

恒瑞医药 (600276.SH) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

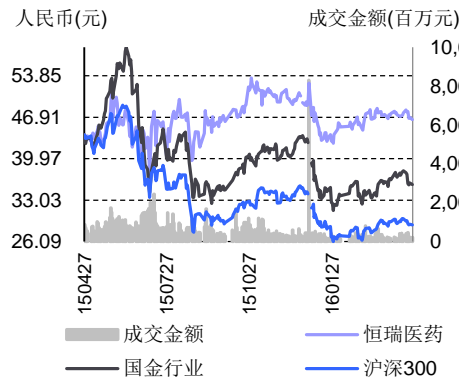
公司点评

市场价格(人民币): 46.52元
 目标价格(人民币): 60.00-60.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,949.67
总市值(百万元)	91,014.94
年内股价最高最低(元)	53.46/37.47
沪深300指数	3162.03
上证指数	2946.67



相关报告

1. 《PD-1 单抗获临床批件, 又添重磅潜力品种-恒瑞医药公司点评》, 2016.2.22
2. 《创新及海外业务驱动新增长, 恒瑞走出国际范儿;-恒瑞医药公司研...》, 2015.12.1
3. 《业绩保持高增长, 业务进入收获期;-恒瑞医药业绩点评》, 2015.10.28
4. 《研发硕果开始收获, 中国创新走向世界;-恒瑞医药公司点评》, 2015.9.7
5. 《各项业务齐发力, 龙头公司保持快速增长;-恒瑞医药业绩点评》, 2015.8.25

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
litaol@gjzq.com.cn

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

多轮驱动发展, 业绩快速增长

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.008	1.110	1.377	1.698	2.130
每股净资产(元)	5.27	5.08	6.25	7.25	9.18
每股经营性现金流(元)	1.05	1.16	1.10	1.45	1.78
市盈率(倍)	37.19	44.26	34.15	27.70	22.07
行业优化市盈率(倍)	39.61	67.75	58.33	58.33	58.33
净利润增长率(%)	22.41%	43.28%	24.04%	23.31%	25.49%
净资产收益率(%)	19.10%	21.87%	22.02%	23.43%	23.22%
总股本(百万股)	1,503.99	1,956.50	1,956.47	1,956.47	1,956.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 恒瑞公布季报, 2016 年第一季度实现收入 26.68 亿, 增 21%; 扣非净利润为 6.86 亿元, 增 24%, 每股收益 0.35 元, 完全符合预期。

点评

- 收入稳定增长, 经营质量较高。一季度收入 26.68 亿, 增长 21%, 各条业务线中, 国内仿制药业务大概 15% 左右增长, 远好于行业整体表现, 主要受益于产品属性和公司整体能力。我们预计出口业务保持稳定增长, 全年有望实现 5 个亿左右销售。创新药阿帕替尼快速增长, 全年预计将实现 8 个亿以上收入, 对公司整体业绩产生显著拉动。一季度整体毛利率为 85.65%, 比去年同期提升 2.07 个百分点, 我们认为主要是受益于较高毛利的创新药业务拉动; 销售费用率为 36.5%, 比去年同期提高 2 个百分点; 管理费用率 18.38%, 基本与去年同期持平。公司经营质量较好, 应收款等项目控制很好, 展现了企业的竞争力。
- 多轮驱动发展, 竞争优势体现。今年医药行业政策压力较大, 制药企业受到招标、二次议价等政策影响较大, 在此不利的行业背景下, 恒瑞在较大利润体量下仍然取得快速增长, 展现了恒瑞的综合竞争力。恒瑞是国内创新药的龙头企业, 也是率先将制剂打入国际市场的代表, 在仿制药业务完成原始积累后, 恒瑞果断投入创新药研发并且及时走国际化路线, 丰富了公司的业务线, 使公司抵御风险的能力加大。我们预计未来公司的创新药业务、出口业务将显著拉动公司利润增长, 使公司受招标等政策的影响降低。公司的研发管线中, 我们预计每年会有 1-2 个创新药在国内上市, 3 年以后可能会实现创新药在海外的突破。制剂出口业务中, 每年也会有一批产品获得准入, 使出口业务保持较快增长。
- 行业政策短期有扰动, 长期利于龙头企业: 我们认为行业政策中, 短期来看, 招标、二次议价等几乎对所有制药企业都有不利影响。但是像药物审评制度改革等政策, 长期来看对恒瑞非常有利。一致性评价方面, 恒瑞已经有多个产品获得规范市场认证并且实现销售, 在这块会享有较大优势。创新药等审评的加快, 对恒瑞更是长期利好。我们认为未来几年国内制药产业集中度会逐步提升, 优势将往大企业集中。

