



撤回存影响, 阿帕替尼与出口强势崛起

投资要点

- **事件:** 公司于2016年4月和5月份相继发布公告称, 受临床数据自查事件影响, 公司主动撤回瑞格列汀原料药及片剂与聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子注射液(19K)两个重磅品种的生产批件申请。
- **临床数据自查事件短期存影响, 长期对公司影响不大。** 公司已累计撤回10个品种的生产申请, 瑞格列汀和19K是其中两个销售有望超过20亿元的重磅品种, 公司已对两个品种累计投入研发资金约1.5亿元。瑞格列汀是默克捷诺维(西格列汀)的“me too”药物, 2015年捷诺维全球销售额为38.7亿美元, 是全球最大口服降糖药物品种。19K是临床抗肿瘤治疗过程中大量使用的升白药, 临床用量大, 该撤回品种是长效制剂。在该领域, 安进垄断全球市场, 2015年安进短效及长效粒细胞刺激因子全球销售高达58.5亿美元, 而长效制剂销售为48亿美元。两个重磅产品只是临时撤回, 短期影响产品上市进度, 在对两个品种临床数据整理完整之后将再次申报, 从长期看并不影响产品布局。预计19K最快于今年6月底重新申报, 若顺利则今年底可获批准生产。
- **重磅品种阿帕替尼与制剂出口放量值得期待。** 阿帕替尼是公司首个抗肿瘤创新药, 上市元年即获得超3亿元的销售佳绩。我们认为经过不断的市场推广, 阿帕替尼的市场将逐步打开, 预计2016年销售额将很可能超10亿元, 将为公司贡献超5亿元业绩。阿帕替尼是公司未来增长核心动力, 目前仅有胃癌适应症, 其他适应症(如肝癌、肺癌等)正在陆续进行临床试验中; 随着新适应症不断拓宽, 阿帕替尼未来有望成为公司超20亿的重磅品种。
- **公司制剂出口有望再或突破。** 随着环磷酰胺在美国市场份额不断增长, 公司2015年制剂出口额达到3.5亿元。2015年底, 公司七氟烷产品获得FDA上市许可, 对海外出口品种进行有效补充; 此外, 加巴喷丁也处于“暂时批准”状态, 未来三年公司出口制剂销售有望突破10亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2016-2018年公司EPS分别为1.43、1.76、2.13元, 对应PE分别为33、27、22倍。我们认为, 在阿帕替尼销售与制剂出口不断获得突破的驱动下, 公司未来三年业绩增长仍然有保障, 三年复合增速超过20%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 重磅品种销售与制剂出口低于预期, 药品降价等风险。

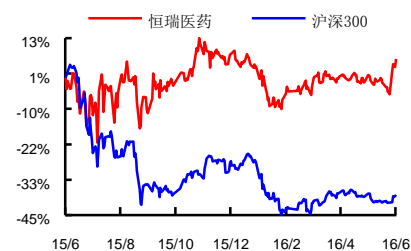
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9315.96	11948.09	14203.42	16877.46
增长率	25.01%	28.25%	18.88%	18.83%
归属母公司净利润(百万元)	2171.57	2807.06	3436.40	4173.27
增长率	43.28%	29.26%	22.42%	21.44%
每股收益EPS(元)	1.11	1.43	1.76	2.13
净资产收益率ROE	21.47%	22.30%	21.80%	21.28%
PE	42	33	27	22
PB	8.82	7.00	5.59	4.50

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.56
流通A股(亿股)	19.56
52周内股价区间(元)	37.47-62.49
总市值(亿元)	913.87
总资产(亿元)	122.05
每股净资产(元)	5.43

