

2016年01月21日

群益香港研究部  
hk\_research@e-capital.com.hk  
目標價(元) 49

## 恒瑞醫藥(600276.SH)

Buy 買入

### 公司基本信息

產業別	醫藥生物
A 股價(2016/1/20)	44.32
上證綜指(2016/1/20)	2976.69
股價 12 個月高/低	67.25/37.47
總發行股數(百萬)	1956.50
A 股數(百萬)	1949.14
A 市值(億元)	864.05
主要股東	江蘇恒瑞醫藥集團有限公司 (24.30%)
每股淨值(元)	4.81
股價/賬面淨值	9.22
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年
	-13.1 -17.1 41.6

### 近期評等

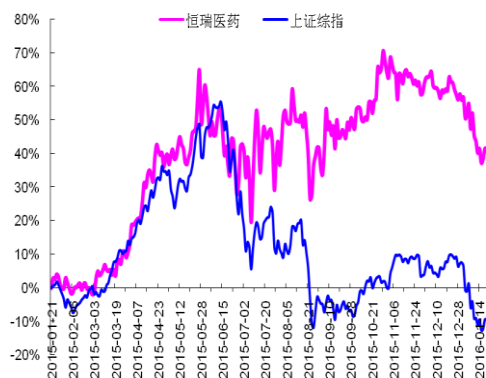
### 產品組合

針劑藥	78.7%
片劑藥	19.9%
原料藥	1.4%

### 機構投資者占流通 A 股比例

基金	4.5%
一般法人	59.0%

### 股價相對大盤走勢



### 創新藥+製劑出口,穩步邁向國際化

#### 結論與建議:

公司是國內創新藥物領軍企業,目前產品已經覆蓋小分子化藥、大分子蛋白類及生物製藥等多個領域。正如我們在深度報告《厚積薄發,志存高遠》中所預計,公司在 2015 年如期迎來了業績收穫季節,預估 2015 全年公司營收增長 25%左右,淨利潤增長 40%左右成績斐然。

創新藥與國際化業務共同推動業績高速增長,主要亮點包括:1、公司重磅新藥阿帕替尼在 2015 上半年銷售 1 億元的基礎上,經過年中對銷售體系的優化,下半年銷售明顯提速,全年有望實現銷售收入 3 億元左右,未來阿帕替尼有望進入江蘇省醫保,另外多個適應症(肝癌、三陰性乳腺癌)進展順利,我們預計 2016 年阿帕替尼銷售規模有望衝擊 5 億元大關;2、海外出口成爲公司新的增長點,主要爲抗腫瘤藥環磷醯胺注射液貢獻,預計環磷醯胺出口全年有望爲公司帶來 5-6 個億銷售收入。展望未來:

- **創新藥梯隊良好,推動相關業務持續發力:** 公司創新藥梯隊擁有 22 個產品,涉及腫瘤、糖尿病、風濕免疫等多個領域,未來有望形成每年 1~2 新藥上市的良好局面,展望 2016 年:1、重磅新藥 19K 有望于 2Q-3Q 獲批,該產品爲腫瘤化療輔助升白藥物,潛在銷售規模有望突破 20 億元,是公司繼阿帕替尼後又重磅炸彈級新藥;2、糖尿病用藥瑞格列汀及抗腫瘤用藥法米替尼也有望在 2016 年加入公司的從產品梯隊。
- **製劑出口梯隊漸顯雛形:** 公司仿製藥出口基地 2015 年 3Q 通過了 FDA 的現場檢查。另外,繼環磷醯胺之後,七氟烷也于 2015 年 11 月通過了 FDA 認證,七氟烷 2014 年全球銷售額爲 5.5 億美金,美國市場終端銷售額約爲 3 億美金,預期公司產品能夠占領美國市場 20%~30% 的份額,實現銷售收入 5 億元左右。未來隨著環磷醯胺、七氟烷、奧沙利鉑、方達帕魯等製劑出口產品梯隊不斷完善,公司國際化業務將會迎來高速增長期,我們預計 2016 年公司製劑出口業務有望實現 30% 以上的增長速度。
- **國際化戰略取得突破:** 2015 年 9 月,公司將具有自主知識產權的用于腫瘤免疫治療的 PD-1 單抗項目有償許可給美國 Incyte 公司,Incyte 獲得除中國大陸、香港、澳門和臺灣地區以外的全球獨家臨床開發和市場銷售的權利。其中首付款 2500 萬美元已到位,另有藥物上市、臨床優效、銷售業績里程碑總付款 7.7 億美元及銷售提成安排。預計 SHR1210 全球上市後銷售峰值將不低於 10 億美元,但目前產品尚處早期研發階段,短期之內不會產生明顯的業績貢獻。
- **盈利預計:** 我們預計公司 2015 年/2016 年淨利潤 21.15 億元(YOY+39.53%)/27.17 億元(YOY+28.49%),EPS 分別爲 1.08 元/1.39 元,對應 2015 年/2016 年 PE 分別爲 41 倍/32 倍。我們認爲隨著創新藥的陸續上市及製劑出口加速,公司已由原來的仿製藥企業成長爲創新型國際化企業,公司戰略思路清晰,執行能力卓越,長期看好公司發展前景。公司目前估值較爲合理,但成長確定性較高,繼續維持“買入”投資建議,目標價至 49 元(對應 2016 PE 35X)。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	1077	1238	1516	2115	2717
同比增減	%	22.90%	14.92%	22.41%	39.53%	28.49%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.87	0.91	1.01	1.08	1.39
同比增減	%	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%

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一：合并損益表

人民幣百萬元	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
營業額	5,435	6,203	7,452	9,330	11,569
經營成本	870	1,158	1,313	1,381	1,695
主營業務利潤	4,565	5,045	6,139	7,949	9,875
銷售費用	2,340	2,355	2,844	3,555	4,396
管理費用	892	1,156	1,464	1,819	2,210
財務費用	-16	-25	-81	-28	-58
營業利潤	1,300	1,451	1,772	2,490	3,198
補貼收入	47	34	41	35	45
稅前利潤	1,346	1,479	1,800	2,520	3,238
所得稅	195	186	227	318	408
少數股東損益	74	54	57	88	113
淨利潤	1,077	1,238	1,516	2,115	2,717

附二：合并資產負債表

人民幣百萬元	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
貨幣資金	1,329	2,169	3,449	3,623	5,634
存貨淨額	338	430	551	467	578
應收帳款淨額	2,282	2,421	2,840	3,732	4,628
流動資產合計	4,514	5,412	7,200	8,738	11,922
長期投資淨額	1	1	0	2	2
固定資產合計	1,179	1,302	1,366	1,200	1,100
無形資產及其他資產合計	67	203	200	180	160
資產總計	5,893	7,220	9,087	10,399	13,483
流動負債合計	440	554	787	794	907
長期負債合計	10	10	10	-676	-535
負債合計	450	564	797	118	371
少數股東權益	228	299	355	411	524
股東權益合計	5,443	6,656	8,290	10,281	13,112
負債和股東權益總計	5,893	7,220	9,087	10,399	13,483

附三：合并現金流量表

(人民幣百萬元)	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
經營活動所得現金淨額	958	1,365	1,574	2,083	2,780
投資活動所用現金淨額	-467	-453	-298	-519	-639
融資活動所得現金淨額	-111	-73	4	-110	-130
現金及現金等價物淨增加額	380	840	1,280	1,453	2,011

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。