

恒瑞医药 (600276.SH) 化学制药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

李涛
联系人
litao1@gjzq.com.cn

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

黄挺
分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

研发硕果开始收获，中国创新走向世界；

事件

- 2015年9月1日，江苏恒瑞医药股份有限公司与美国 Incyte 公司在美国达成协议，本公司将具有自主知识产权的用于肿瘤免疫治疗的 PD-1 单克隆抗体（代号：SHR1210）项目有偿许可给美国 Incyte 公司。协议主要内容有：Incyte 公司获得除中国大陆、香港、澳门、台湾地区以外全球独家临床开发和市场销售的权利。
- 支付条款：（1）首付款 2500 万美元，在协议签订 30 天内支付；（2）上市里程碑付款：SHR1210 在欧盟、美国、日本成功上市后，支付累计不超过 9000 万美元的里程碑款；（3）优效里程碑款：SHR1210 在国外临床试验取得有效，向恒瑞支付 1.5 亿美元；（4）销售业绩里程碑付款：SHR1210 销售额达到不同目标后，向恒瑞支付累计不超过 5.3 亿美元里程碑款。销售提成：SHR1210 国外上市后，恒瑞按约定比例从其年销售额中提成。

评论

- **PD-1 是研发热点，已经展现出肿瘤治疗的良好前景。**PD-1 单抗是免疫疗法的一部分，通过结合 T 细胞表面的 PD-1 受体，阻止了抑制信号的传导，从而使 T 细胞免于被抑制，发挥对肿瘤细胞的杀伤作用，避免其免疫逃逸。理论上讲，PD-1 单抗能够提高免疫系统对肿瘤的杀伤力，可以应用于所有类别的癌症。目前国外主要制药巨头都在布局 PD-1 抗体的研发，进展比较快的有百时美施贵宝的 Opdivo，默克的 Keytruda。Opdivo 治疗晚期黑色素瘤的适应症 2014 年率先在日本获批；2015 年 1 月份，Opdivo 用于治疗鳞状非小细胞肺癌的三期临床因效果显著而提前终止，3 月份，在 BMS 递交材料不到一周后，FDA 批准该产品用于鳞状非小细胞肺癌的治疗；4 月份，BMS 又因临床效果显著而终止了 Opdivo 用于非鳞状非小细胞肺癌的三期临床，目前 FDA 已经受理该适应症的申请，且给予优先审评并给予突破性治疗药物资格；7 月份，Opdivo 因在肾癌的临床中同样展现出了显著的效果而提前终止。一系列的“提前终止”展示了 PD-1 单抗在各种癌症治疗方面的强大潜力。默克的 Keytruda 在黑色素瘤上的进度快于 Opdivo，但是在其他适应症上的拓展略慢。除了这两个公司之外，阿斯利康、罗氏等制药巨头也都在积极推进相关产品的临床，肺癌等适应症也进入三期。PD-1 系列已经是产业公认的未来市场空间为数百亿美金级别的产品。
- **Incyte 是极具潜力的研发型公司，尤其在肿瘤领域布局完善。**Incyte 是美国的研发型制药企业，目前市值 200 多亿美金。公司首款产品 ruxolitinib 2011 年获批上市，用于治疗骨髓纤维化。此外，公司在肿瘤领域产品布局极具潜力，公司针对 IDO 靶点在研产品丰富，而 IDO 产品和 PD-1 抗体联用在免疫治疗方面可能有更佳的效果，目前已和 PD-1 抗体在做联合用药的临床。我们认为购买恒瑞的 PD-1 对 Incyte 肿瘤免疫治疗产品线的完善具有重要意义。如果联用方案取得优效，那么将使 Incyte 在免疫治疗领域占据优势。
- **研发国际化，标志着恒瑞的研发管线已经与国际接轨。**恒瑞历经多年研发投入，现在已经进入收获期，如果其他产品还处于仿创阶段，那么 PD-1 单抗的提前布局说明了公司的后续梯队已经与国际接轨。与 Incyte 的合作说明公司产品得到国外同行的认可，采用这种方式，利于公司产品在海外的市场拓展。除了 PD-1 单抗，公司的吡咯替尼也在国外独立开展临床，展示了恒瑞对产品的信心。因此，恒瑞国际化的内涵，不仅仅是仿制药的出口，也不仅仅是产品的引进，还有产品的走出去，将中国创新打入国际市场。
- **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 39

倍、30倍、25倍，公司的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%	23.3%	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

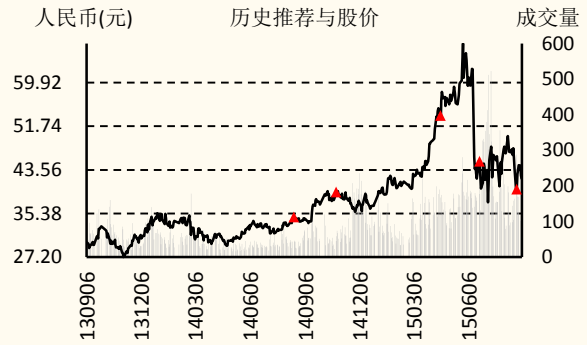
比率分析

	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%

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

来源：国金证券研究所



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