盈利预测及投资建议:

- 我们预计 2016-2018 年公司净利润分别为 26.9 亿、33.2 亿、41.7 亿, 对应

每股收益依次为 1.38 元、1.70 元、2.13 元，公司作为创新药龙头，理应享受估值溢价，我们维持“买入”投资评级，目标价 60 元，对应当前股价的动态市盈率分别为 43 倍、35 倍、28 倍。

风险提示

- 招标及二次议价对产品价格的影响；创新药研发失败风险。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,203	7,452	9,316	11,170	13,191	15,829
增长率	20.1%	25.0%	19.9%	18.1%	20.0%	
主营业务成本	-1,158	-1,313	-1,372	-1,678	-1,956	-2,290
% 销售收入	18.7%	17.6%	14.7%	15.0%	14.8%	14.5%
毛利	5,045	6,139	7,944	9,492	11,235	13,539
% 销售收入	81.3%	82.4%	85.3%	85.0%	85.2%	85.5%
营业税金及附加	-106	-133	-156	-179	-211	-253
% 销售收入	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-2,355	-2,844	-3,525	-4,155	-4,854	-5,730
% 销售收入	38.0%	38.2%	37.8%	37.2%	36.8%	36.2%
管理费用	-1,156	-1,464	-1,843	-2,122	-2,467	-2,928
% 销售收入	18.6%	19.6%	19.8%	19.0%	18.7%	18.5%
息税前利润 (EBIT)	1,428	1,699	2,420	3,036	3,703	4,627
% 销售收入	23.0%	22.8%	26.0%	27.2%	28.1%	29.2%
财务费用	25	81	148	166	205	261
% 销售收入	-0.4%	-1.1%	-1.6%	-1.5%	-1.6%	-1.6%
资产减值损失	-3	-7	-7	-24	-4	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-3	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,451	1,772	2,559	3,178	3,903	4,882
营业利润率	23.4%	23.8%	27.5%	28.4%	29.6%	30.8%
营业外收支	27	27	3	0	0	0
税前利润	1,479	1,800	2,562	3,178	3,903	4,882
利润率	23.8%	24.1%	27.5%	28.4%	29.6%	30.8%
所得税	-186	-227	-338	-429	-527	-659
所得税率	12.6%	12.6%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	1,292	1,573	2,224	2,749	3,377	4,223
少数股东损益	54	57	52	55	55	55
归属于母公司的净利润	1,238	1,516	2,172	2,694	3,322	4,168
净利率	20.0%	20.3%	23.3%	24.1%	25.2%	26.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,292	1,573	2,224	2,749	3,377	4,223
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	173	220	230	184	185	198
非经营收益	4	-21	-7	78	6	6
营运资金变动	-104	-198	-169	-855	-731	-948
经营活动现金净流	1,365	1,574	2,277	2,157	2,837	3,478
资本开支	-453	-298	-394	-913	-109	-710
投资	0	0	-76	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-452	-298	-470	-914	-109	-710
股权募资	16	136	19	0	-989	0
债权募资	10	-10	0	-10	0	1
其他	-99	-122	-142	-6	-397	-397
筹资活动现金净流	-73	4	-123	-16	-1,386	-396
现金净流量	840	1,280	1,684	1,227	1,341	2,372

