

业绩增长强势, 后期动力十足

- **事件:** 公司发布年报, 2015年公司实现营业收入、扣非后归母净利润分别为93.2亿、21.7亿元, 同比增幅分别为25%、45%。
- **制剂出口获突破, 创新药崭露头角。** 2015年, 公司实现营业收入93亿元, 同比增长25%; 扣非后净利润21.7亿元, 同比增长45%; 全年各季度营业收入增长较稳定, 第四季度实现净利润6亿元, 同比增长50.5%, 是全年业绩增速最高的季度。2015年公司获得收入与业绩高增长的主要原因有: 1) 以阿帕替尼为代表的创新药上市带来新的增量, 预计阿帕替尼全年销售超3亿元; 2) 抗肿瘤免疫治疗创新药PD-1抗体海外授权获得2500万美元收入; 3) 以环磷酰胺为代表的制剂品种出口爆发式增长是全年业绩高增长的主要保障之一, 2015年公司制剂出口额同比增长近600%, 总额预计超过3.5亿元; 4) 抗肿瘤之外的产品线增长迅速, 其他产品线一些品种增长明显。根据IMS数据统计, 公司艾瑞昔布全年增长103%, 右美托咪定增长30%, 碘克沙醇增长83%, 非抗肿瘤品种的增长使公司摆脱了以往过度依赖抗肿瘤产品线的局面。
- **强大的研发能力成为公司未来增长驱动核心。** 公司是国内独树一帜的研发型医药企业, 公司以抗肿瘤为核心布局研发产品线, 涵盖糖尿病、自身免疫疾病、心血管等重大疾病领域。未来公司将陆续有新的重磅产品获批上市, 2016年, 公司产品19K大概率在三季度之前获批上市, 19K有望在5年内成为公司下一个过10亿品种。公司目前拥有超过5个在研1.1类创新化学药物和多个创新生物药, 其中PD-1抗体已经通过授权方式将海外权益出让, 首次获得2500万美元里程碑款, 后期如果开发顺利, 公司将陆续获得近8亿美元的收益。
- **营销能力亦是高增长的有效保障。** 公司强大的销售能力是业绩高增长的保障, 公司目前拥有销售人员超过5000人, 从销售产品结构来看, 公司最擅长抗肿瘤与周边辅助用药的市场推广销售。据IMS数据, 公司于2013年底获批的仿制药卡培他滨在上市两年时间里已经达到1.5亿/年销售额; 而碘克沙醇近5年复合增长率更是达到194%, 充分显示出公司强大的学术与市场营销能力。
- **业绩预测与估值:** 预计公司2016-2018年EPS分别为1.37、1.70、2.12元, (原预测2016-2017年EPS为1.20、1.50元, 调高原因系出口业务增长较快及相应毛利率提高) 对应PE分别为35、28、22倍。我们认为公司研发与销售能力强势, 未来增长动力十足, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 核心品种销售下滑、研发产品低于预期、招标降价等风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9315.96	11061.48	13389.63	16214.53
增长率	25.01%	18.74%	21.05%	21.10%
归属母公司净利润(百万元)	2171.57	2672.74	3324.62	4143.21
增长率	43.28%	23.08%	24.39%	24.62%
每股收益EPS(元)	1.11	1.37	1.70	2.12
净资产收益率ROE	21.47%	21.47%	21.40%	21.40%
PE	42	35	28	22
PB	8.90	7.14	5.73	4.60

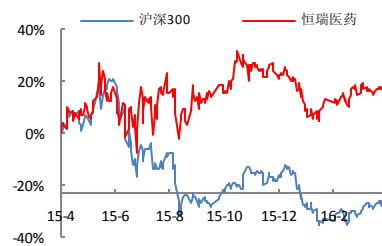
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	19.56
流通A股(亿股)	19.5
52周内股价区间(元)	34.47-54.09
总市值(亿元)	922.08
总资产(亿元)	114.97
每股净资产(元)	5.08

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 重磅临床获批, 国产创新标杆 (2016-02-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9315.96	11061.48	13389.63	16214.53	净利润	2223.97	2772.55	3445.20	4293.48
营业成本	1371.67	1365.57	1541.19	1734.15	折旧与摊销	222.45	258.48	277.06	285.29
营业税金及附加	155.64	189.64	229.08	276.52	财务费用	-148.35	-37.07	-51.73	-68.96
销售费用	3524.98	4199.83	5082.40	6151.99	资产减值损失	7.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	1843.43	2161.98	2629.95	3183.54	经营营运资本变动	-165.75	-819.27	-760.94	-988.83
财务费用	-148.35	-37.07	-51.73	-68.96	其他	137.77	3.33	2.84	3.49
资产减值损失	7.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2277.29	2178.02	2912.42	3524.48
投资收益	-2.52	-2.80	-3.11	-3.45	资本支出	-147.55	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-322.62	-2.80	-3.11	-3.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-470.18	-42.80	-43.11	-43.45
营业利润	2558.87	3178.74	3955.64	4933.85	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.10	15.19	13.16	12.16	长期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2561.97	3193.93	3968.81	4946.01	股权融资	363.99	0.00	0.00	0.00
所得税	338.00	421.37	523.60	652.53	支付股利	-150.50	-215.64	-265.41	-330.14
净利润	2223.97	2772.55	3445.20	4293.48	其他	-335.73	28.55	51.73	68.96
少数股东损益	52.40	99.81	120.58	150.27	筹资活动现金流净额	-132.24	-187.10	-213.68	-261.19
归属母公司股东净利润	2171.57	2672.74	3324.62	4143.21	现金流量净额	1684.11	1948.12	2655.64	3219.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	5133.12	7081.24	9736.88	12956.73	成长能力				
应收和预付款项	3614.63	4400.12	5256.76	6332.76	销售收入增长率	25.01%	18.74%	21.05%	21.10%
存货	522.97	520.11	587.33	660.85	营业利润增长率	44.37%	24.22%	24.44%	24.73%
其他流动资产	107.64	127.80	154.70	187.34	净利润增长率	41.39%	24.67%	24.26%	24.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.19%	29.14%	22.96%	23.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1770.20	1556.06	1323.35	1082.40	毛利率	85.28%	87.65%	88.49%	89.30%
无形资产和开发支出	195.85	191.51	187.17	182.82	三费率	56.03%	57.18%	57.21%	57.15%
其他非流动资产	152.30	152.30	152.30	152.30	净利率	23.87%	25.06%	25.73%	26.48%
资产总计	11496.70	14029.14	17398.49	21555.21	ROE	21.47%	21.47%	21.40%	21.40%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.34%	19.76%	19.80%	19.92%
应付和预收款项	842.52	827.46	991.34	1156.49	ROIC	36.24%	42.60%	47.28%	52.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.26%	30.74%	31.23%	31.76%
其他负债	296.42	285.50	311.18	339.40	营运能力				
负债合计	1138.94	1112.96	1302.52	1495.90	总资产周转率	0.91	0.87	0.85	0.83
股本	1956.50	1956.50	1956.50	1956.50	固定资产周转率	6.68	7.70	9.78	13.76
资本公积	420.06	420.06	420.06	420.06	应收账款周转率	4.79	4.72	4.69	4.72
留存收益	7644.13	10101.23	13160.44	16973.51	存货周转率	2.55	2.62	2.78	2.78
归属母公司股东权益	9931.36	12389.96	15449.18	19262.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.16%	—	—	—
少数股东权益	426.40	526.21	646.79	797.07	资本结构				
股东权益合计	10357.77	12916.18	16095.97	20059.31	资产负债率	9.91%	7.93%	7.49%	6.94%
负债和股东权益合计	11496.70	14029.14	17398.49	21555.21	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.90	11.81	12.93	14.28
					速动比率	8.41	11.30	12.45	13.81
					股利支付率	6.93%	8.07%	7.98%	7.97%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	2632.97	3400.14	4180.97	5150.18	每股收益	1.11	1.37	1.70	2.12
PE	42.46	34.50	27.74	22.26	每股净资产	5.29	6.60	8.23	10.25
PB	8.90	7.14	5.73	4.60	每股经营现金	1.16	1.11	1.49	1.80
PS	9.90	8.34	6.89	5.69	每股股利	0.08	0.11	0.14	0.17
EV/EBITDA	33.02	24.99	19.69	15.36					
股息率	0.16%	0.23%	0.29%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn