

2016年01月21日

闫永正
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

49

恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买入

创新药+制剂出口,稳步迈向国际化

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2016/1/20)	44.32		
上证综指(2016/1/20)	2976.69		
股价 12 个月高/低	67.25/37.47		
总发行股数(百万)	1956.50		
A 股数(百万)	1949.14		
A 市值(亿元)	864.05		
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司 (24.30%)		
每股净值(元)	4.81		
股价/账面净值	9.22		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-13.1	-17.1	41.6

近期评等

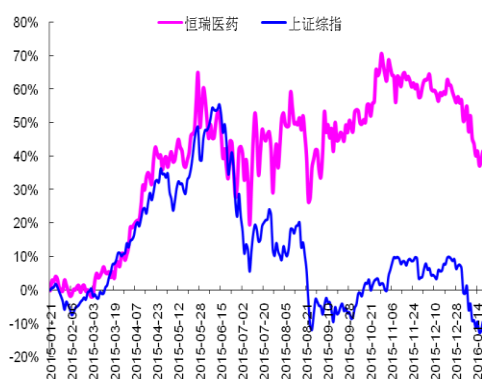
产品组合

针剂药	78.7%
片剂药	19.9%
原料药	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.5%
一般法人	59.0%

股价相对大盘走势



结论与建议：

公司是国内创新药物领军企业，目前产品已经覆盖小分子化药、大分子蛋白类及生物制药等多个领域。正如我们在深度报告《厚积薄发，志存高远》中所预计，公司在 2015 年如期迎来了业绩收获季节，预估 2015 年全年公司营收增长 25%左右，净利润增长 40%左右成绩斐然。

创新药与国际化业务共同推动业绩高速增长，主要亮点包括：1、公司重磅新药阿帕替尼在 2015 上半年销售 1 亿元的基础上，经过年中对销售体系的优化，下半年销售明显提速，全年有望实现销售收入 3 亿元左右，未来阿帕替尼有望进入江苏省医保，另外多个适应症（肝癌、三阴性乳腺癌）进展顺利，我们预计 2016 年阿帕替尼销售规模有望冲击 5 亿元大关；2、海外出口成为公司新的增长点，主要为抗肿瘤药环磷酰胺注射液贡献，预计环磷酰胺出口全年有望为公司带来 5-6 个亿销售收入。展望未来：

- **创新药梯队良好，推动相关业务持续发力：**公司创新药梯队拥有 22 个产品，涉及肿瘤、糖尿病、风湿免疫等多个领域，未来有望形成每年 1~2 新药上市的良好局面，展望 2016 年：1、重磅新药 19K 有望于 2Q-3Q 获批，该产品为肿瘤化疗辅助升白药物，潜在销售规模有望突破 20 亿元，是公司继阿帕替尼后又重磅炸弹级新药；2、糖尿病用药瑞格列汀及抗肿瘤用药法米替尼也有望在 2016 年加入公司的产品梯队。
- **制剂出口梯队渐显雏形：**公司仿制药出口基地 2015 年 3 Q 通过了 FDA 的现场检查。另外，继环磷酰胺之后，七氟烷也于 2015 年 11 月通过了 FDA 认证，七氟烷 2014 年全球销售额为 5.5 亿美金，美国市场终端销售额约为 3 亿美金，预期公司产品能够占领美国市场 20%~30% 的份额，实现销售收入 5 亿元左右。未来随着环磷酰胺、七氟烷、奥沙利铂、方达帕鲁等制剂出口产品梯队不断完善，公司国际化业务将会迎来高速增长期，我们预计 2016 年公司制剂出口业务有望实现 30% 以上的增长速度。
- **国际化战略取得突破：**2015 年 9 月，公司将具有自主知识产权的用于肿瘤免疫治疗的 PD-1 单抗项目有偿许可给美国 Incyte 公司，Incyte 获得除中国大陆、香港、澳门和台湾地区以外的全球独家临床开发和市场销售的权利。其中首付款 2500 万美元已到位，另有药物上市、临床优效、销售业绩里程碑总付款 7.7 亿美元及销售提成安排。预计 SHR1210 全球上市后销售峰值将不低于 10 亿美元，但目前产品尚处早期研发阶段，短期之内不会产生明显的业绩贡献。
- **盈利预测：**我们预计公司 2015 年/2016 年净利润 21.15 亿元(YOY+39.53%)/27.17 亿元(YOY+28.49%)，EPS 分别为 1.08 元/1.39 元，对应 2015 年/2016 年 PE 分别为 41 倍/32 倍。我们认为随着创新药的陆续上市及制剂出口加速，公司已由原来的仿制药企业成长为创新型国际化企业，公司战略思路清晰，执行能力卓越，长期看好公司发展前景。公司目前估值较为合理，但成长确定性较高，继续维持“买入”投资建议，目标价至 49 元(对应 2016 PE 35X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1077	1238	1516	2115	2717
同比增减	%	22.90%	14.92%	22.41%	39.53%	28.49%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.87	0.91	1.01	1.08	1.39
同比增减	%	11.73%	4.46%	10.96%	18.75%	28.49%
市盈率(P/E)	X	50	48	44	41	32
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	0.10	0.10	0.11	0.14
股息率 (Yield)	%	0.18%	0.23%	0.23%	0.25%	0.32%

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	9,330	11,569
经营成本	870	1,158	1,313	1,381	1,695
主营业务利润	4,565	5,045	6,139	7,949	9,875
销售费用	2,340	2,355	2,844	3,555	4,396
管理费用	892	1,156	1,464	1,819	2,210
财务费用	-16	-25	-81	-28	-58
营业利润	1,300	1,451	1,772	2,490	3,198
补贴收入	47	34	41	35	45
税前利润	1,346	1,479	1,800	2,520	3,238
所得税	195	186	227	318	408
少数股东损益	74	54	57	88	113
净利润	1,077	1,238	1,516	2,115	2,717

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	3,623	5,634
存货净额	338	430	551	467	578
应收帐款净额	2,282	2,421	2,840	3,732	4,628
流动资产合计	4,514	5,412	7,200	8,738	11,922
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	10,399	13,483
流动负债合计	440	554	787	794	907
长期负债合计	10	10	10	-676	-535
负债合计	450	564	797	118	371
少数股东权益	228	299	355	411	524
股东权益合计	5,443	6,656	8,290	10,281	13,112
负债和股东权益总计	5,893	7,220	9,087	10,399	13,483

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	2,083	2,780
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	1,453	2,011

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)有限公司不对此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。