	3.23%	(7.49%)	9.11%	35.51%

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 5：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 6：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)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	2,169	3,449	5,081	7,347	9,989
存货	430	551	598	703	825
应收帐款及票据	2,421	2,840	3,220	3,382	4,005
其他流动资产	392	360	476	482	498
<b>流动资产</b>	<b>5,412</b>	<b>7,200</b>	<b>9,376</b>	<b>11,913</b>	<b>15,317</b>
长期投资	1	0	2	2	2
固定资产	1,302	1,366	1,496	1,802	2,152
什项资产	505	521	580	590	612
<b>其他资产</b>	<b>1,808</b>	<b>1,887</b>	<b>2,078</b>	<b>2,394</b>	<b>2,766</b>
<b>资产总额</b>	<b>7,220</b>	<b>9,087</b>	<b>11,454</b>	<b>14,307</b>	<b>18,083</b>
应付帐款及票据	290	419	578	697	835
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	264	295	416	422	428
<b>流动负债</b>	<b>554</b>	<b>715</b>	<b>994</b>	<b>1,119</b>	<b>1,263</b>
长期借款	10	10	10	10	10
其他负债及准备	0	72	88	92	95
<b>长期负债</b>	<b>10</b>	<b>82</b>	<b>98</b>	<b>102</b>	<b>105</b>
<b>负债总额</b>	<b>564</b>	<b>797</b>	<b>1,092</b>	<b>1,221</b>	<b>1,368</b>
股本	1,360	1,505	1,956	1,956	1,956
资本公积	332	508	409	409	409
保留盈余	4,667	5,924	7,590	10,315	13,946
换算调整数	(1)	(2)	(1)	(2)	(3)
<b>归属母公司之权益</b>	<b>6,357</b>	<b>7,934</b>	<b>9,954</b>	<b>12,679</b>	<b>16,308</b>
<b>少数股权</b>	<b>299</b>	<b>355</b>	<b>407</b>	<b>407</b>	<b>407</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>6,656</b>	<b>8,290</b>	<b>10,361</b>	<b>13,086</b>	<b>16,715</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	1,292	1,573	2,150	2,915	3,878
折旧及摊提	171	213	0	0	0
本期营运资金变动	56	(348)	(264)	(147)	(618)
其他营业资产	(154)	136	177	(19)	(56)
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>1,365</b>	<b>1,574</b>	<b>2,064</b>	<b>2,748</b>	<b>3,204</b>
资本支出	(453)	(299)	(298)	(306)	(350)
本期长期投资变动	0	(1)	2	0	0
其他资产变动	1	2	(12)	0	0
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(452)</b>	<b>(298)</b>	<b>(307)</b>	<b>(306)</b>	<b>(350)</b>
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	(73)	4	(124)	(177)	(230)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(73)</b>	<b>4</b>	<b>(124)</b>	<b>(177)</b>	<b>(230)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>840</b>	<b>1,280</b>	<b>1,632</b>	<b>2,265</b>	<b>2,634</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>912</b>	<b>1,276</b>	<b>1,756</b>	<b>2,442</b>	<b>2,854</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>营业收入</b>	<b>6,203</b>	<b>7,452</b>	<b>9,381</b>	<b>11,972</b>	<b>15,237</b>
销货成本	(1,264)	(1,446)	(1,541)	(1,904)	(2,387)
<b>营业毛利</b>	<b>4,939</b>	<b>6,006</b>	<b>7,839</b>	<b>10,068</b>	<b>12,850</b>
营业费用	(3,510)	(4,308)	(5,436)	(6,754)	(8,373)
<b>营业利润</b>	<b>1,428</b>	<b>1,699</b>	<b>2,403</b>	<b>3,314</b>	<b>4,477</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	25	81	112	99	99
利息收入净额	25	81	112	99	99
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	25	20	2	(13)	(19)
非常项目净额	0	0	0	0	10
税前净利润	1,479	1,800	2,517	3,400	4,567
所得税费用	(186)	(227)	(367)	(485)	(681)
少数股权净利	(54)	(57)	(56)	(76)	(101)
归属母公司之净利	1,238	1,516	2,095	2,839	3,785
税前息前折旧摊销前净利	1,599	1,912	2,403	3,314	4,477
每股收益 (RMB)	0.91	1.01	1.07	1.45	1.93
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.91	1.01	1.07	1.45	1.935

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>同比增长率 (%)</b>					
营业收入	14.1	20.1	25.9	27.6	27.3
营业利润	15.4	18.9	41.5	37.9	35.1
税前息前折旧摊销前净	16.7	19.6	25.7	37.9	35.1
税后净利润	14.9	22.4	38.2	35.5	33.3
每股收益	4.47	10.63	6.32	35.51	33.34
<b>盈利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	79.6	80.6	83.6	84.1	84.3
营业利润率	23.0	22.8	25.6	27.7	29.4
税前息前 折旧摊销前净利率	25.8	25.7	25.6	27.7	29.4
税后净利润率	20.0	20.3	22.3	23.7	24.8
资产报酬率	19.7	19.3	20.9	22.6	24.0
净资产收益率	19.5	19.1	21.0	22.4	23.2
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
净现金(负债)权益比(%)	32.6	41.6	49.0	56.1	59.8
利息保障倍数 (倍)	(58.0)	(21.3)	(21.5)	(33.3)	(45.1)
利息及短期债	(58.0)	(21.3)	(21.5)	(33.3)	(45.1)
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(54.5)	(19.5)	(18.5)	(27.8)	(32.4)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	(54.5)	(19.5)	(18.5)	(27.8)	(32.4)
流动比率 (倍)	9.8	10.1	9.4	10.6	12.1
速动比率 (倍)	9.0	9.3	8.8	10.0	11.5
净负债 (RMB 百万元)	(2,159)	(3,439)	(5,071)	(7,337)	(9,979)
每股净值 (RMB)	4.67	5.27	5.09	6.48	8.34
<b>估值指标 (倍)</b>					
市盈率	58.7	53.1	49.9	36.8	27.6
股价自由现金流量比	79.7	63.0	59.6	42.8	36.6
市净率	11.4	10.1	10.5	8.2	6.4
股价税前息前折旧摊销 前净利比	45.5	42.1	43.5	31.6	23.4
股价营收比	11.7	10.8	11.2	8.7	6.9

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
2	2015/05/07	57.63	68.00	68.00	买入	李佩菁
3	2015/06/25	42.53	53.00	53.00	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	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计:	417	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，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(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证券(香港)有限公司：

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