

2016年10月31日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

52

恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买入

业绩稳定增长，研发有序推进

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2016/10/28)	46.22		
上证综指(2016/10/28)	3104.27		
股价 12 个月高/低	52.85/38.91		
总发行股数(百万)	2347.53		
A 股数(百万)	2343.09		
A 市值(亿元)	1082.98		
主要股东	江苏恒瑞医药集团 有限公司 (24.30%)		
每股净值(元)	4.71		
股价/账面净值	9.81		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.9	7.1	5.8

近期评等

日期	收盘价	评级
2016-08-30	43.2	买入

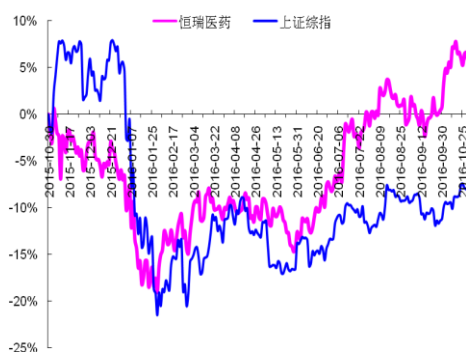
产品组合

针剂药	78.7%
片剂药	19.9%
原料药	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.5%
一般法人	59.0%

股价相对大盘走势



结论与建议:

- **公司业绩:** 公司 2016 前三季度实现营收 82.6 亿元, YOY+20.3%, 录得净利润 19.3 亿元, YOY+22.7%, 折合 EPS 为 0.82 元, 公司业绩基本符合预期。其中, 公司 Q3 单季实现营收 29.8 亿元, YOY+20.1%, 录得净利润 6.1 亿元, YOY+20.4%。
- **收入稳定增长:** 在目前多数企业受医保控费、招标降价等因素有所回落的背景下, 公司 Q3 单季营收依旧保持了 20% 左右的增速, 我们认为这充分体现了公司作为龙头企业所具有的优秀产品及产品梯队, 以及强大的渠道维护能力。公司国内部分预计维持稳定增长, 主要还是由创新药阿帕替尼继续放量带动, 我们认为在公司的持续推广下, 阿帕替尼 2016 年销售额预计将可达到 8-10 亿 (2015 年销售额为 3 亿左右), 将会推动国内营收继续稳定增长; 公司国外部分营收则预计继续受益于高端制剂出口的大幅增涨以及七氟烷的贡献, 预计同比增长 40% 以上, 而随着公司环磷酰胺、七氟烷、奥沙利铂、方达珀鲁等制剂出口产品梯队不断完善, 我们预计公司海外销售收入将维持较快增长。
- **毛利率同比继续提升, 期间费用率上升:** 随着公司高端产品销售的增长, 公司 Q3 综合毛利率同比提升 1.0 个百分点至 87.2%。公司 Q3 单季期间费用率为 62.6%, 同比上升 0.6 个百分点, 其中销售费用率同比下降 1 个百分点至 41.0%, 而管理费用同比上升 1.7 个百分点至 21.1%, 我们预计主要是研发支出增加所致。
- **研发持续推进多个产品获得临床批件, 积极参与一致性评价:** 公司研发持续推进, 公司产品梯队将不断得到完善: 三季度获得多个药品临床批件以及 3 个药品的生产批件, 并且吡咯替尼三种规格已启动二期和三期临床试验, 注射用紫杉醇被纳入优先审评名单, 有望加速上市进程。公司积极参与仿制药一致性评价, 目前已递交了多个参比制剂备案材料, 公司作为行业龙头, 有望在仿制药一致性评价中受益。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2016 年/2017 年净利润 26.5 亿元 (YOY+22.2%) / 33.3 亿元 (YOY+25.6%), EPS 分别为 1.13 元/1.42 元, 对应 2016 年/2017 年 PE 分别为 41 倍/33 倍。我们认为随着创新药的陆续上市及制剂出口加速, 公司已由原来的仿制药企业成长为创新型国际化企业, 公司战略思路清晰, 执行能力卓越, 长期看好公司发展前景。公司目前估值相对合理, 而成长确定性较高, 继续维持“买入”投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1238	1516	2172	2654	3334
同比增减	%	14.92%	22.41%	43.28%	22.22%	25.62%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.91	1.01	1.11	1.13	1.42
同比增减	%	4.46%	10.96%	10.39%	24.20%	25.62%
市盈率(P/E)	X	51	46	41	41	33
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.10	0.11	0.14
股息率 (Yield)	%	0.22%	0.22%	0.22%	0.24%	0.31%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
营业额	6,203	7,452	9,316	11,297	13,734
经营成本	1,158	1,313	1,372	1,560	1,881
主营业务利润	5,045	6,139	7,944	9,738	11,853
销售费用	2,355	2,844	3,525	4,327	5,233
管理费用	1,156	1,464	1,843	2,293	2,719
财务费用	-25	-81	-148	-169	-220
营业利润	1,451	1,772	2,559	3,092	3,884
补贴收入	34	41	28	30	35
税前利润	1,479	1,800	2,562	3,097	3,890
所得税	186	227	338	403	506
少数股东损益	54	57	52	40	51
净利润	1,238	1,516	2,172	2,654	3,334

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	2,169	3,449	5,133	4,114	6,680
存货净额	430	551	523	565	687
应收帐款净额	2,421	2,840	3,277	4,519	5,494
流动资产合计	5,412	7,200	9,378	10,272	14,115
长期投资净额	1	0	0	2	2
固定资产合计	1,302	1,366	1,424	1,200	1,100
无形资产及其他资产合计	203	200	196	180	160
资产总计	7,220	9,087	11,497	11,933	15,676
流动负债合计	554	787	1,053	798	958
长期负债合计	10	10	0	417	615
负债合计	564	797	1,053	1,214	1,573
少数股东权益	299	355	426	161	212
股东权益合计	6,656	8,290	10,358	10,719	14,104
负债和股东权益总计	7,220	9,087	11,411	11,933	15,676

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	1,365	1,574	2,277	2,574	3,335
投资活动所用现金净额	-453	-298	-470	-519	-639
融资活动所得现金净额	-73	4	-132	-110	-130
现金及现金等价物净增加额	840	1,280	1,684	1,945	2,565

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。