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,169	3,449	5,133	6,360	7,701	10,073
应收款项	2,609	2,945	3,364	4,294	5,070	6,084
存货	430	551	523	644	750	878
其他流动资产	204	255	358	304	354	414
流动资产	5,412	7,200	9,378	11,601	13,876	17,450
% 总资产	75.0%	79.2%	81.6%	80.6%	83.6%	84.3%
长期投资	5	5	79	80	79	79
固定资产	1,564	1,624	1,770	2,544	2,491	3,025
% 总资产	21.7%	17.9%	15.4%	17.7%	15.0%	14.6%
无形资产	203	200	196	174	155	139
非流动资产	1,808	1,887	2,118	2,799	2,727	3,246
% 总资产	25.0%	20.8%	18.4%	19.4%	16.4%	15.7%
资产总计	7,220	9,087	11,497	14,400	16,603	20,696
短期借款	10	0	10	0	0	0
应付款项	391	550	820	873	1,019	1,200
其他流动负债	153	164	223	726	787	866
流动负债	554	715	1,053	1,599	1,806	2,066
长期贷款	10	10	86	86	86	87
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	564	725	1,139	1,685	1,892	2,153
普通股股东权益	6,357	7,937	9,931	12,234	14,175	17,952
少数股东权益	299	355	426	481	536	591
负债股东权益合计	7,220	9,017	11,497	14,400	16,603	20,696

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.910	1.008	1.110	1.377	1.698	2.130
每股净资产	4.674	5.273	5.076	6.253	7.245	9.175
每股经营现金净流	1.003	1.046	1.164	1.102	1.450	1.778
每股股利	0.090	0.100	0.000	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	19.48%	19.10%	21.87%	22.02%	23.43%	23.22%
总资产收益率	17.15%	16.81%	18.89%	18.71%	20.01%	20.14%
投入资本收益率	18.70%	17.88%	20.10%	20.51%	21.65%	21.48%
增长率						
主营业务收入增长率	14.13%	20.14%	25.01%	19.90%	18.09%	20.00%
EBIT增长率	15.37%	18.92%	42.49%	25.43%	21.98%	24.96%
净利润增长率	14.92%	22.41%	43.28%	24.04%	23.31%	25.49%
总资产增长率	22.53%	24.88%	27.51%	25.26%	15.30%	24.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.4	82.2	76.2	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	121.0	136.3	142.9	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	79.2	94.3	118.2	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	76.6	66.9	55.8	68.5	51.0	50.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.29%	-41.47%	-48.63%	-49.34%	-51.77%	-53.86%
EBIT利息保障倍数	-57.0	-21.1	-16.3	-18.2	-18.1	-17.8
资产负债率	7.82%	8.04%	9.91%	11.70%	11.40%	10.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

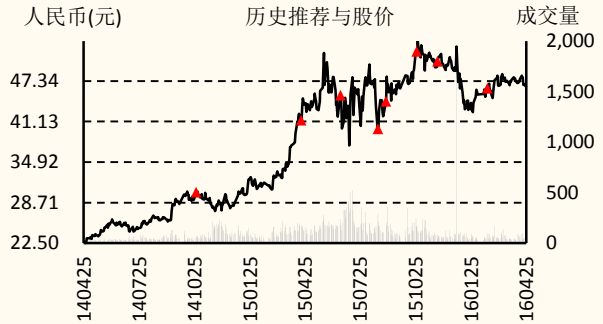
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-10-28	增持	38.99	N/A
2	2015-04-20	买入	54.49	70.00~70.00
3	2015-06-24	买入	45.27	N/A
4	2015-08-25	买入	39.63	60.00~60.00
5	2015-09-07	买入	41.91	60.00~60.00
6	2015-10-28	买入	51.45	60.00~60.00
7	2015-12-01	买入	49.48	60.00~60.00
8	2016-02-22	买入	45.53	60.00~60.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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