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 业绩增长强势, 后期动力十足 (2016-04-14)
2. 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	11948.09	14203.42	16877.46	净利润	2223.97	2911.89	3561.03	4324.63
营业成本	1371.67	1620.37	1816.40	2059.17	折旧与摊销	222.45	258.48	277.06	285.29
营业税金及附加	155.64	204.84	243.01	287.82	财务费用	-148.35	-37.70	-52.32	-69.81
销售费用	3524.98	4536.46	5391.30	6403.52	资产减值损失	7.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	1843.43	2282.09	2712.85	3223.59	经营营运资本变动	-165.75	-1152.96	-730.73	-938.77
财务费用	-148.35	-37.70	-52.32	-69.81	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	1983.04	3057.88	3604.83
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	3339.24	4089.08	4969.73	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	3354.44	4102.24	4981.89	股权融资	363.99	0.00	0.00	0.00
所得税	338.00	442.55	541.21	657.26	支付股利	-150.50	-215.64	-278.75	-341.24
净利润	2223.97	2911.89	3561.03	4324.63	其他	-335.73	29.17	52.32	69.81
少数股东损益	52.40	104.83	124.64	151.36	筹资活动现金流净额	-132.24	-186.47	-226.43	-271.43
归属母公司股东净利润	2171.57	2807.06	3436.40	4173.27	现金流量净额	1684.11	1753.76	2788.34	3289.95
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	6886.88	9675.23	12965.18	成长能力				
应收和预付款项	3614.63	4778.35	5608.59	6636.74	销售收入增长率	25.01%	28.25%	18.88%	18.83%
存货	522.97	617.25	692.26	784.77	营业利润增长率	44.37%	30.50%	22.46%	21.54%
其他流动资产	107.64	138.05	164.10	195.00	净利润增长率	41.39%	30.93%	22.29%	21.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.19%	35.21%	21.17%	20.20%
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%	86.44%	87.21%	87.80%
无形资产和开发支出	195.85	191.51	187.17	182.82	三费率	56.03%	56.75%	56.69%	56.63%
其他非流动资产	152.30	152.30	152.30	152.30	净利率	23.87%	24.37%	25.07%	25.62%
资产总计	11496.70	14320.40	17803.00	21999.21	ROE	21.47%	22.30%	21.80%	21.28%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.34%	20.33%	20.00%	19.66%
应付和预收款项	842.52	942.13	1113.77	1291.09	ROIC	36.24%	43.34%	46.29%	50.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.26%	29.80%	30.37%	30.72%
其他负债	296.42	322.76	351.43	386.94	营运能力				
负债合计	1138.94	1264.89	1465.20	1678.03	总资产周转率	0.91	0.93	0.88	0.85
股本	1956.50	1956.50	1956.50	1956.50	固定资产周转率	6.68	8.32	10.38	14.32
资本公积	420.06	420.06	420.06	420.06	应收账款周转率	4.79	4.88	4.66	4.68
留存收益	7644.13	10235.55	13393.20	17225.22	存货周转率	2.55	2.84	2.77	2.79
归属母公司股东权益	9931.36	12524.28	15681.93	19513.95	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	531.23	655.86	807.23	资本结构				
股东权益合计	10357.77	13055.51	16337.79	20321.18	资产负债率	9.91%	8.83%	8.23%	7.63%
负债和股东权益合计	11496.70	14320.40	17803.00	21999.21	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.90	10.53	11.70	12.93
					速动比率	8.41	10.01	11.20	12.43
					股利支付率	6.93%	7.68%	8.11%	8.18%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	2632.97	3560.02	4313.81	5185.20	每股收益	1.11	1.43	1.76	2.13
PE	42.08	32.56	26.59	21.90	每股净资产	5.29	6.67	8.35	10.39
PB	8.82	7.00	5.59	4.50	每股经营现金	1.16	1.01	1.56	1.84
PS	9.81	7.65	6.43	5.41	每股股利	0.08	0.11	0.14	0.17
EV/EBITDA	32.71	23.69	18.91	15.09					
股息率	0.16%	0.24%	0.31%	0.37%					

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

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

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn