



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药

王军*

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

*寇嘉焯、唐如一为本报告重要贡献者

恒瑞医药分析师会议纪要

恒瑞医药(600276 CH/人民币 47.02, 未有评级)发布了2015年业绩, 并于今日召开分析师大会。恒瑞拥有出色的研发实力、多个重磅在研药品储备和全球化的布局, 是中国制药行业的翘楚。

2015年业绩稳健

2015年收入同比增长25.01%至93.16亿人民币, 归母净利润同比增长43.28%至21.72亿人民币。剔除一次性项目, 经常项目净利润同比增长45.05%至21.71亿人民币。每股收益同比增长43.34%至1.1149元。经营活动产生的现金流同比增长44.65%至22.77亿人民币。

15年4季度, 公司实现销售收入24.45亿人民币, 同比增长24.59%。归母净利润同比增长50.47%至6亿人民币。经常项目净利润同比增长56.92%至0.592元, 4季度每股收益为0.31元。

传统药品销售稳健, 新药品增长迅猛

公司的药品制造业务实现稳健增长。其中药品制造业务收入达到91.42亿人民币。从地域分布上看, 国内业务收入同比增长18.84%至87.86亿人民币, 高于国内制药行业的平均增速。海外业务收入达到3.56亿人民币, 实现了592.55%的爆发式增长, 主要是因为环磷酰胺药物出口强劲增长(近3亿人民币)。

目前公司有三大产品线——抗肿瘤药、麻醉剂和造影剂。这三类产品贡献了大部分收入。

- 1) 2015年抗肿瘤药销售额同比增长27.83%, 占总收入的41%; 由于新品放量, 增速远高于抗肿瘤药子行业增速。国内市场和海外市场销售额分别为35.41亿人民币和3.02亿人民币。阿帕替尼销售额达到近3亿人民币。
- 2) 麻醉剂销售额同比增长20.28%至25.24亿人民币, 与麻醉剂子行业增速基本一致。
- 3) 造影剂销售额同比增长33.48%至10.06亿人民币, 高于造影剂子行业增速。
- 4) 其他产品, 包括心血管药和消炎药等。心血管药和消炎药分别贡献3.05亿人民币和3.26亿人民币的收入, 同比增长3.77%和6.37%。

本研究报告是《Takeaways from Hengrui Medicine analyst briefing》的中文译本, 英文原稿已于2016年4月13日出版

图表 1. 2015 年产品销售收入

(人民币, 百万)	2014	2015	同比 (%)
按区域分			
国内业务	7,393	8,786	18.84
海外业务	51	356	592.55
按产品线分			
抗肿瘤	3,006	3,843	27.83
麻醉剂	2,098	2,524	20.28
造影剂	754	1,006	33.48
其他	1,586	1,769	11.51

资料来源: 公司数据

可持续的研发投入

公司积极研发新药。2015 年研发费用达到 8.92 亿人民币, 同比增长 36.76%; 研发费用全部费用化; 费用率为 9.57%, 超过了国内绝大部分制药企业。近年来公司的研发已经带来了可观的利润贡献。

2015 年推出的创新药物阿帕替尼和艾瑞昔布已在同年为公司贡献收入。阿帕替尼主要用于治疗胃癌, 每个治疗周期的成本超过 10 万元。目前阿帕替尼尚未进入国家及各省医保, 因此渗透率提升有较大潜力。公司已就医保覆盖与江苏省进行商谈。阿帕替尼新适用症预计将在 2017 年获得国家食品药品监督管理局的审批。艾瑞昔布是基于 COX-2 靶点抑制剂开发的止痛药, 于 2016 年 1 月纳入到江苏省的医保目录中, 同时也参与了湖南的药品招标。我们认为如能成功进入更多的省级医保将拉动该药品的销售表现。

重磅储备药品 HHPG-19K 和 DPP-4 药物瑞格列汀预计将在未来两年内面市。HHPG-19K 已经提交现场检查审批。公司还将向监管部门提交瑞格列汀临床试验数据。

作为 EGFR/HER2 分子抑制剂, 吡咯替尼主要用于治疗 Her-2 阳性乳腺癌, 在中国已经进入了临床二期试验, 预计美国的临床试验 1 期也很快开展。与此同时, 我们注意到 2015 年用于治疗肺癌的 PD-1 mAb 已进入中国临床试验 1 期, 该药品潜力较大, 默沙东和施贵宝公司的类似机理药品在西方治疗血液疾病和部分实体瘤效果良好。

此外, INS061 注射剂、SHR-1314 注射剂和 SHR-A1201 正在申请临床试验。SHR-1316 正在进行预临床试验。我们认为丰富的药物储备将成为公司长期增长的催化剂。

全球化战略的推出

2015 年, 公司进入了全球化战略的收获期。环磷酰胺药物在海外市场的销售额实现了大幅度的增长, 达到近 3 亿人民币。相对原研药制造商百特产品, 恒瑞环磷酰胺价格仅是其 8 折, 公司估计在美国市场的占有率约 40%。

除了环磷酰胺, 公司还通过多个渠道对全球基因药物市场进行投资。2015 年, 伊立替康注射剂成功获得日本的药物审批, 七氟烷获得美国 FDA 的认证。公司还与美国销售代理进行了沟通, 希望 2016 年七氟烷对总销售额有所贡献。

除了自有药品储备以外, 公司还在积极寻求与其他公司的合作机会。

1) 2015 年, 公司与 Sandoz 制药合作开发新药产品线;

- 2) 公司从 **Tesaro Inc**(TSRO.US/美元 46.34, 未有评级)引进了专利止吐药。Rolapitant 注射剂已经进入了美国的临床试验二期。公司希望将该药引进中国市场。
- 3) 公司将 PD-1 mAb 产品的代理权授予 **Incyte Corp**(INCY.US/美元 77.37, 未有评级), 主要是因为在美国销售该产品。公司获得 2,500 万美金的代理权费用, 这是中国企业在全球市场上取得的重大突破。

公司预计 2016 年国内业绩将同比增长 20%, 与 2015 年增速相当。海外业务增速将下滑, 主要是因为 2015 年比较基数较高。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371