

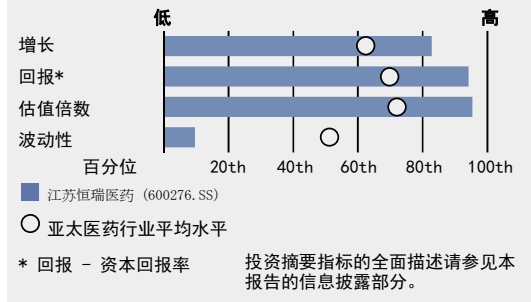


## 仿制药+创新药推动转型；首次覆盖评为买入

## 建议理由

我们认为恒瑞医药正在转型成为国内创新领军企业，其海外业务日渐扩张且长期前景稳健，得益于以下因素：1) “仿制药 + 创新药”的业务模式可满足多样化的临床需求；2) 创新药/生物药研发实力和丰富的在研药品可受益于中国医药行业业务模式更加注重临床疗效的结构性转变；3) 优于同业的净资产回报率/投资现金回报率（2015年是A股医药同业的两倍）和盈利增长的可持续性；4) 资本结构有望优化。我们首次覆盖恒瑞医药并评为买入，12个月目标价为人民币54.83元（潜在上行空间17%）。

## 投资摘要



## 推动因素

我们估算2015-18年盈利年均复合增速为22%（而我们覆盖的企业均值为15%，万得行业均值为10%）。我们预计2016-18年间公司盈利增长和利润率提升的主要驱动因素为：1) 创新药加速增长，尤其是阿帕替尼（毛利率在90%以上，而2016年公司总体毛利率为86.8%）；2) 麻醉药（年均复合增速22%）和造影剂（年均复合增速29.5%）等板块逐渐发力；3) 更有优势的定价推动高利润率（毛利率在95%以上）的海外销售扩张。此外，我们认为如果生产申请的重新上报和国家食药监局的评审顺利，则恒瑞的19K (PEG-G-CSF)和瑞格列汀（用于治疗糖尿病）有望提振2018年盈利。

## 估值

我们的12个月目标价为人民币54.83元，其中采用：1) 2020年退出市盈率16.5倍（全球同业2017年预期市盈率）；2) 2017-20年每股盈利年均复合增速19.3%；3) 以8.1%的资本成本将2020年估值贴现回2017年；4) A股估值溢价78%（22家市值在人民币100亿元以上的A股医药同业市盈率均值为29.5倍，而港股同业均值为16.6倍）。

## 主要风险

1) 研发风险，包括国家食药监局政策变动和主要研发项目失败；2) 仿制药价格下降；3) 无法达到美国/欧盟的cGMP标准或许会对海外业务造成冲击。

## 所属投资名单

亚太买入名单

## 行业评级：中性

陈子昂 执业证书编号: S1420516060001  
+86(21)2401-8928 ziyi.chen@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司  
余燧 执业证书编号: S1420511100004  
+86(21)2401-8932 li.yu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

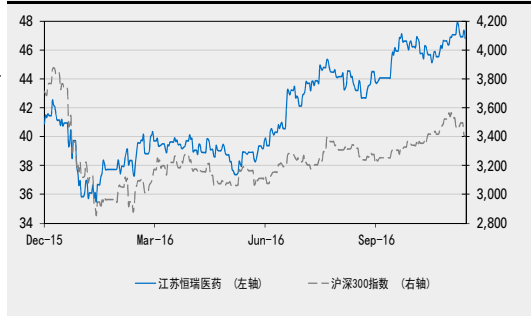
## 主要数据

	当前
股价 (Rmb)	46.80
12个月目标价格 (Rmb)	54.83
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	109,682.6 / 15,861.1
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb)	0.93	1.13	1.40	1.68
每股盈利增长 (%)	43.5	22.0	23.2	20.0
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.93	1.13	1.39	1.68
每股基本盈利 (Rmb)	0.93	1.13	1.40	1.68
市盈率 (X)	38.5	41.3	33.5	27.9
市净率 (X)	8.4	8.9	7.1	5.8
EV/EBITDA (X)	30.0	32.3	25.8	21.0
股息收益率 (%)	0.2	0.2	0.3	0.3
净资产回报率 (%)	24.5	23.8	23.6	23.0
ROIC (%)	31.5	26.5	31.5	31.2

## 股价走势图



## 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	7.4	21.8	13.2
相对于沪深300指数	2.8	9.7	19.9

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为12/13/2016收盘价）

## 恒瑞医药：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,316.0</b>	<b>11,252.7</b>	<b>13,549.7</b>	<b>16,097.2</b>	现金及等价物	5,133.1	6,591.0	8,822.9	11,409.6
主营业务成本	(1,371.7)	(1,488.9)	(1,767.8)	(2,075.6)	应收账款	3,276.8	3,505.6	3,918.9	4,548.7
销售、一般及管理费用	(4,632.4)	(5,626.3)	(6,761.3)	(8,032.5)	存货	523.0	578.4	680.8	740.9
研发费用	(891.7)	(1,215.3)	(1,449.8)	(1,706.3)	其它流动资产	445.5	668.0	668.0	668.0
其它营业收入/(支出)	(9.7)	(3.6)	0.0	0.0	<b>流动资产</b>	<b>9,378.4</b>	<b>11,343.1</b>	<b>14,090.6</b>	<b>17,367.2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,633.0</b>	<b>3,199.2</b>	<b>3,922.9</b>	<b>4,708.2</b>	固定资产净额	1,424.0	1,934.6	2,399.8	2,864.0
折旧和摊销	(222.4)	(280.8)	(352.1)	(425.5)	无形资产净额	195.8	191.5	187.2	183.0
<b>EBIT</b>	<b>2,410.5</b>	<b>2,918.5</b>	<b>3,570.8</b>	<b>4,282.8</b>	长期投资	78.9	86.8	86.8	86.8
利息收入	148.4	173.2	218.2	282.0	其它长期资产	419.6	644.1	644.1	644.1
财务费用	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>资产合计</b>	<b>11,496.7</b>	<b>14,200.3</b>	<b>17,408.6</b>	<b>21,145.1</b>
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	506.0	677.0	824.4	881.6
其它	3.1	3.4	3.8	2.2	短期贷款	10.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前利润</b>	<b>2,562.0</b>	<b>3,095.1</b>	<b>3,792.7</b>	<b>4,566.9</b>	其它流动负债	537.2	580.2	635.5	695.5
所得税	(338.0)	(402.4)	(493.1)	(593.7)	<b>流动负债</b>	<b>1,053.2</b>	<b>1,257.2</b>	<b>1,459.9</b>	<b>1,577.2</b>
少数股东损益	(52.4)	(40.4)	(33.0)	(39.7)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>2,171.6</b>	<b>2,652.4</b>	<b>3,266.7</b>	<b>3,933.5</b>	其它长期负债	85.8	101.1	101.1	101.1
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	85.8	101.1	101.1	101.1
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>2,171.6</b>	<b>2,652.4</b>	<b>3,266.7</b>	<b>3,933.5</b>	<b>负债合计</b>	<b>1,138.9</b>	<b>1,358.4</b>	<b>1,561.0</b>	<b>1,678.3</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>2,171.6</b>	<b>2,652.4</b>	<b>3,266.7</b>	<b>3,933.5</b>	<b>普通股权益</b>	<b>9,931.4</b>	<b>12,375.1</b>	<b>15,347.8</b>	<b>18,927.2</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.93	1.13	1.40	1.68	少数股东权益	426.4	466.8	499.8	539.5
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.93	1.13	1.40	1.68	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>11,496.7</b>	<b>14,200.3</b>	<b>17,408.6</b>	<b>21,145.1</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.93	1.13	1.39	1.68	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>4.24</b>	<b>5.28</b>	<b>6.55</b>	<b>8.06</b>
每股股息(Rmb)	0.08	0.10	0.13	0.15					
股息支付率(%)	9.0	9.0	9.0	9.0					
自由现金流收益率(%)	2.2	1.5	2.2	2.6					
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>比率</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
主营业务收入增长率	25.0	20.8	20.4	18.8	CROCI(%)	31.5	26.5	31.5	31.2
EBITDA增长率	38.2	21.5	22.6	20.0	净资产回报率(%)	24.5	23.8	23.6	23.0
EBIT增长率	42.5	21.1	22.4	19.9	总资产回报率(%)	21.1	20.6	20.7	20.4
净利润增长率	43.3	22.1	23.2	20.4	平均运用资本回报率(%)	42.1	44.3	46.9	49.4
每股盈利增长	43.5	22.0	23.2	20.0	存货周转天数	142.9	135.0	130.0	125.0
毛利率	85.3	86.8	87.0	87.1	应收账款周转天数	119.8	110.0	100.0	96.0
EBITDA利润率	28.3	28.4	29.0	29.2	应付账款周转天数	123.1	145.0	155.0	150.0
EBIT利润率	25.9	25.9	26.4	26.6	净负债/股东权益(%)	(49.5)	(51.3)	(55.7)	(58.6)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>估值</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
优先股股息前净利润	2,171.6	2,652.4	3,266.7	3,933.5	基本市盈率(X)	38.5	41.3	33.5	27.9
折旧及摊销	222.4	280.8	352.1	425.5	市净率(X)	8.4	8.9	7.1	5.8
少数股东权益	52.4	40.4	33.0	39.7	EV/EBITDA(X)	30.0	32.3	25.8	21.0
运营资本增减	(232.6)	(113.2)	(368.3)	(632.7)	企业价值/总投资现金(X)	9.2	9.9	8.0	6.4
其它	63.5	(431.7)	0.0	0.0	股息收益率(%)	0.2	0.2	0.3	0.3
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>2,277.3</b>	<b>2,428.6</b>	<b>3,283.5</b>	<b>3,766.0</b>					
资本开支	(394.1)	(787.7)	(813.0)	(885.3)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.1	0.6	0.0	0.0					
其它	(76.2)	(7.9)	0.0	0.0					
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(470.2)</b>	<b>(795.0)</b>	<b>(813.0)</b>	<b>(885.3)</b>					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(150.5)	(195.6)	(238.7)	(294.0)					
借款增减	0.0	(10.0)	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	18.5	0.0	0.0	0.0					
其它	9.0	30.1	0.0	0.0					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(123.0)</b>	<b>(175.6)</b>	<b>(238.7)</b>	<b>(294.0)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>1,684.1</b>	<b>1,457.9</b>	<b>2,231.8</b>	<b>2,586.7</b>					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

陈子易

ziyi.chen@ghsl.cn

余蝶

li.yu@ghsl.cn

# 目录

投资概要：转型成为创新型领军企业；买入	4
侧重于抗肿瘤药物和麻醉药的国内龙头药企	7
财务分析：盈利增长稳健，现金充裕	14
估值：基于贴现长期市盈率的目标价格为人民币 54.83 元	21
主要风险	23
丰富的首仿药阵容奠定稳定的现金流	25
阿帕替尼引领创新药的商业化进程	27
创新药研发处于拐点	36
信息披露附录	50

本报告股价截至 2016 年 12 月 9 日收盘价，除非另有说明。

高华证券感谢高盛分析师叶霖、Ambarish Jajodia 和杨菁在本报告中的贡献。

图表 1: 中国医药行业估值概要：首次覆盖恒瑞医药评为买入，12 个月目标价为人民币 54.83 元

## A-share coverage

Ticker	Company name	Ratings	Current Price	12-M Target Price	Potential Upside / (Downside)	2017 Target P/E	2017 P/E	Long Term Avg*	Adj Factor	2020 Exit P/E	Rept. Currency	EPS (CNY)	EPS CAGR	EPS	Cost of Equity
			Rmb	Rmb	%	Implied						2017	'17E-'20E	2020E	
<b>Pharmaceuticals</b>															
600276.SS	Hengrui	Buy	47.35	54.83	15.8%	39.3x	34.0x	16.5x	0%	16.5x	CNY	1.39	19%	2.36	8.1%
600535.SS	Tasly	Buy	42.48	47.50	12%	25.5x	22.8x	16.5x	-15%	14.0x	CNY	1.86	9%	2.40	7.9%
600196.SS	Fosun (A)	Buy	23.09	24.60	6%	18.3x	17.2x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	1.35	10%	1.79	8.4%
600521.SS	Huahai	Neutral	22.69	22.46	-1%	30.5x	30.9x	16.5x	0%	16.5x	CNY	0.74	10%	0.98	8.4%
600079.SS	Humanwell	Neutral	19.12	18.50	-3%	24.6x	25.4x	16.5x	-20%	13.2x	CNY	0.75	9%	0.99	8.4%
002262.SZ	NHWA	Sell	19.94	17.85	-11%	26.5x	29.6x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	0.67	8%	0.85	8.4%
<b>MedTech</b>															
002223.SZ	Yuyue	Neutral	30.68	32.60	6%	33.0x	31.1x	16.5x	-5%	15.6x	CNY	0.99	15%	1.49	8.4%

## H-share coverage

Ticker	Company name	Ratings	Current Price	12-M Target Price	Potential Up / Down	2017 Target P/E	2017 P/E	Long Term Avg*	Adj Factor	2020 Exit P/E	Rept. CYY	EPS (HKD)	EPS CAGR	EPS (HKD)	Cost of Equity
			HKD	HKD	%	Implied						2017	'17E-'20E	2020E	
<b>Pharmaceuticals</b>															
1177.HK	Sino Biopharm	Buy	5.44	6.55	20%	21.5x	17.9x	16.5x	0%	16.5x	HKD	0.30	18%	0.50	7.9%
2186.HK	Luye	Buy	4.77	5.95	25%	17.8x	14.3x	16.5x	0%	16.5x	CNY	0.33	10%	0.44	7.9%
1093.HK	CSPC	Buy	8.32	8.84	6%	20.6x	19.3x	16.5x	-5%	15.6x	HKD	0.43	18%	0.71	7.7%
3320.HK	CR Pharma	Buy	8.39	10.84	29%	19.0x	14.7x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	0.57	18%	0.93	8.4%
2196.HK	Fosun (H)	Neutral	23.75	23.70	0%	15.7x	15.8x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	1.51	10%	2.01	8.5%
2607.HK	Shanghai Pharma	Neutral	18.10	22.03	22%	14.7x	12.0x	16.5x	-15%	14.0x	CNY	1.50	7%	1.84	9.2%
1530.HK	3SBio Inc.	Neutral	7.50	9.14	22%	22.8x	18.7x	16.5x	0%	16.5x	CNY	0.40	18%	0.66	7.5%
0867.HK	China Medical System	Neutral	12.10	13.00	7%	17.5x	16.3x	16.5x	-5%	15.6x	CNY	0.74	12%	1.04	9.6%
0874.HK	Baiyunshan	Sell	18.64	15.20	-18%	14.9x	18.3x	16.5x	-15%	14.0x	CNY	1.02	10%	1.36	8.4%
<b>Distributors</b>															
1099.HK	Sinopharm	Neutral	33.45	37.34	12%	18.5x	16.6x	15.3x	0%	15.3x	CNY	2.01	15%	3.06	7.7%
<b>MedTech</b>															
1066.HK	Weigao	Neutral	5.16	5.06	-2%	14.8x	15.1x	18.3x	-15%	15.5x	CNY	0.34	8%	0.43	9.9%

Note: Current price as of market close of Dec 9, 2016

资料来源：高盛全球投资研究

## 投资概要： 转型成为创新型领军企业； 买入

我们首次覆盖恒瑞医药并给予买入评级，12个月目标价为人民币54.83元，基于我们的2020年预期退出市盈率，对应17%的潜在上行空间和39.3倍的2017年预期市盈率。目标价对应的市盈率处于A股同业预期市盈率区间16倍-53倍的高端（图表29），反映了我们认为恒瑞医药是中国医药龙头企业、可受益于疾病谱变化以及行业内持续的结构调整（推动创新和质量提升）。

我们认为恒瑞医药是A/H股医药板块中最优质的股票之一，也是最具防御性的股票之一，在医疗改革所带来的政策不确定性以及医药行业结构性变化之下，该股有望在长期内带来持续回报：

### 混合业务模式：仿制药和创新药业务的协同效应

- **“仿制药+创新药”的混合业务模式** – 随着创新药（阿帕替尼和丰富的在研产品）和海外扩张（如美国仿制药）取得初步的成功，我们认为恒瑞医药正在从侧重仿制药的国内制药商转型成为拥有“仿制药+创新药”混合业务模式的新兴全球竞争者，一定程度上可比照诺华的业务模式（全球收入排名第二的研发型医药公司，其仿制药分支山德士是全球第二大仿制药生产商）。我们认为混合业务模式对于长期内巩固恒瑞在中国医药市场中的领导地位将发挥关键作用，因该模式：1) 可满足日益多样化的临床需求，而这是中国现行的医疗改革的重点之一；2) 在营销/品牌建立/临床实践中产生了仿制药和创新药之间的协同效应，尤其是在联合治疗愈发普遍的癌症治疗应用上。

### 在适应药品研发回报的变化方面具有先行优势

- **凭借创新药/生物药研发在更具挑战性的市场环境中胜出** – 自2015年下半年以来，国家食药监总局一直在努力大幅提高国内研发的行业标准。在未来几年中，我们预计随着成本和风险的上升，研发的总体回报将下降。在严峻的环境下，我们预计恒瑞医药作为国内领先的创新型药企将更为突出，得益于：1) 创新药的研发回报可能会超过仿制药，特别是随着针对创新药的医保覆盖更为完善；2) 恒瑞医药在创新药商业化方面的经验（如艾瑞昔布和阿帕替尼）或能帮助公司取得优于同业的回报。此外，恒瑞医药在把握国内生物药/生物仿制药的新兴趋势方面亦处于有利地位。

### 2015年净资产回报率/总资产回报率/现金投资回报率是A股同业的2倍以上

- **基于高效研发/营销的更高回报** – 恒瑞属于A股医药股中高回报的公司之一，其净资产回报率/总资产回报率/现金投资回报率分别为24.3%/24.2%/23.7%，远高于A股化学药/生物药企业（共98家）的均值10.6%/8.9%/9.6%。我们认为其回报优于同业的原因包括：1) 在临床需求最强的治疗领域（如抗肿瘤）占据领先地位；2) 基于成熟的研发平台和经验丰富的研发团队的高效的研发；以及3) 拥有业内最具实力的销售队伍，尤其是在抗肿瘤药物销售方面。

### 充裕的现金和低杠杆并未充分体现在恒瑞股价中

- **现金充裕、拥有提高财务杠杆的灵活性** – 恒瑞医药目前的杠杆率较低：1) 截至2016年三季度总债务仅为人民币1,000万元，资本负债率小于1%（2015年A股同业均值为21.3%）；2) 负债率（资产负债率）为10%（A股同业均值为32.3%）。随着监管环境和行业增长模式的变化，我们认为恒瑞医药充裕的现金和在财务杠杆上的灵活性可应对：1) 研发成本上升；2) 潜在的并购/许可转让协议来支持内生增长和海外扩张。剔除在手现金（截至2016年三季度为人民币62亿元），当前股价隐含的企业价值为人民币1,060亿元（32.5倍2017年每股盈利，而当前动态市盈率为34.4倍）。

### 随着创新药/海外销售推高利润率，2015-18年预期盈利年均复合增速将达22%

- **盈利前景稳健、议价能力改善推动利润率提升** – 我们预计医疗费用控制将是中期中国医药市场的一个主要宏观趋势，因此通过议价能力来维持盈利增长对于医药龙头企业而言将成为更为至关重要的竞争力。我们预计未来几年，随着创新药（鲜有价格竞争）和海外销售（较少价格管制）的销售贡献提升，恒瑞医药的议价能力将得到进一步增强。此外，我们对其核心的首仿药（13种关键药物，占销售的60%以上）的分析表明大部分药物在市场上的竞争者不超过3家，因此降价的风险可控。我们估算2015-18年的盈利年均复合增长率为22%（而我们覆盖范围内企业的均值为15%，行业均值为10%），而此前的盈利增长也十分强劲（2012-15年盈利的年均复合增速为27.7%，且过去十个季度均保持20%以上的盈利增速）。

图表 2: 恒瑞医药(600276.SS)概览

<b>Key financials/trends</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sales: Rmb11.3bn in 2016E (2015-18E CAGR +20.0%)</li> <li>- Earnings: Rmb2.65bn in 2016E (2015-18E CAGR +21.9%), dividend payout: 9%</li> <li>- Margin expansion: GM 87.1% in 2018E vs 85.3% in 2015; Net margin: 24.4% in 2018E vs. 23.3% in 2015</li> <li>- R&amp;D spending: About 10% of sales as of 2015</li> <li>- Strong cash position: Cash of Rmb6.2bn by 3Q16</li> <li>- Low gearing: Rmb10mn by 3Q16, gearing 10% (vs. 32.3% peers)</li> <li>- Capex: Management guidance Rmb600-700mn in 2016</li> </ul>
<b>Key drivers</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ramp-up of Apatinib (novel drug)</li> <li>- Further overseas expansion (generics in US/EU/Japan)</li> <li>- Emerging anesthesia / contrast agent categories</li> </ul>
<b>Core products</b>	<p>Three key categories: Oncology (41% of sales in 2015), anesthesia (27%), and contrast agents (11%)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Oncology: Apatinib, docetaxel, irinotecan, oxaliplatin, T.G.O., letrozole, pegaspargase, capecitabine</li> <li>- Anesthesia: Dexmedetomidine, sevflurane, cisatracurium</li> <li>- Contrast agents: Loversal, Iodixanol</li> </ul>
<b>Key pipeline products</b>	<p>One of the most in-depth novel drug pipelines in China: 20+ novel molecules at clinical trial stage</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- NDA resubmission: 19K (PEG-GCSF), retagliptin (DPP-4i anti-diabetic)</li> <li>- Phase III: Famitinib (colorectal cancer), Pyrotinib (HER2+ breast cancer / lung cancer)</li> <li>- Phase I-II: PD-L1 mAb and 15+ candidates (incl. those obtained CFDA approval for clinical trial)</li> <li>- IND filed: SHR-1309 (anti-HER2 mAb)</li> <li>- Strong commitment to biologics: 10+ candidates at preclinical / clinical stages</li> </ul>
<b>Potential catalysts</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- New NRDL inclusion (potentially: imrecoxib)</li> <li>- Company expects approvals in 2017/2018: 19K (chemo-induced neutropenia) and retagliptin (DPP-4i anti-diabetic)</li> <li>- Indication expansion &amp; new clinical data for candidates in Phase III clinical trials: <ul style="list-style-type: none"> <li># Apatinib: Lung cancer (NSCLC) and liver cancer (HCC)</li> <li># Faminitib on colorectal cancer (est. 2H17)</li> <li># Pyrotinib on HER2+ NSCLC/breat cancer (est. YE17/1H18)</li> </ul> </li> </ul>
<b>Company basics</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Founded: 1970, IPO in 2000, MBO in 2003</li> <li>- Headquarters: Lianyungang, Jiangsu province</li> <li>- Chairman: Mr. Sun Piaoyang</li> </ul>

资料来源: 公司数据

### 估值

我们的12个月目标价为人民币54.83元，是根据贴现退出市盈率估值法计算得出，这与我们覆盖的其它股票一致：

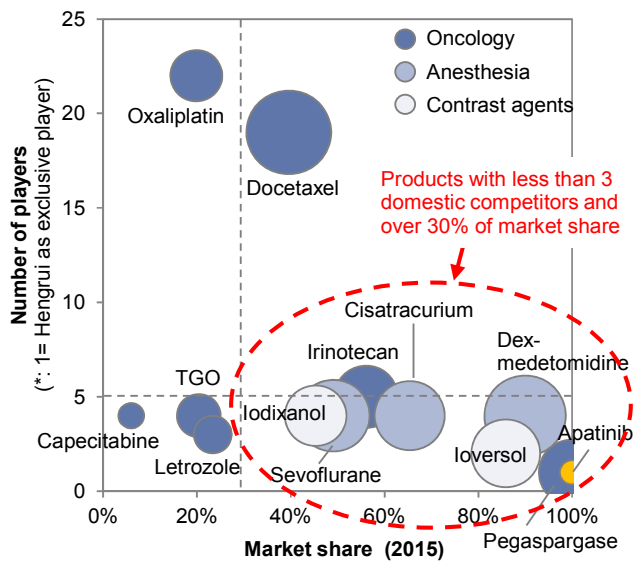
- 2020年预期退出市盈率为16.5倍（2017年全球同业市盈率预期倍数）；
- 2017-20年每股盈利年均复合增速为19.3%；
- 以8.1%的资本成本将2020年估值贴现至2017年；
- A股估值溢价为78%（22家市值超过人民币100亿元的A股医药同业均值为29.5倍，而H股同业均值为16.6倍）。

该目标价对应39.3倍的2017年预期市盈率，高于我们覆盖的可比医药股（恩华药业、华海药业、人福医药）的27.5倍。鉴于其盈利增长前景更加强劲（2017-20年盈利年均复合增速为19%，而三家同业均值为9%），我们认为该估值溢价较为合理。

### 主要风险

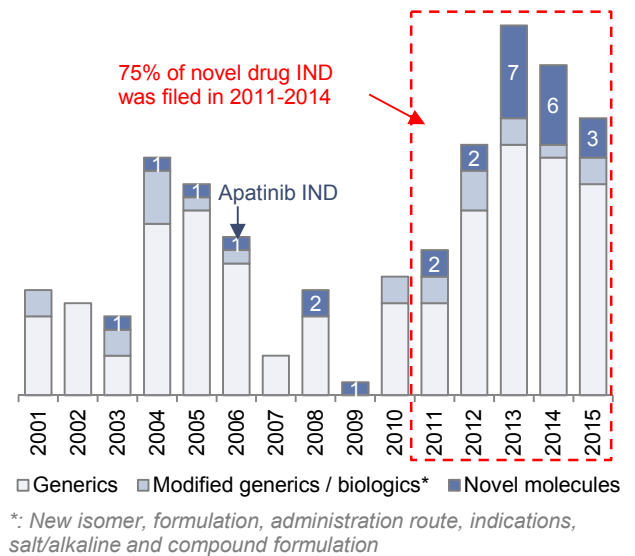
- 主要研发项目的失败或延迟，例如近几年有望获批的品种（如19K和瑞格列汀）未能通过审批；法米替尼/吡咯替尼未能达到临床终点、阿帕替尼的适应症扩展试验。
- 仿制药降价，尤其是在销售中占比较大的药物，如多西他赛和奥沙利铂；
- 未能达到美国/欧盟的cGMP标准或许会对海外业务造成冲击；
- 国家食药监局政策调整可能会导致研发战略和项目实施发生变化。

**图表 3: 主要药物在市场上占据主导地位**  
恒瑞医药核心产品的竞争地位



资料来源: PDB 数据库

**图表 4: 75%以上的创新药物是在2011年之后申报临床**  
2005-2015年恒瑞提出的临床实验申请



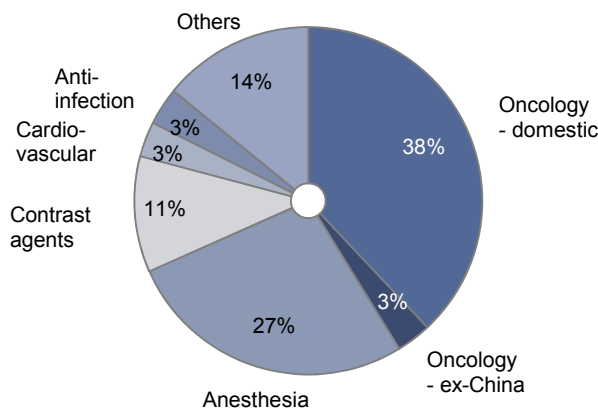
资料来源: 丁香园 Insight 数据库, 国家食品药品审评中心

## 侧重于抗肿瘤药物和麻醉药的国内龙头药企

恒瑞医药是国内领先的医药企业之一，2015年销售额为人民币93亿元，净利润为人民币22亿元。三大主要治疗领域，即抗肿瘤（包括国内和国外销售）、手术中使用的麻醉药/止痛药、造影剂对2015年药物销售的贡献在80%左右；此外，公司产品（150多个批文）还覆盖心血管、抗感染和其它治疗领域。

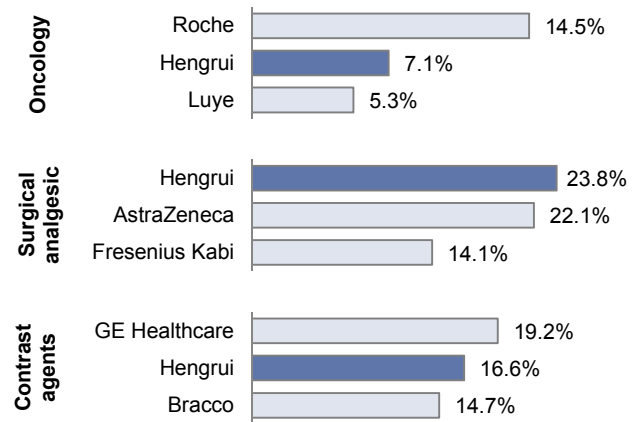
从2015年国内药企的市场份额来看，恒瑞在以上三大治疗领域中均占据首位，即便纳入跨国企业，恒瑞也占到数一（麻醉药）数二（抗肿瘤药物和造影剂）的位置。

**图表 5: 68%的销售来自抗肿瘤药物和麻醉药**  
恒瑞 2015 年销售，按治疗类别细分



资料来源：公司数据

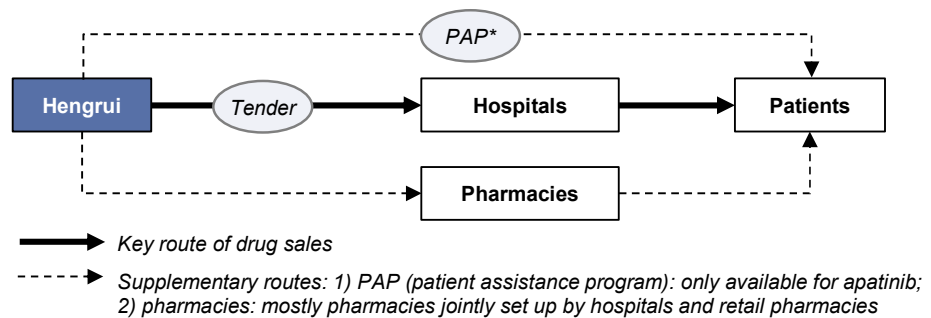
**图表 6: 恒瑞在主要治疗领域中位列前二**  
抗肿瘤、麻醉药和造影剂领域排名前三的企业（以2015年市场份额计算）



资料来源：PDB database

恒瑞医药大部分产品为处方药，因此医院是其主要销售渠道，而药店（特别是那些与医院联合成立的院外药房和零售龙头）可作为部分高价药或者是未参与招标的新药的补充销售渠道。对于抗癌创新药阿帕替尼，公司发起了一个患者援助项目，为低收入患者提供免费药物以提高对创新疗法的病患承受能力以及普及程度。

**图表 7: 恒瑞医药的处方药销售渠道**



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

## 从国内仿制药企业到创新/全球化企业

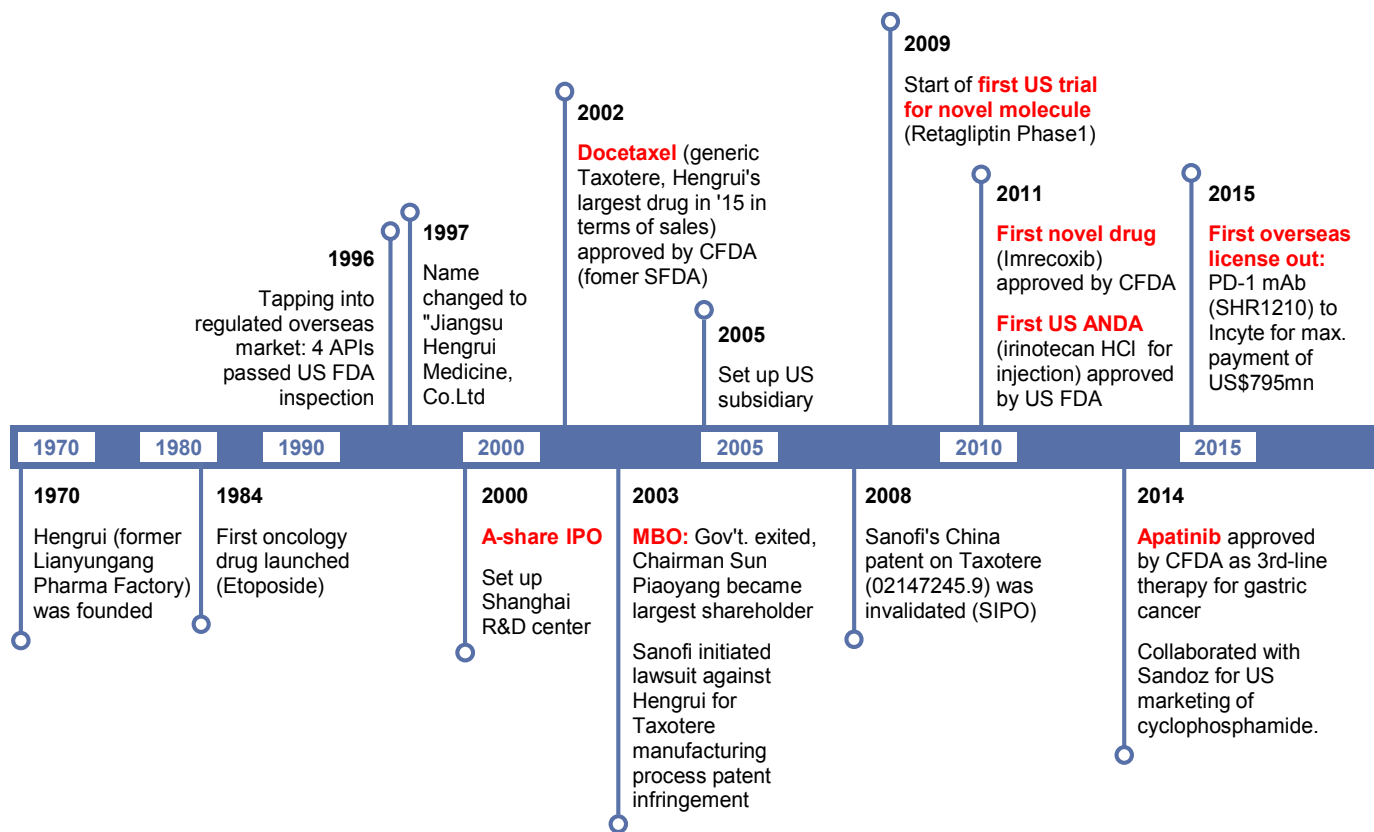
恒瑞医药的前身是连云港制药厂，是一家成立于1970年的国企。2000年，公司在上交所上市。2003年，地方政府通过管理层收购的方式将股份转让给恒瑞管理层。

作为国内仿制药的龙头企业，恒瑞医药于1984年推出其首款抗癌药物，2002年多西他赛上市（赛诺菲的泰索帝的仿制药），该药成为恒瑞首款年销售额超过人民币10亿元的产品。赛诺菲于2003年就泰索帝向恒瑞提起侵权诉讼，但在2008年其专利在中国被判无效（该药的全球专利于2010年到期）。

作为中国药物创新的先锋，恒瑞医药在2011年推出首款创新药（1.1类药）艾瑞昔布治疗类风湿性关节炎。2014年推出的第二款创新药阿帕替尼，我们认为未来几年该药将是恒瑞销售的主要增长动力。

恒瑞的海外扩张始于原料药出口，随后拓展至美国的仿制药（ANDA，第一个在2011年获批）、美国创新药临床实验（瑞格列汀于2010年开始）和海外对外许可（2015年向Incyte转让PD-1单抗海外权利）。

图表 8: 恒瑞大事记



资料来源：公司数据

## 阿帕替尼、右美托咪定将推动盈利增长超过 20%...

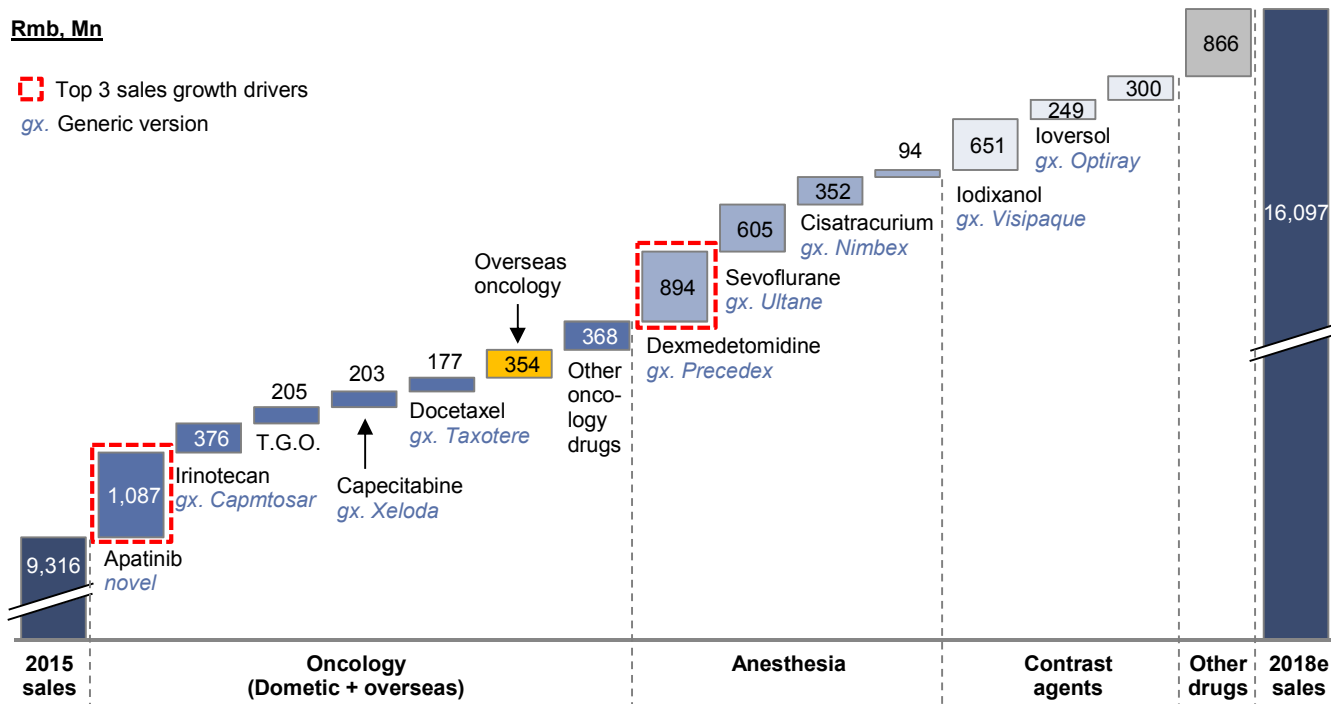
我们预计 2015-18 年恒瑞医药的销售年均复合增长 20%以上，2018 年达到人民币 161 亿元，净利润将增长至 39 亿元（年均复合增速 22%），远高于行业平均的盈利复合增速 10%以及 A/H 大盘医药股 15.6%的盈利增速（彭博/万得）。

在恒瑞的产品组合中（150 多种获得国家食药监局批准的药品），我们预计 13 种主要产品将在 2016 年贡献总销售的 65%，海外销售（80%以上为抗肿瘤药物）将贡献总销售的 5.5%。具体而

言，我们预计阿帕替尼（2014年上市的抗癌创新药）和盐酸右美托咪定（2009年上市的麻醉药）将成为2015-18年销售的主要推动力，未来3年将贡献新增销售的30%左右。

**图表 9: 阿帕替尼 – 2015-18 年销售的主要推动因素**

恒瑞 2015-18 年销售增长细分，按主要药品划分



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

### ...丰富的创新药在研产品带来潜在上行空间

恒瑞是国内在研创新药物最丰富的药企之一，有两种药品正等待重新递交新药申请（PEG-G-CSF 和瑞格列汀），18种药品处于临床实验的不同阶段，一种药品的临床申请有待药监局的审批。此外，公司有8个项目处于临床前研究，预计未来几年可申请新药临床试验。

我们预计2016年阿帕替尼（2014年末批准用于胃癌患者三线治疗的药物）的销售将为6.64亿元，2017年为10亿元，2018年为13亿元。我们的预测中假设该药的40%-50%被用于肝癌、肺癌和其它癌症的治疗（目前正处于II/III期临床实验阶段）。如果适应症扩展获批，2018年之后的销售可能会高于预期。

**图表 10: 恒瑞医药在研创新药品丰富, 有 20 多种创新药已通过新药临床申请阶段**

恒瑞医药创新化学/生物药在研药品 (临床前、新药临床实验申请、临床实验和新药申请阶段) 概览, 截至 2016 年 11 月

Drug candidates	Form	Mechanism of action / Target	Potential indications	R&D Progress					
				Preclin	IND	Ph 1	Ph 2	Ph 3	NDA
B PEG-G-CSF (19K)	Injections	Bone marrow stimulation	CIN						To refile
Retagliptin (SP2086)	Tablets	DPP-4 inhibitor	Type II diabetes						To refile
Famitinib (SHR1020)	Capsules	c-Kit / VEGFR2 / PDGFR / VEGFR3	CRC						+ metformin
			NSCLC						3rd-line
			GIST						+ docetaxel
			GEP-NETs						3rd/4th-line
			RCC						2nd-line
			NPC						1st/2nd-line
			HER2+ m breast cancer						1st/2nd-line, vs. sunitinib
Pyrotinib (SHR1258)	Tablets	Irreversible EGFR / HER2 inhibitor	HER2+ NSCLC						3rd+ line
			HER2+ m breast cancer						+ cap. vs. placebo
			HER2+ m breast cancer						+ cap. vs. lapatinib + cap.
			HER2+ m breast cancer						+ capecitabine
			HER2+ gastric cancer						mono / combo + docetaxel
			HER2+ solid tumors						US Ph 1
Henagliflozin (SHR3824)	Tablets	SGLT-2 inhibitor	Type II diabetes						
Remimazolam (HR7056)	Injections	GABA(A) receptor agonist	Sedation / anesthesia						vs. propofol
Hetrombopag Olamine	Injections	c-mpl (TpoR) receptor agonist	Chronic ITP						
B SHR-1210 (Camrelizumab)	Injections	PD-1 mAb	Solid tumor						AU liver cancer
B SHR1314	Injections	IL17 mAb	Solid tumor / melanoma						
Huanmideregib (SHR1539)	Tablets	Hedgehog pathw ay	Psoriasis						
SHR3680	Tablets	2nd-gen AR antagonist	Cancers (likely BCC)						
SHR3162	Tablets	PARP inhibitor	mCPRC						Ph1/2, Australia
SHR6390	Tablets	PARP inhibitor	mCPRC						Ph1a
SHR7390	Tablets	Selective CDK4/6 inhibitor	Solid tumors						Australia
SHR6390	Tablets	Selective MEK1/2 inhibitor	Advanced melanoma						
SHR7390	Tablets	GRP40 agonist	MM, CRC, NSCLC						
Fuglifam	Tablets	JAK inhibitor	Type II diabetes						
SHR0302	Tablets	URAT 1 inhibitor	RA / Psoriasis						
SHR4640	Tablets	AML1-ETO oncoprotein	Gout						
HAO472	Injections	μ-opioid receptor agonist	t(8;21) AML						
M6G	Injections	HER2 ADC	Analgesic						
B SHR-A1201 (T-DM1)	Injections	Anti-HER2 mAb	HER2+ breast cancer						CTA obtained in Aug 2016
B SHR-1309	Injections	cMet ADC	Cancers						CDE technical review done
B SHR-A1403	Injections	PD-L1 mAb	Liver / gastric / NSCLC						
B SHR-1316	Injections	IL-15 mAb	Cancers						
B SHR-1501	Injections	BTK inhibitor	Cancers						
SHR1459	Oral	IDO pathw ay	Cancers						
SHR9146	Injections	Basel insulin	Cancers						
B INS068	Injections	Relaxin	Diabetes						
B SHR0814	Injections	PCSK9	Heart failure						
B SHR-1209	Injections		Hypercholesterolemia						

**Disease glossaries:** *AML*: acute myeloid leukemia; *BCC*: base cell cancer; *CIN*: chemo-induced neutropenia  
*CPRC*: castration-resistant prostate cancer; *CRC*: colorectal cancer; *GEP-NETs*: gastroenteropancreatic neuroendocrine tumor  
*GIST*: gastrointestinal stromal tumor; *ITP*: idiopathic thrombocytopenic purpura; *MM*: multiple myeloma; *m-*: metastatic  
*NPC*: nasopharyngeal carcinoma; *NSCLC*: non-small cell lung cancer; *RA*: rheumatoid arthritis; *RCC*: renal cell carcinoma

B Biologics

资料来源: 丁香园 Insight 数据库、国家食品药品审评中心、Clinicaltrial.gov、公司数据

鉴于药监局政策正值调整之际，产品审批时点存在不确定性，我们的预测是基于公司现有的产品组合，并未计入重大新产品的上市。然而，我们的2017/18年预测可能受到以下两种潜在新药的提振：

- 19K (PEG-G-CSF，长效升白剂，用于接受化疗的癌症患者)；
- 瑞格列汀 (DPP-4 抑制剂，糖尿病二/三线治疗的口服新药)

管理层表示可能会在2016年末/2017年初对两种药品进行新药注册申请（之前申请撤回）重新申报。此外，亦有法米替尼/吡咯替尼两种处在III期试验的抗癌新药。

图表 11: 四种主要在研药品处于开发的较晚阶段 (截至 2016 年 11 月)

	PEG-G-CSF (19K)	Retaglipatin	Faminitib	Pyrotinib
Dosage form	Injections	Tablets	Capsules	Tablets
R&D stage - China	NDA (to re-file)	NDA (to re-file)	Ph III (CRC, NSCLC combo) Ph II (GIST, GEP-NETs, RCC, NPC)	Ph II (NSCLC) Ph I (Breast mono/combo)
US trial?	X	√, Ph I	X	√, Ph I
Key event catalysts	NDA resubmission: 2H16	NDA resubmission: 2H16	2H17 (est.): Ph III data on colorectal cancer	YE17/1H18 (est.): Ph II data on HER2+ NSCLC
Therapeutic Targets	Oncology Bone marrow	Diabetes DPP-4	Oncology c-Kit / VEGFR2 / PDGFR / VEGFR3	Oncology Irreversible EGFR / HER2 inhibitor
"First-in-class"	PEG-G-CSF (Neulasta) Marketing: Amgen	Sitagliptin (Januvia) Marketing: Merck/MSD	Sunitinib (Sutent) Marketing: Pfizer	Lapatinib (Tykerb) Marketing: GSK
Position in treatment	Adjuvant	2nd/3rd-line (DPP-4i)	2nd-line (Sunitinib)	2nd-line for HER2+ breast cancer (Lapatinib)
<b>Market potential</b>				
Patient base	Chemotherapy-induced neutropenia: 400-500K	Type II diabetes: over 100mn	CRC: ~370K; NSCLC: ~700K; GIST: 15-20K; RCC: ~70K; NPC: 30-40K	HER2+ NSCLC: ~15-30K HER2+ breast cancer: 70-80K
China sales benchmarks (2015)	G-CSF: ~Rmb3-4bn (PEG-G-CSF as 4% of total GCSF market in China, vs. 75% in the U.S.) Neulasta global sales: US\$4.8bn	Total DPP-4 inhibitor sales: Rmb300-400mn; Januvia as bestseller, ~Rmb150-200mn (Global: US\$3.87bn)	Sutent: ~Rmb100-200m (Global US\$1.12bn)	Lapatinib: ~Rmb10-20m (Global US\$289m)
<b>Competition</b>				
Existing competitors (CFDA approved)	- <b>CSPC</b> - Jinyouli: launched in early 2013; - <b>Qilu</b> - Xinruibai: launched in October 2015	5 DPP-4 inhibitors marketed, all from MNCs: 1) Sitagliptin (42% market share in '15, Merck); 2) Saxagliptin (32%, BMS); 3) Vildagliptin (20%, Novartis); 4) Linagliptin (5%, BI); 5) Alogliptin (1%, Takeda).	Sutent was approved by CFDA in 2007, marketed by Pfizer	Tykerb was approved by CFDA in 2012, marketed by GSK; Giorif (afatinib, also an EGFR/HER2 inhibitor) was approved in Feb-2016, marketed by Boehringer Ingelheim
Potential competitors	5+ domestic players are developing PEG-G-CSF, clinical trial or IND stage	10+ DPP-4 inhibitors at different development stages from over 20 MNCs/domestic players	Generics: 5 sponsors by mid-2016, all approved for clinical trial in 2015	5 approved for clinical trial for Lapatinib generics; 11 for Afatinib generics. Neratinib is on clinical trials
Competitive edge / strategy / market opportunities	Leading position in oncology market with well-established channel and relation with oncology KOLs vs. peers	- Potential first domestic DPP-4 inhibitor - Pricing and combo with first-line therapy (e.g. metformin) would be the key	Targeting CRC / NSCLC as primary indications, different from Sutent and its generics (approved for RCC, GIST and pancreatic NET)	Ph1 data (ASCO 2015, n=36, 80-400mg q.d.): ORR 47.2%, Grade 3+ AE 8.3% (vs. lapatinib 1250mg q.d.: 23.7%; neratinib 40-500mg q.d.: 32%, 6.9%)

资料来源：公司数据、国家食药监局、ASCO 2015、2015 中国癌症报告、Clinicaltrial.gov、FDA、高盛全球投资研究

### 领先创新企业可受益于监管环境的改变

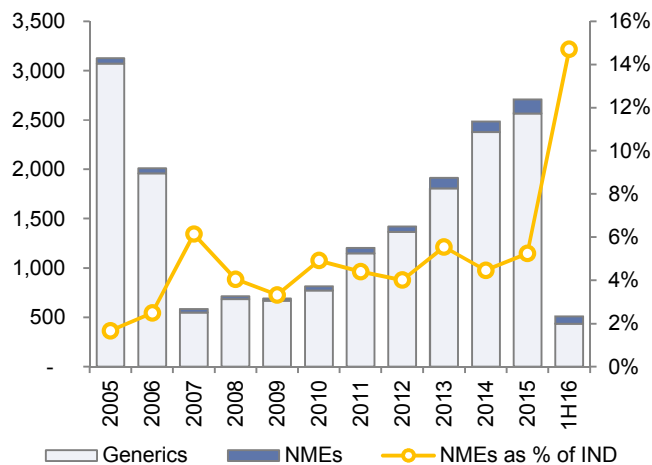
2015/16年是中国医药研发里程碑式的一年，药监局对药品审批制度进行了大力改革（如对临床试验审查）并提高了仿制药的审批门槛（如强制性的一致性评价），预示医药行业将经历重大结构性调整，从渠道/营销驱动的模式转为以患者为导向的模式，注重 1) 创新；2) 优质产品；3) 临床效果。

我们认为恒瑞医药在引领全国创新趋势中表现优于同业：

- 对研发持续注重（2011-15年每年的研发支出占销售 9%-10%的比重，而行业均值为 3%左右），尤其是创新药的研发占据了先行优势；
- 新药开发上采取了风险回报较为平衡的“快速跟进”策略；
- 研发团队包罗具有跨国公司的药物开发经验和精通本土行业的人才；
- 与中国领先的学术机构建立了长期合作关系，与领先的全球研究机构的合作日益密切；
- 拥有国内最丰富的创新药在研药品，超过 20 种创新化学/生物分子和生物仿制药处于临床阶段。

**图表 12: 新药申请数量增多**

化学药/治疗用生物药的新药临床研究申请，2005年-2016年上半年

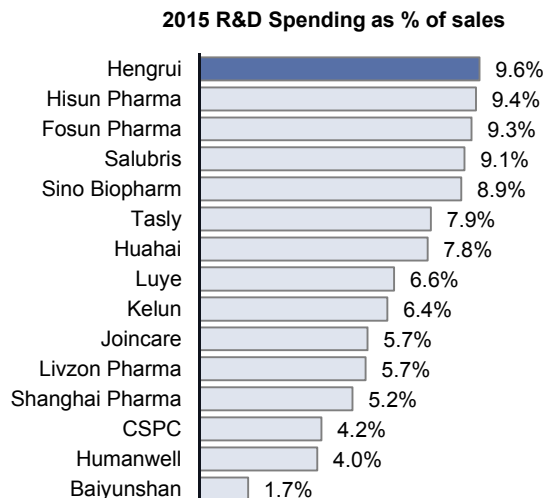


\*: There could be more than one INDs for one single molecule

资料来源：丁香园 Insight 数据库(国家食品药品审评中心数据)

**图表 13: 恒瑞的研发费用率在国内排名第一**

研发支出在销售收入中所占比重：A/H 股药企



资料来源：公司数据、彭博、万得

### 全球化战略的初步成功为新机遇铺路

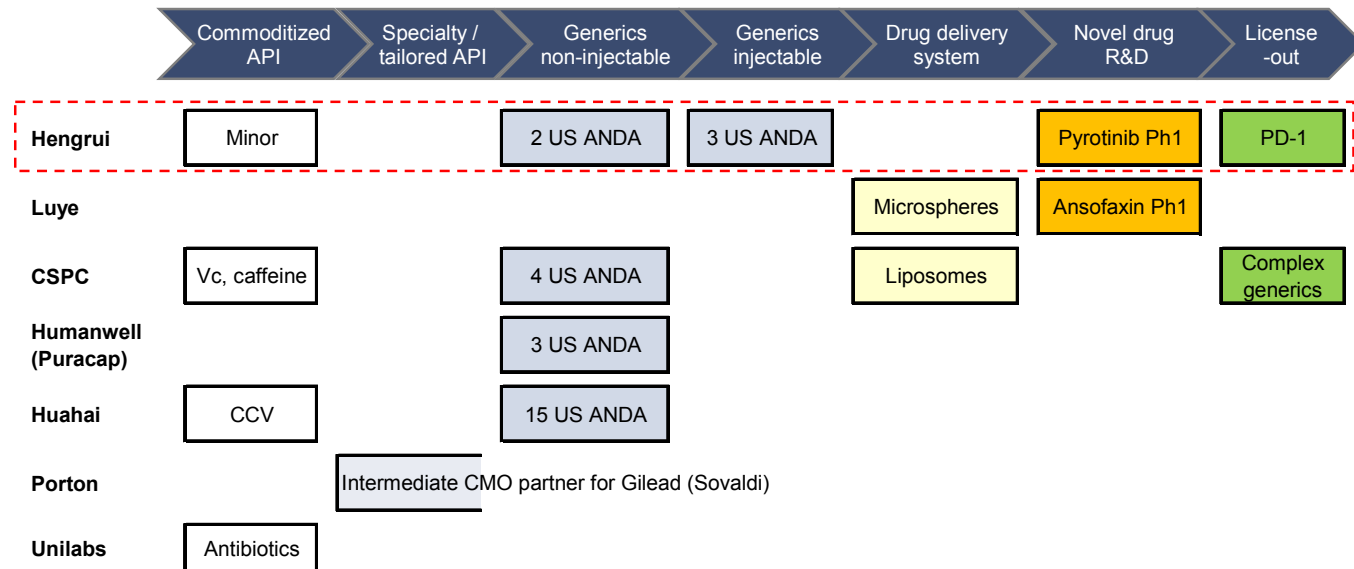
恒瑞是中国率先进入海外法规市场（即美国、欧盟和日本）的制药企业之一，而且公司的全球化业务模式也在不断演进，从原料药出口发展到：1) 在美国/欧盟/日本出售仿制药；2) 在海外市场上进行新药的全球临床试验，例如正在进行第一期临床试验的瑞格列汀、吡咯替尼以及 PD-1 单抗等；3) 将 PD-1 单抗(SHR-1210)的海外专利转让给 Incyte 公司。

恒瑞可能并非第一家试水不同业务模式的中国药企，但它在以下方面较同业拥有领先优势：

- 肿瘤药环磷酰胺的成功，截至 2016 年 10 月公司已从百特公司手中夺得逾 50% 的美国市场份额；
- 制剂技术优于国内同业，体现在公司的海外仿制药包括三种注射剂，而多数国内同业的海外仿制药仅包括门槛较低口服药；

- 专利转让交易规模可观，SHR-1210 的整体为 7.95 亿美元，包括前期付款和潜在的里程碑付款。

**图表 14: 与同业相比，恒瑞的全球化战略更具多元化色彩**  
率先扩张海外市场的中国药企的业务布局，截至 2016 年 11 月



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

## 财务分析：盈利增长稳健，现金充裕

我们对恒瑞医药 2010 年以来的财务状况的分析显示：

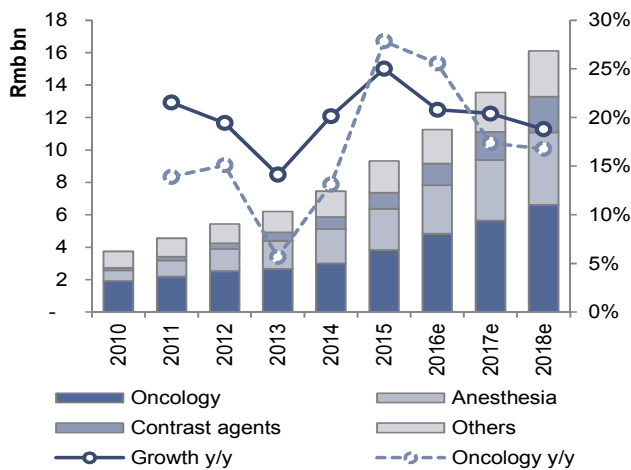
- **收入/盈利持续增长：**2010-2016 年前 9 个月，收入/扣非净利润的增速均超过 20%，仅 2013 年销售收入同比增长 14%、盈利增长 17%，因为当时公司的核心产品受到大幅降价，且缺乏重磅新品来缓冲。
- **盈利质量较高：**研发投入全部费用化（而 A 股同业研发费用仅 87% 计入费用）；2015 年非经营性利润仅为人民币 300 万元（vs. 税前利润为 25.62 亿元）。
- **现金强劲：**截至 2016 年三季度末现金为人民币 62 亿元（占流动资产的 56.5%）。经营性现金流与盈利保持一致。我们认为强劲现金可以支撑公司未来的潜在投资：1) 在国内外市场上新建基础设施；2) 并购。
- **2016 年资本开支可能比前几年更高：**考虑到在上海和苏州建设新厂，管理层预计 2016 年资本开支为人民币 6-7 亿元（过去五年每年的资本开支为 2.5-5 亿元，我们的预测为 7.88 亿元）。

### 阿帕替尼和海外仿制药是 2016-2018 年增长的主要推动因素

2016 年前三季度恒瑞医药的销售收入增长了 +20.3%，我们预计 2016/2017/2018 年全年销售收入分别为人民币 113 亿元（同比增长 20.8%）/136 亿元（同比增长 20.4%）/161 亿元（同比增长 18.8%）。我们预计未来三年抗肿瘤药物仍是公司主要的品类（预计 2016-2018 年销售收入增长 40% 以上），而较小品类（即麻醉剂和造影剂）将进一步崛起。我们预计阿帕替尼和海外销售的加速增长仍将是未来三年的主要推动因素，潜在的新品上市（如 19K 和瑞格列汀，管理层计划重新上报以获得生产许可）可能给我们的销售预测带来上行风险。

图表 15: 抗肿瘤药物仍是重点

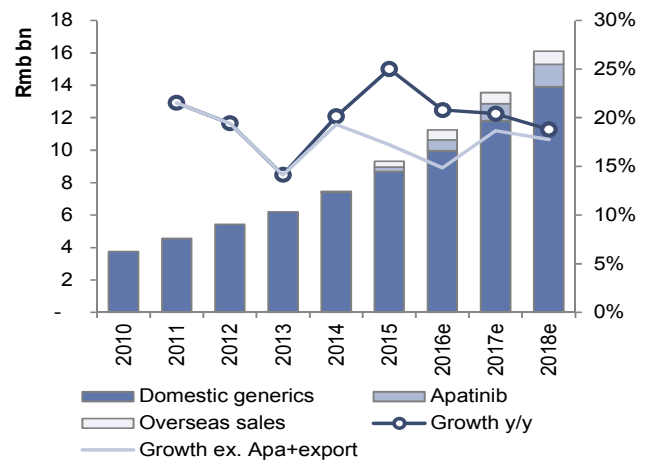
恒瑞医药按治疗领域划分的销售预测，2010-2018E



资料来源：公司数据 (2010-2015)、高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

图表 16: 阿帕替尼和海外销售将推动增长

恒瑞医药销售预测，国内仿制药 vs. 新推动因素

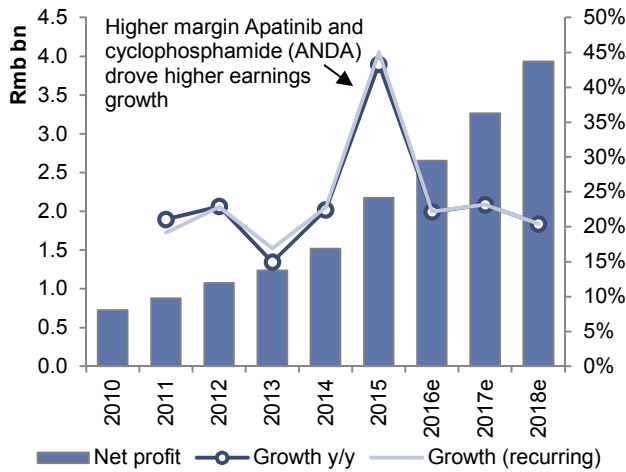


资料来源：公司数据 (2010-2015)、高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

### 预计 2016-2018 年盈利年均复合增长 22%，派息率稳定

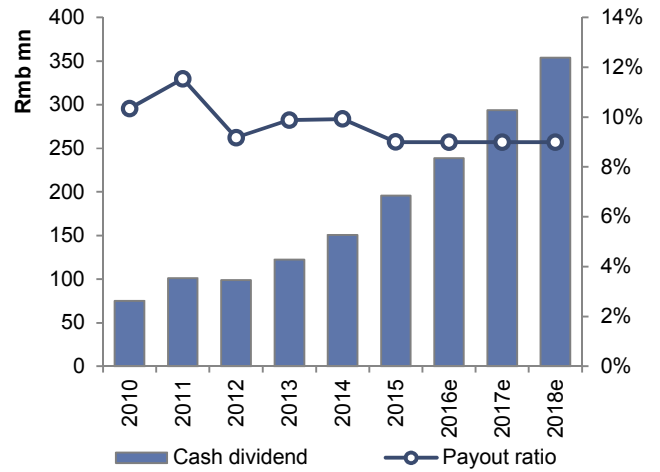
过去几年里恒瑞医药的盈利持续稳健，其中利润率较高的阿帕替尼上市以及环磷酰胺开始在美国销售显著推高了 2015 年盈利增长（扣非净利润同比增长 45%，而 2011-2014 年增速幅度为 15%-25%）。2016 年前三季度盈利增长了 22.7%，我们预计 2016/2017/2018 年全年净利润分别为人民币 26.5 亿元（同比增长 22%）/33 亿元（同比增长 23.2%）/39 亿元（同比增长 20.4%），并预计净利润率将从 2016 年的 23.6% 升至 2018 年的 24.4%，反映创新药以及海外销售的贡献上升。

**图表 17: 我们预计 2016-2018 年盈利年均复合增长 22%**  
恒瑞医药的盈利预测, 2010-2018E



资料来源: 公司数据 (2010-2015)、高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

**图表 18: 股息支付稳定**  
恒瑞医药的现金股息预测, 2010-2018E

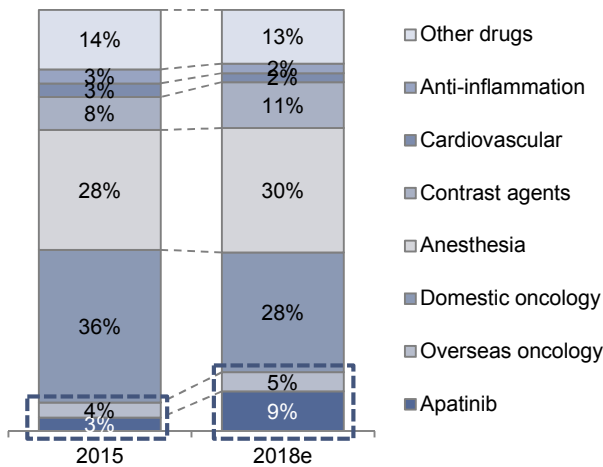


资料来源: 公司数据 (2010-2015)、高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

### 创新药以及海外销售推动毛利率扩张

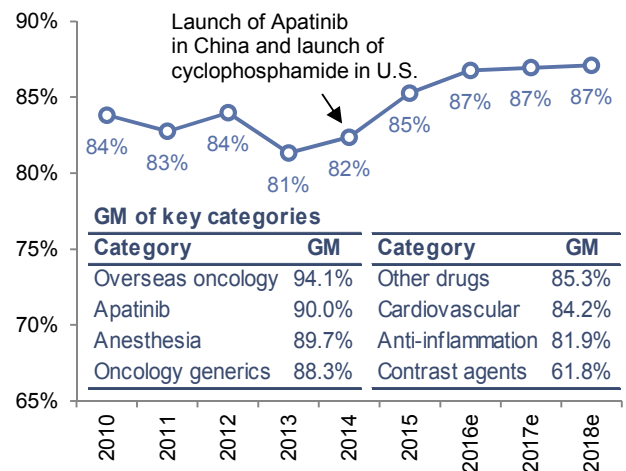
恒瑞医药的毛利率从 2014 年的 82.4% 提高至 2015 年的 85.3% 以及 2016 年前三个季度的 86.8%。我们预计未来几年毛利率将进一步小幅提高, 但幅度相对小于 2015/2016 年, 得益于: 1) 阿帕替尼和抗肿瘤药物海外销售进一步加速增长 (2015 年占毛利的 3%/4%, 预计 2018 年为 9%/5%); 2) 麻醉剂和造影剂毛利率提高 (因竞争较少, 新产品加速增长) ——这两个因素均可以抵消国内仿制药价格下降的影响。

**图表 19: 阿帕替尼和海外抗肿瘤药物对毛利的贡献将增长**  
主要药物/品类的毛利细分



资料来源: 公司数据 (2010-2015)、高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

**图表 20: 预计未来几年恒瑞医药毛利率将小幅扩张**  
恒瑞医药的毛利趋势, 2010-2018E



Category	GM	Category	GM
Overseas oncology	94.1%	Other drugs	85.3%
Apatinib	90.0%	Cardiovascular	84.2%
Anesthesia	89.7%	Anti-inflammation	81.9%
Oncology generics	88.3%	Contrast agents	61.8%

资料来源: 公司数据 (2010-2015)、高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

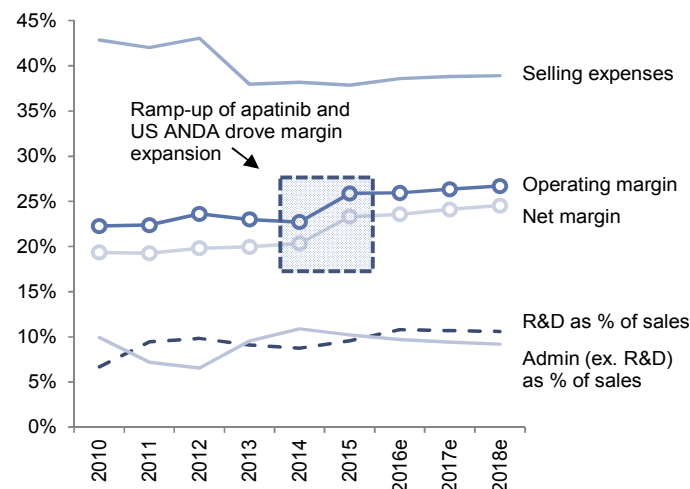
### 销售管理费用稳定，一直以来研发力度较大

恒瑞医药拥有成熟的抗肿瘤药物销售团队负责阿帕替尼的营销。虽然公司正在为创新药推广建立了专门团队（可能不同于仿制药），但我们预计由于仿制药的销售额较大，整体销售管理费用率将保持稳定。

我们预计研发费用将保持在总销售收入的10%左右，2016/2017/2018年预期总研发开支分别为人民币12.2亿元/14.5亿元/17.1亿元。此外，我们注意到恒瑞医药的总研发投入全部被计为费用并体现在损益表中（而A股同业平均将14%、最高将80%的研发投资进行了资本化处理）。

**图表 21: 销售管理费用和研发费用占销售收入的比例保持稳定**

恒瑞医药销售管理费用以及经营利润率走势，2010-2018E



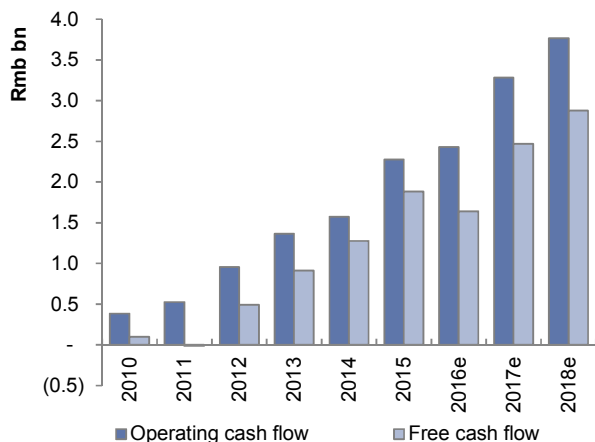
资料来源：公司数据 (2010-2015)，高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

### 强劲的现金状况得益于稳健的经营性现金流

恒瑞医药保持着稳定的经营性现金流，并符合盈利增速。2016年预期自由现金流可能下降，因在于上海和江苏建厂令资本开支上升（管理层预计2016年资本开支为人民币6-7亿元，今年前9个月为6.7亿元，我们的预测为7.88亿元）。我们预计未来几年自由现金流将保持强劲，得益于稳定的经营性现金流。

**图表 22: 经营性现金流将保持稳健**

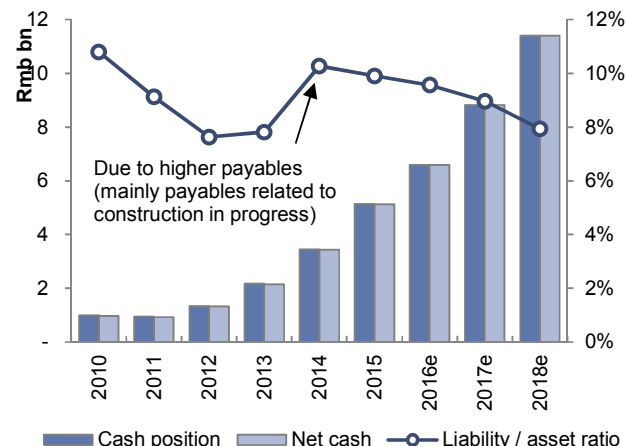
恒瑞医药的现金流预测，2010-2018E



资料来源：公司数据 (2010-2015)，高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

**图表 23: 现金状况强劲，同时负债水平较低**

恒瑞医药的现金/净现金预测，2010-2018E



资料来源：公司数据 (2010-2015)，高盛全球投资研究 (2016E-2018E)

恒瑞医药的负债率明显较低，过去八年里总负债水平最高为人民币 2000 万元，因为：1) 其核心业务产生了充足的现金；2) 过去管理层对于国内大型并购的兴趣较低。由于截至 2015 年底公司现金水平为人民币 51 亿元，我们认为其仍能较好地支撑全球化战略执行（在海外市场上进行并购以及对渠道进行投资）以及向新研发领域渗透（如生物药研发和生产的新设施）。2017/2018 年预期负债可能保持在较低水平。

## 资产负债表

**负债率：**我们预计 2016/2017/2018 年负债率（负债/资产）分别为 9.6%/9.0%/7.9%，借款为零。过去五年里总借款水平低于人民币 2000 万元，总负债/总资产的均值为 8.9%（而 A 股医药同业的均值为 20%-30%）。

**回报率：**我们预计净资产回报率为 23.8%/23.6%/23.0%，总资产回报率为 20.6%/20.7%/20.4%。此外我们的分析表明，过去三年里恒瑞医药的 CROCI（投资资本的现金回报率）在 25% 以上，我们预计 2016-2018 年 CROCI 分别为 26.5%/31.5%/31.2%。

图表 24: 恒瑞医药 – 资产负债表

Rmb Mn, Dec-31 as Fiscal Year-end	2013	2014	2015	1H16	2H16E	2016E	2017E	2018E
<b>Assets</b>								
Cash and equivalents	2,169	3,449	5,133	5,792	6,591	6,591	8,823	11,410
Net receivables	2,421	2,840	3,277	3,279	3,506	3,506	3,919	4,549
Inventory/stocks	430	551	523	581	578	578	681	741
Other current assets	392	360	445	621	668	668	668	668
<b>Current assets</b>	<b>5,412</b>	<b>7,200</b>	<b>9,378</b>	<b>10,274</b>	<b>11,343</b>	<b>11,343</b>	<b>14,091</b>	<b>17,367</b>
Net PP&E/Fixed assets	1,302	1,366	1,424	1,568	1,935	1,935	2,400	2,864
Net intangibles	203	200	196	288	192	192	187	183
Total investments	5	5	79	72	87	87	87	87
Other long-term assets	299	316	420	530	644	644	644	644
<b>Non-current assets</b>	<b>1,808</b>	<b>1,887</b>	<b>2,118</b>	<b>2,459</b>	<b>2,857</b>	<b>2,857</b>	<b>3,318</b>	<b>3,778</b>
<b>Total assets</b>	<b>7,220</b>	<b>9,087</b>	<b>11,497</b>	<b>12,733</b>	<b>14,200</b>	<b>14,200</b>	<b>17,409</b>	<b>21,145</b>
<b>Liabilities</b>								
Accounts payable	290	419	506	664	677	677	824	882
Short-term debt and current portion of long-term det	10	-	10	10	-	-	-	-
Other current liabilities	185	431	537	446	580	580	636	696
<b>Current liabilities</b>	<b>485</b>	<b>851</b>	<b>1,053</b>	<b>1,119</b>	<b>1,257</b>	<b>1,257</b>	<b>1,460</b>	<b>1,577</b>
Long-term debt	10	10	-	-	-	-	-	-
Other non-current liabilities	69	72	86	115	101	101	101	101
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>79</b>	<b>82</b>	<b>86</b>	<b>115</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>101</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>564</b>	<b>933</b>	<b>1,139</b>	<b>1,234</b>	<b>1,358</b>	<b>1,358</b>	<b>1,561</b>	<b>1,678</b>
<b>Shareholders' Equities</b>								
Preferred shares	-	-	-	-	-	-	-	-
Treasury stock	-	(136)	(88)	(81)	(46)	(46)	(46)	(46)
Common stock (includes par value, capital surplus,	2,339	2,796	3,366	3,772	3,366	3,366	3,366	3,366
Retained earnings	4,019	5,141	6,655	7,382	9,069	9,069	12,041	15,621
Other common equity	(1)	(2)	(2)	(7)	(13)	(13)	(13)	(13)
<b>Total common equity</b>	<b>6,357</b>	<b>7,798</b>	<b>9,931</b>	<b>11,066</b>	<b>12,375</b>	<b>12,375</b>	<b>15,348</b>	<b>18,927</b>
Minority interest (balance sheet)	299	355	426	433	467	467	500	540
<b>Total shareholders funds/equity</b>	<b>6,656</b>	<b>8,154</b>	<b>10,358</b>	<b>11,499</b>	<b>12,842</b>	<b>12,842</b>	<b>15,848</b>	<b>19,467</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>7,220</b>	<b>9,087</b>	<b>11,497</b>	<b>12,733</b>	<b>14,200</b>	<b>14,200</b>	<b>17,409</b>	<b>21,145</b>

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

## 损益表

**增速:** 我们预计 2016-2018 年销售收入将同比增长 20.8%/20.4%/18.8%、盈利同比增长 22.1%/23.2%/20.4%，其中计入了创新药和海外销售贡献增长的因素。

**利润率前景:** 由于阿帕替尼（利润率较高的创新药）上市以及海外销售加速增长（得益于与山德士合作在美国推广环磷酰胺（仿制抗癌药物）），2014 年下半年以来公司的毛利率、经营性利润率、净利润率一直在提高，而且我们认为未来几个季度该势头可能会持续下去。我们预计 2016-2018 年毛利率和净利润率将提高：1) 毛利率预测为 86.8%/87.0%/87.1%；2) 净利润率预测为 23.6%/24.1%/24.4%。

图表 25: 恒瑞医药 – 损益表

Rmb Mn, Dec-31 as Fiscal Year-end	2013	2014	2015	1H16	2H16E	2016E	2017E	2018E
<b>Total sales/revenues</b>	<b>6,203</b>	<b>7,452</b>	<b>9,316</b>	<b>5,279</b>	<b>5,974</b>	<b>11,253</b>	<b>13,550</b>	<b>16,097</b>
yoy %	14.1%	20.1%	25.0%	20.4%	21.2%	20.8%	20.4%	18.8%
Total COGS	(1,158)	(1,313)	(1,372)	(705)	(784)	(1,489)	(1,768)	(2,076)
<b>Gross profit</b>	<b>5,045</b>	<b>6,139</b>	<b>7,944</b>	<b>4,575</b>	<b>5,189</b>	<b>9,764</b>	<b>11,782</b>	<b>14,022</b>
yoy %	10.5%	21.7%	29.4%	23.6%	22.3%	22.9%	20.7%	19.0%
Gross margin %	81.3%	82.4%	85.3%	86.7%	86.9%	86.8%	87.0%	87.1%
Sales tax and add-on	(106)	(133)	(156)	(90)	(102)	(191)	(230)	(274)
Add-on (%)	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Selling expenses	(2,355)	(2,844)	(3,525)	(1,961)	(2,382)	(4,344)	(5,257)	(6,262)
S %	38.0%	38.2%	37.8%	37.2%	39.9%	38.6%	38.8%	38.9%
R&D expenses	(563)	(652)	(892)	(489)	(727)	(1,215)	(1,450)	(1,706)
R&D %	9.1%	8.7%	9.6%	9.3%	12.2%	10.8%	10.7%	10.6%
Non-R&D admin expenses	(592)	(812)	(952)	(567)	(525)	(1,092)	(1,274)	(1,497)
Other %	9.6%	10.9%	10.2%	10.7%	8.8%	9.7%	9.4%	9.3%
Admin expenses	(1,156)	(1,464)	(1,843)	(1,055)	(1,252)	(2,307)	(2,723)	(3,203)
A %	18.6%	19.6%	19.8%	20.0%	21.0%	20.5%	20.1%	19.9%
SG&A	(3,617)	(4,440)	(5,524)	(3,106)	(3,735)	(6,842)	(8,211)	(9,739)
SG&A %	58.3%	59.6%	59.3%	58.8%	62.5%	60.8%	60.6%	60.5%
Other income & expenses	(2)	(7)	(10)	(8)	4	(4)	-	-
<b>Operating profit</b>	<b>1,426</b>	<b>1,692</b>	<b>2,411</b>	<b>1,461</b>	<b>1,458</b>	<b>2,918</b>	<b>3,571</b>	<b>4,283</b>
yoy %	11.1%	18.6%	42.5%	18.5%	23.8%	21.1%	22.4%	19.9%
Operating margin	23.0%	22.7%	25.9%	27.7%	24.4%	25.9%	26.4%	26.6%
Depreciation	(168)	(209)	(218)	(126)	(151)	(276)	(348)	(421)
Amortization	(3)	(4)	(4)	(2)	(2)	(4)	(4)	(4)
<b>EBITDA</b>	<b>1,597</b>	<b>1,905</b>	<b>2,633</b>	<b>1,589</b>	<b>1,610</b>	<b>3,199</b>	<b>3,923</b>	<b>4,708</b>
yoy %	12.8%	19.3%	38.2%	18.7%	24.4%	21.5%	22.6%	20.0%
EBITDA margin	25.7%	25.6%	28.3%	30.1%	27.0%	28.4%	29.0%	29.2%
Net interest income/expense	25	81	148	81	93	173	218	282
Other non-operating income/expense	27	27	3	(4)	7	3	4	2
<b>Non-operating income/(loss)</b>	<b>53</b>	<b>108</b>	<b>151</b>	<b>77</b>	<b>100</b>	<b>177</b>	<b>222</b>	<b>284</b>
<b>Profit before tax (PBT)</b>	<b>1,479</b>	<b>1,800</b>	<b>2,562</b>	<b>1,537</b>	<b>1,558</b>	<b>3,095</b>	<b>3,793</b>	<b>4,567</b>
yoy %	9.8%	21.7%	42.4%	19.6%	22.0%	20.8%	22.5%	20.4%
Income taxes	(186)	(227)	(338)	(217)	(186)	(402)	(493)	(594)
Tax rate	12.6%	12.6%	13.2%	14.1%	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>Total net profit</b>	<b>1,292</b>	<b>1,573</b>	<b>2,224</b>	<b>1,321</b>	<b>1,372</b>	<b>2,693</b>	<b>3,300</b>	<b>3,973</b>
Minority interest	(54)	(57)	(52)	(6)	(34)	(40)	(33)	(40)
as % of total net profit	4.2%	3.6%	2.4%	0.5%	2.5%	1.5%	1.0%	1.0%
<b>NPAT</b>	<b>1,238</b>	<b>1,516</b>	<b>2,172</b>	<b>1,314</b>	<b>1,338</b>	<b>2,652</b>	<b>3,267</b>	<b>3,933</b>
yoy %	14.9%	22.4%	43.3%	23.8%	20.5%	22.1%	23.2%	20.4%
Net margin	20.0%	20.3%	23.3%	24.9%	22.4%	23.6%	24.1%	24.4%
EPS - basic	0.53	0.65	0.93	0.56	0.57	1.13	1.40	1.68
EPS - fully diluted	0.53	0.65	0.93	0.56	0.57	1.13	1.39	1.68
yoy %	14.9%	22.1%	43.2%	23.1%	20.4%	22.1%	23.2%	20.2%
Cash dividends declared	(122)	(151)	(196)			(239)	(294)	(354)
Cash dividend payout	9.9%	9.9%	9.0%			9.0%	9.0%	9.0%
Weighted avg. adj. shares OS (mn) - adjusted	2,334	2,341	2,337	2,352	2,340	2,340	2,340	2,348
Fully diluted shares OS (mn) - adjusted	2,334	2,341	2,342	2,358	2,344	2,344	2,344	2,348
Period end shares outstanding (mn)	1,360	1,505	1,956	2,348	2,348	2,348	2,348	2,348
Bonus issue	1.1x	1.1x	1.3x			1.2x		

资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究

图表 26: 恒瑞医药 – 收入模型

Rmb Mn, Dec-31 as Fiscal Year-end	CFDA	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>SALES</b>	<b>Approval</b>						
<b>ONCOLOGY</b>							
Apatinib mesylate - ATAN (艾坦)	2014			285	672	1,039	1,373
yoy %					135.4%	54.7%	32.1%
Docetaxel - Ai Su (艾素)	2002	909	978	1,024	1,090	1,150	1,201
yoy %		15.2%	7.6%	4.7%	6.5%	5.5%	4.5%
Irinotecan HCl - Ai Li (艾力)	1998	333	413	496	608	734	872
yoy %		5.4%	23.8%	20.3%	22.5%	20.8%	18.8%
Oxaliplatin - Ai Heng (艾恒)	2000	403	387	388	411	431	448
yoy %		0.7%	-3.9%	0.3%	5.8%	4.9%	4.0%
Tegafur (TF)+Gimeracil (CDHP)+Oteracil (Oxo) - TG	2010	159	210	235	292	361	440
yoy %		53.4%	31.6%	12.1%	24.2%	23.8%	21.8%
Letrozole - Fu Rui (芙瑞)	1999	160	192	204	218	229	238
yoy %		10.4%	20.1%	6.6%	6.9%	4.9%	4.0%
Pegaspargase - Ai Yang (艾阳)	2009	40	60	73	92	113	137
yoy %		27.9%	48.7%	22.7%	25.1%	23.8%	20.8%
Capecitabine - Ai Bin (艾滨)	2012		16	51	101	170	254
yoy %				209.7%	99.0%	69.2%	49.3%
Other domestic oncology drugs		653	745	784	823	864	994
yoy %		-10.5%	14.2%	5.2%	5.0%	5.0%	15.0%
Domestic oncology		2,657	3,001	3,541	4,307	5,093	5,958
yoy %		5.7%	12.9%	18.0%	21.6%	18.3%	17.0%
Overseas oncology		-	6	302	518	570	656
yoy %				5234.3%	71.9%	10.0%	15.0%
<b>Oncology</b>		<b>2,657</b>	<b>3,006</b>	<b>3,843</b>	<b>4,825</b>	<b>5,663</b>	<b>6,614</b>
yoy %		5.7%	13.1%	27.8%	25.6%	17.4%	16.8%
as % of total		42.8%	40.3%	41.3%	42.9%	41.8%	41.1%
<b>ANESTHESIA</b>							
Dexmedetomidine - Ai Bei Ning (艾贝宁)	2009	311	523	701	1,002	1,289	1,596
yoy %		67.3%	68.3%	34.2%	42.8%	28.7%	23.8%
Cisatracurium	2005	451	560	663	741	869	1,014
yoy %		36.1%	24.3%	18.3%	11.8%	17.3%	16.7%
Sevoflurane - Kai Te Li (凯特力)	2004	391	471	615	800	1,000	1,220
yoy %		17.2%	20.6%	30.6%	30.0%	25.0%	22.0%
Other anesthesia		584	545	544	463	555	638
yoy %		13.5%	-6.7%	-0.1%	-15.0%	20.0%	15.0%
<b>Anesthesia</b>		<b>1,736</b>	<b>2,098</b>	<b>2,524</b>	<b>3,005</b>	<b>3,713</b>	<b>4,468</b>
yoy %		27.2%	20.9%	20.3%	19.1%	23.6%	20.3%
as % of total		28.0%	28.2%	27.1%	26.7%	27.4%	27.8%
<b>CONTRAST AGENTS</b>							
Ioversol	2004	419	549	644	717	812	893
yoy %		24.0%	31.0%	17.3%	11.3%	13.3%	10.0%
Iodixanol	2010	111	205	362	574	783	1,012
yoy %		278.2%	83.8%	76.8%	58.7%	36.3%	29.4%
Other contrast agents (gadoterate meglumine)			-	-	25	150	300
yoy %					500.0%	100.0%	100.0%
<b>Contrast agents</b>		<b>530</b>	<b>753</b>	<b>1,006</b>	<b>1,316</b>	<b>1,745</b>	<b>2,206</b>
yoy %		44.4%	42.1%	33.5%	30.8%	32.6%	26.4%
as % of total		8.5%	10.1%	10.8%	11.7%	12.9%	13.7%
<b>OTHERS</b>							
Cardiovascular			294	305	320	336	353
yoy %				3.8%	5.0%	5.0%	5.0%
Anti-inflammation		285	306	326	342	359	377
yoy %		3.9%	7.4%	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
Other drugs			994	1,313	1,444	1,733	2,079
yoy %				32.0%	10.0%	20.0%	20.0%
<b>Others</b>		<b>1,280</b>	<b>1,594</b>	<b>1,943</b>	<b>2,106</b>	<b>2,428</b>	<b>2,809</b>
yoy %		7.7%	24.6%	21.9%	8.4%	15.3%	15.7%
as % of total		20.6%	21.4%	20.9%	18.7%	17.9%	17.5%
<b>TOTAL DRUG SALES</b>		<b>6,203</b>	<b>7,452</b>	<b>9,316</b>	<b>11,253</b>	<b>13,550</b>	<b>16,097</b>
yoy %		14.1%	20.1%	25.0%	20.8%	20.4%	18.8%

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

## 现金流量表

**资本开支：**我们预计 2016-2018 年资本开支分别为人民币 7.88 亿元/8.13 亿元/8.85 亿元，占销售收入的比例分别为 7%/6%/5.5%。

**股息：**2012-2015 年现金股息支付率为 9%-10%，而且管理层预计未来几年将维持股息政策不变（我们预计 2016-2018 年股息支付率将保持在 9%）。但 2015 年公司派息率低于中国生物制药（约 20%）和石药集团（约 35%），高于零股息的绿叶制药和三生制药。

图表 27: 恒瑞医药 – 现金流量表

Rmb Mn, Dec-31 as Fiscal Year-end	2013	2014	2015	1H16	2H16E	2016E	2017E	2018E
<b>Income pre-preferred share dividends</b>	1,238	1,516	2,172	1,314	1,338	2,652	3,267	3,933
Minority interest add-back	54	57	52	6	34	40	33	40
Depreciation and amortization add-back	171	213	222	128	153	281	352	425
Net income from associates and jointly controlled er	-	-	-	-	-	-	-	-
Net loss/(gain) on asset sales	3	0	9	-	-	-	-	-
<b>(Increase)/decrease in working capital :</b>	(108)	(246)	(233)	(167)	53	(113)	(368)	(633)
Accounts receivable	(90)	(217)	(448)	31	(259)	(229)	(413)	(630)
Inventory	(95)	(121)	28	110	(166)	(55)	(102)	(60)
Accounts payable	76	92	187	(307)	478	171	147	57
Other operating cash flow items	7	34	55	1	(433)	(432)	-	-
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,365</b>	<b>1,574</b>	<b>2,277</b>	<b>1,283</b>	<b>1,146</b>	<b>2,429</b>	<b>3,284</b>	<b>3,766</b>
Capital expenditure	(453)	(299)	(394)	(431)	(356)	(788)	(813)	(885)
(Acquisitions)/divestitures	1	0	0	0	0	1	-	-
Investments	-	-	(76)	-	(8)	(8)	-	-
Other investment cash flow items	0	0	0	0	(0)	-	-	-
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(452)</b>	<b>(298)</b>	<b>(470)</b>	<b>(431)</b>	<b>(364)</b>	<b>(795)</b>	<b>(813)</b>	<b>(885)</b>
Dividends paid (common and preferred)	(99)	(122)	(150)	(196)	(0)	(196)	(239)	(294)
Share repurchase/issue (change in common stock)	16	136	19	-	-	-	-	-
Increase/(decrease) in debt	10	(10)	-	-	(10)	(10)	-	-
Increase/(decrease) in preferred shares	-	-	-	-	-	-	-	-
Change in minority interest	-	-	-	-	-	-	-	-
Other financing cash flow items	-	-	(0)	(0)	31	30	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(73)</b>	<b>4</b>	<b>(132)</b>	<b>(196)</b>	<b>20</b>	<b>(176)</b>	<b>(239)</b>	<b>(294)</b>
Effect of foreign exchange rate changes	(0)	0	9	3	(3)	-	-	-
<b>Total cash flow</b>	<b>840</b>	<b>1,280</b>	<b>1,684</b>	<b>659</b>	<b>799</b>	<b>1,458</b>	<b>2,232</b>	<b>2,587</b>
Cash at the beginning of the period	1,329	2,169	3,449	5,133	5,792	5,133	6,591	8,823
<b>Cash at the end of the period</b>	<b>2,169</b>	<b>3,449</b>	<b>5,133</b>	<b>5,792</b>	<b>6,591</b>	<b>6,591</b>	<b>8,823</b>	<b>11,410</b>

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

## 估值：基于贴现长期市盈率的目标价格为人民币 54.83 元

我们对恒瑞医药基于贴现长期市盈率估值法得到的 12 个月目标价格为人民币 54.83 元，隐含 39.3 倍的 2017 年市盈率（而市值高于人民币 100 亿元或 15 亿美元的 22 家 A 股医药同业的市盈率区间为 16.1 倍-53.3 倍，均值为 29.6 倍），对应 17% 的上行空间。

图表 28: 恒瑞医药基于贴现长期退出市盈率的估值法

### A-share coverage

Ticker	Company name	Ratings	Current Price	12-M Target Price	Potential Upside / (Downside)	2017 Target P/E	2017 P/E	Long Term Avg*	Adj Factor	2020 Exit P/E	Rept. Currency	EPS (CNY)	EPS CAGR	EPS	Cost of Equity
<b>Pharmaceuticals</b>			Rmb	Rmb	%	Implied						2017	'17E-'20E	2020E	
600276.SS	Hengrui	Buy	47.35	54.83	15.8%	39.3x	34.0x	16.5x	0%	16.5x	CNY	1.39	19%	2.36	8.1%
600535.SS	Tasly	Buy	42.48	47.50	12%	25.5x	22.8x	16.5x	-15%	14.0x	CNY	1.86	9%	2.40	7.9%
600196.SS	Fosun (A)	Buy	23.09	24.60	6%	18.3x	17.2x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	1.35	10%	1.79	8.4%
600521.SS	Huawai	Neutral	22.69	22.46	-1%	30.5x	30.9x	16.5x	0%	16.5x	CNY	0.74	10%	0.98	8.4%
600079.SS	Humanwell	Neutral	19.12	18.50	-3%	24.6x	25.4x	16.5x	-20%	13.2x	CNY	0.75	9%	0.99	8.4%
002262.SZ	NHWA	Sell	19.94	17.85	-11%	26.5x	29.6x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	0.67	8%	0.85	8.4%
<b>MedTech</b>															
002223.SZ	Yuyue	Neutral	30.68	32.60	6%	33.0x	31.1x	16.5x	-5%	15.6x	CNY	0.99	15%	1.49	8.4%

### H-share coverage

Ticker	Company name	Ratings	Current Price	12-M Target Price	Potential Up / Down	2017 Target P/E	2017 P/E	Long Term Avg*	Adj Factor	2020 Exit P/E	Rept. CY	EPS (HKD)	EPS CAGR	EPS (HKD)	Cost of Equity
<b>Pharmaceuticals</b>			HKD	HKD	%	Implied						2017	'17E-'20E	2020E	
1177.HK	Sino Biopharm	Buy	5.44	6.55	20%	21.5x	17.9x	16.5x	0%	16.5x	HKD	0.30	18%	0.50	7.9%
2186.HK	Luye	Buy	4.77	5.95	25%	17.8x	14.3x	16.5x	0%	16.5x	CNY	0.33	10%	0.44	7.9%
1093.HK	CSPC	Buy	8.32	8.84	6%	20.6x	19.3x	16.5x	-5%	15.6x	HKD	0.43	18%	0.71	7.7%
3320.HK	CR Pharma	Buy	8.39	10.84	29%	19.0x	14.7x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	0.57	18%	0.93	8.4%
2196.HK	Fosun (H)	Neutral	23.75	23.70	0%	15.7x	15.8x	16.5x	-10%	14.8x	CNY	1.51	10%	2.01	8.5%
2607.HK	Shanghai Pharma	Neutral	18.10	22.03	22%	14.7x	12.0x	16.5x	-15%	14.0x	CNY	1.50	7%	1.84	9.2%
1530.HK	3SBio Inc.	Neutral	7.50	9.14	22%	22.8x	18.7x	16.5x	0%	16.5x	CNY	0.40	18%	0.66	7.5%
0867.HK	China Medical System	Neutral	12.10	13.00	7%	17.5x	16.3x	16.5x	-5%	15.6x	CNY	0.74	12%	1.04	9.6%
0874.HK	Baiyunshan	Sell	18.64	15.20	-18%	14.9x	18.3x	16.5x	-15%	14.0x	CNY	1.02	10%	1.36	8.4%
<b>Distributors</b>															
1099.HK	Sinopharm	Neutral	33.45	37.34	12%	18.5x	16.6x	15.3x	0%	15.3x	CNY	2.01	15%	3.06	7.7%
<b>MedTech</b>															
1066.HK	Weigao	Neutral	5.16	5.06	-2%	14.8x	15.1x	18.3x	-15%	15.5x	CNY	0.34	8%	0.43	9.9%

Note: Current price as of market close of Dec 9, 2016

资料来源：高盛全球投资研究

估值法与我们目前所覆盖公司的估值法一致，计入了：

- 2020 年预期退出市盈率倍数的基准为 16.5 倍，即部分全球制药企业（美国/欧洲/日本的 17 家大型药企）2017 年预期市盈率的均值；
- 2017-2020 年预期每股盈利年均复合增长 19.3%，即 2020 年预期每股盈利为人民币 2.36 元；
- 股权成本为 8.1%（贝塔值为 0.85），我们以该成本将 2020 年估值贴现至 2017 年。
- A 股估值溢价为 78%，根据 22 家市值超过人民币 100 亿元的 A 股医药同业 29.5 倍的市盈率均值以及 13 家港股同业 16.6 倍的均值（彭博预测）得出。为了使基准估值更具关联性，我们在计算估值溢价时仅包括了化学药/生物技术企业，并剔除了血液制剂/疫苗企业、中药企业以及经销商/零售商。

我们认为该估值方法体现了恒瑞医药的长期增长潜力，并有助于在全球化的背景下对中国企业估值，因为海外业务增长逐渐成为中国医药企业的主要题材之一。

图表 29: 估值比较 – A 股/H 股医药同业

2017			2017		
Ticker	Companies	PE	Ticker	Companies	PE
<b>A-share Pharma</b>			<b>HK-listed China Pharma</b>		
		<b>29.6</b>			<b>16.6</b>
600276.SH	Hengrui	33.3	600062.SH	CR Double Crane	16.1
600196.SH	Fosun Pharma*	17.0	300009.SZ	Anke Bio	52.4
002411.SZ	Bicon Pharma	22.5	002262.SZ	Nhwa Pharma*	31.0
002773.SZ	Kanghong Pharma	53.3	300194.SZ	Fuan Pharma	34.4
600867.SH	Tonghua Dongbao	40.9	000908.SZ	Hunan Jingfeng Pharma	25.0
002294.SZ	Salubris	18.0			
600079.SH	Humanwell*	22.3	1530.HK	3SBio	19.7
002422.SZ	Kelun	31.3	6826.HK	Haohai Biotech	14.5
600566.SH	JumpCan Pharma	22.1	1061.HK	Essex Biotech	13.2
600664.SH	Harbin Pharma	21.9	1513.HK	Livzon Group	22.4
000513.SZ	Livzon Group	26.3	1349.HK	Fudan Zhangjiang Biopharma	20.8
002038.SZ	SL Pharma	31.8	1093.HK	CSPC	19.6
000661.SZ	Chuangchun High & New Tech	32.0	1177.HK	Sino Biopharm	18.0
002653.SZ	Haisco	37.3	0867.HK	China Medical System	17.3
002437.SZ	Gloria Pharma	18.7	2196.HK	Fosun Pharma	16.7
000078.SZ	Neptune Biopharma	28.2	3933.HK	United Labs	16.2
300199.SZ	Hybio Pharma	31.6	2005.HK	SSY Pharma	14.7
002581.SZ	SinoBioway	32.7	1558.HK	HEC Pharma	13.9
			2348.HK	Dawnray	8.7

\*: Covered companies - GS estimates; Rest - Wind (A) / Bloomberg (H) consensus

资料来源: 万得、彭博、高盛全球投资研究

## 并购框架

鉴于我们研究范围内的公司累积了大量现金, 我们认为行业整合将是一个关键主题, 推动因素如下: (1) 国内大型企业进行并购以赢得市场份额或完善产品组合, (2) 不利的成本结构、食药监局监管收紧以及招标过程中的不利因素迫使较小企业退出。

我们采用并购框架分析了覆盖范围内股票, 其中考量了定性(产品组合/经营效率)和定量(市场份额、估值)因素以计入特定公司可以相对于当前股价被溢价收购的潜力。此外, 我们还分析了公司股权结构和管理层的出售意愿。我们将政府持股的情况给予零权重, 因为我们认为这类公司被收购的概率极小或为零。我们认为我们覆盖的公司被收购的可能性较低, 因此对目标价格没有影响, 但我们认为这一框架是未来我们评估公司战略价值的有益工具(详细内容请参见我们于2016年7月11日发表的报告《中国: 医疗保健: 变化之年: 政策变动、去库存和潜在并购》)。

## 定量因素

**市场份额:** 我们通过市场份额的增长来衡量行业增长及其可持续性。市场份额由以下因素决定: (1) 处方趋势, (2) 药品当前的市场定位, (3) 新进入企业构成的威胁。此外, 我们认为渠道是药品成功销售的关键。我们认为在主要治疗领域占据主导市场份额的公司较难被收购。

**估值:** 我们将当前估值与长期均值(基于市盈率)作了比较, 并基于公司本身进行评估而非采用行业相对估值指标。当前估值高于其长期均值的公司不大可能是有吸引力的并购目标。

## 定性因素

**产品组合评估:** 这体现了我们根据当前药品研发和中长期主要治疗领域的定位对公司未来增长前景的看法。此外, 我们认为重磅药品是龙头企业在整个医疗保健行业中的差异化因素。拥有优势产品组合的公司更可能成为市场份额较高的龙头企业。我们预计这些公司不大可能成为并购目标。

**经营效率:** 我们通过以下因素来衡量经营效率: (1) 扩张当前业务所需的成本, (2) 当前业务在多大程度上可加以利用开创新业务。在我们看来, 经营效率高的企业成本结构有利、现金流强劲, 因此我们认为这些企业有望成为主动的收购者而非并购目标。经营效率低的公司其现金流可能也较为紧张, 因此进行收购的能力也受限。

## 股权结构和出售意愿

我们对“出售意愿”的评估涵盖了公司的市值、战略持股和管理层态度（根据管理层的讲话）。我们认为高市值和战略持股是公司出售的阻碍因素。此外，我们根据管理层的讲话和政府态度来评估出售意愿。

我们以1-4分对研究范围内企业进行并购评分，1代表并购概率较高（30%-50%），2代表概率适中（15%-30%），3代表概率较低（10%-15%），4代表概率很小或为零（0%-10%）。如果存在拦截性股权、政府可通过声明阻拦或黄金一股的情况，我们默认其评分为4。对于评分为1或2的公司，我们根据研究部统一标准将并购要素纳入目标价。对于排序为3和4的公司，我们未在目标价中计入任何并购权重。

我们认为恒瑞医药成为并购目标的可能性较低，因其现金实力较强，而且公司在中国医药市场上领先的地位表明其更有可能主动发起并购而不是成为并购目标。

**图表 30: 恒瑞医药的并购评分为 4**

恒瑞医药的并购框架

Ticker	Company name	Final score (lower score = higher probability)	Government ownership (Yes / No)	Intention to Sell (1 = High)	Quantitative Factors		Qualitative Factors	
					Market share (1 = Low)	Valuation (1 = Low)	Portfolio (1= Less preferred)	Operating efficiency (1 = Low)
600276.SS	Hengrui Medicine	4	No	4	4	3	4	3

资料来源：高盛全球投资研究

## 主要风险

### 在研药品中的关键产品的潜在失败风险

恒瑞医药愈发依赖在研药品的成功以推动：1) 产品结构向议价能力更好的创新药倾斜；2) 产品组合更趋多元化，以实现长期可持续增长。因此，产品上市推迟以及主要产品研发失败可能被视为主要风险。药物开发失败（特别是后期试验阶段）可能无法避免，但我们认为恒瑞医药对创新药采取“跟进”研发战略以及在临床设计优化方面具有更多的经验，该风险可以得到控制。

### 生物制剂的开发进展慢于预期

Anti-PD-1 单抗全球对外许可是恒瑞医药生物制剂研发的里程碑，意味着全球对其探索创新生物制剂能力的认可。然而，由于大部分生物制剂研发项目仍处于早期开发/临床前/临床试验申请阶段，临床试验特别是商业化生产的工艺开发仍存在不确定性，因为恒瑞医药缺乏大规模生产生物制剂的经验。

### 主要研发人员变动可能影响在研药品开发

我们认为稳定的研发团队和可控的流失率对于确保研发战略的连贯性而言至关重要。研发高管人员变动可能给在研药品的推出带来不确定性。小分子药物（化学药物）的开发受研发人员变动的影响较小，因为平台成熟而且在研药品丰富。我们认为生物制剂面临的风险更大，因为生物制剂的探索和生产工艺开发仍处起步阶段。此外，我们注意到过去12个月里生物药公司间的人员流动性相对较高，一些研发带头人建立了独立的生物制剂初创公司。

### 仿制药的价格降幅超出预期

在创新药和海外销售达到令公司利润结构转型的临界水平之前，首仿药在未来两到三年里仍是恒瑞医药利润的主要贡献因素。虽然我们认为公司在维持药品定价方面比同业处于更有利的地位（主要产品均占有市场主导地位），但招标和二次议价仍会持续带来价格压力。根据样本医院数据，2015年恒瑞12种主要仿制药的医院采购价格平均同比降幅为2.5%，2016年一季度为1.2%。我们认为2%-3%的价格降幅属于正常范围。如果价格降幅超出预期，则盈利可能受损，或者公司将更积极地削减费用，从而可能导致收入增长放缓。

**未能达到美国/欧洲的 cGMP 规范可能不利于海外业务**

恒瑞医药在美国和欧洲有七种仿制药获批进行推广，其生产线通过了美国食品药品监督管理局(FDA)和欧洲药品管理局(EMA)的审查。然而，恒瑞医药的大部分海外市场产品为注射剂，其生产需要高水平的质量控制。如果监管部门在以后的检查中发现了任何问题，则可能导致：1) 产品召回；2) 信誉受损；3) 海外销售中断。

**国家食药监局的重大政策调整可能影响公司研发战略**

过去 12 个月里药监局政策大幅调整，而且我们预计未来一两年内可能会出现更多调整。虽然我们看到政策方向明确，而且就中长期而言研发驱动型创新药企业可能从中受益，但任何的短期调整（特别是意料之外的调整）可能会影响恒瑞医药的研发战略规划。

## 丰富的首仿药阵容奠定稳定的现金流

虽然恒瑞的战略重心正在从国内首仿药转向创新药和海外扩张，但新产品/新业务的增长可能需要数年时间才能产生显著的盈利贡献。因此我们预计 2016-18 年国内首仿药仍将是利润/现金流的主要来源（利润贡献超过 80%）。

在恒瑞诸多产品当中，我们分析了 13 种药品，其对恒瑞 2015 年销售额的贡献超过 60%（我们根据 PDB 数据库 22 个主要城市 400 多家样本医院销售数据估计）。除创新药阿帕替尼外，其他 12 种药品均为仿制药，其中 10 个首仿药，另外 2 个（即替吉奥和卡培他滨）是前三家仿制。

我们的分析显示，恒瑞的首仿药产品组合：1) 拥有稳固的市场领先地位：13 种核心药品中有 8 种的市场份额超过 30%；2) 降价幅度普遍处于可控范围，过去三年年均降幅 2.8%，而且 13 种药品中有 10 个药品的竞争对手不超过三家。

**图表 31: 首仿药是主要的收入来源**

恒瑞主要产品概览

Drugs	Dosage form	Indications	Launch	FTM?	2016E sales		Competition		Reimbursement			
					Rmb mn	%	Position	Market share	EDL		RDL	
									N	P	N	P
<b>ONCOLOGY</b>												
Docetaxel	Injection	Breast cancer; NSCLC; prostate cancer	2002	√	1,090	9.7%	No. 1	40%	X	X	√ (B)	All (B)
Apatinib	Tablets	Gastric cancer	2014	Novel	672	6.0%	Sole	100%	X	X	X	X
Irinotecan	Injection	CRC	1998	√	608	5.4%	No. 1	56%	X	X	√ (B)	All (B)
Oxaliplatin	Injection	CRC	2000	√	411	3.7%	No. 2	20%	√	All	√ (B)	All (B)
Tegafur + Gimeracil + Oteracil	Capsules	Gastric cancer	2010	3rd generic	292	2.6%	No. 2	20%	X	X	√ (B)	All (B)
Letrozole	Tablets	Breast cancer	1999	√	218	1.9%	No. 2	23%	X	X	√ (B)	All (B)
Pegaspargase	Injection	ALL	2009	√	92	0.8%	Sole	100%	X	X	X	1 (B)
Capecitabine	Tablets	CRC; breast, gastric cancer	2012	√*	101	0.9%	No. 2	6%	X	X	√ (B)	All (B)
<b>ANESTHESIA</b>												
Dexmedetomidine	Injection	Sedatives / analgesic	2009	√	1,002	8.9%	No. 1	90%	X	X	X	3 (B)
Sevoflurane	Inhalation	Inhalational anaesthetic	2004	√	800	7.1%	No. 1	49%	X	1	√ (B)	All (B)
Cisatracurium	Injection	Muscle relaxant	2006	√	741	6.6%	No. 1	65%	X	X	√ (B)	All (B)
<b>CONTRAST AGENTS</b>												
Ioversol	Injection	Angiography; CT	2004	√	717	6.4%	No. 1	86%	X	2	√ (A)	All (A)
Iodixanol	Injection	Angiography; CT	2010	√	574	5.1%	No. 2	45%	X	X	√ (B)	All (B)

\*: Approved in the same month as Qilu (1st) and Sino Biopharm (2nd)

Diseases abbreviations: ALL - acute lymphocytic leukemia; CRC: colorectal cancer; NSCLC: non-small cell lung cancer

资料来源：公司公告、PDB 数据库、国家基本药物目录和国家医保目录、高盛全球投资研究

恒瑞利润构成在逐步多元化，源自于：1) 创新药兴起（即阿帕替尼、艾瑞昔布）；2) 海外业务拓展，在美国/欧洲/日本获批七个仿制药；3) 更多潜在的国际合作（例如将 PD-1 单抗的海外许可授予美国的 Incyte，并引进 TESARO 的 Rolapitant），有望带来额外的收入贡献。但在未来 1-2 年，我们预计现有首仿药可能仍将是恒瑞的主要利润/现金流来源，为创新药研发、海外扩张以及国内市场拓展提供稳定的资金支持。

### 抗肿瘤仿制药竞争加剧；降价风险处于可控范围

我们还通过两项关键指标分析了恒瑞核心产品的竞争格局：1) 参与竞争的企业数量，竞品越多意味着招标中潜在价格竞争更为激烈；2) 市场份额，可能受到渠道/医院/医师渗透率（包括药品是否中标）的影响。

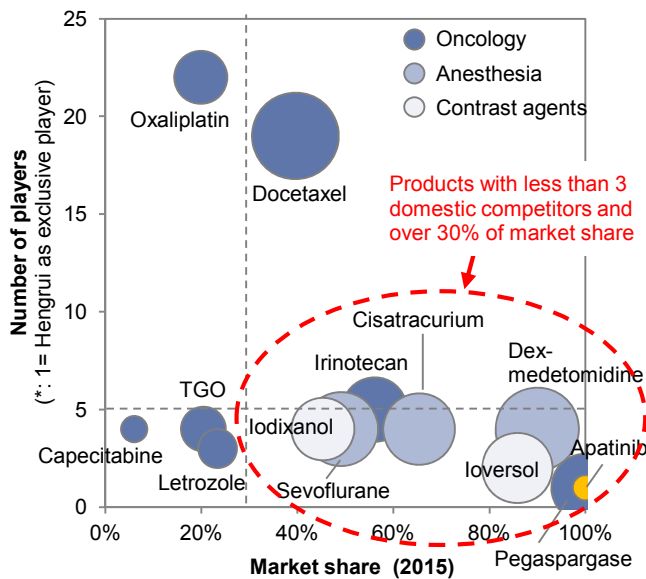
我们的分析显示：

- 1) 在我们所分析的 13 种核心药品中，有 10 种的竞争对手不超过三个，意味着招标降价风险可控（在大多数情况下每种药品的中标者超过 3 家），短期内市场份额显著流失的可能性较小；
- 2) 我们唯一的担忧在于多西他赛和奥沙利铂，因为在中国市场上这两种药分别约有 20 家竞争对手。我们预计 2015-2018 年多西他赛的年均复合增速为 3.8%（2015 年为 7.6%），奥沙利铂为 3.2%（2015 年为 0.7%），分别计入了 2016/17/18 年每年降价幅度为 2%/1.5%/1.5%和 3%/2%/2%的预期。

我们还分析了主要仿制药 2013-15 年（即现行招标周期）的年均降价幅度，以衡量核心药品的价格压力。分析显示：

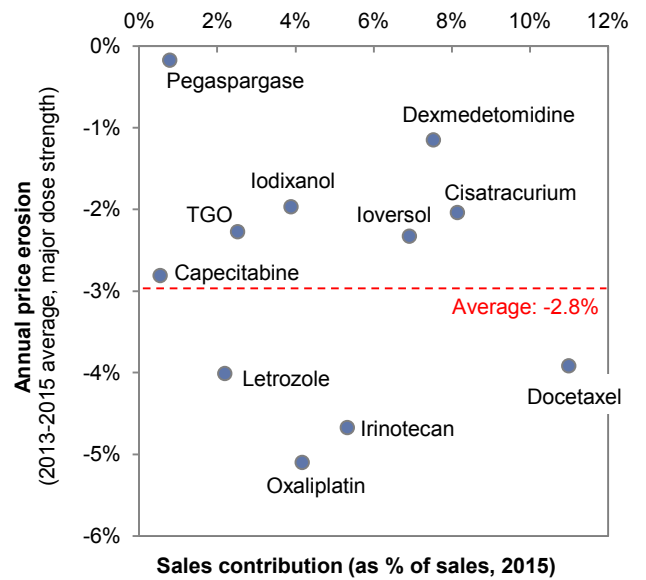
- 1) 过去三年的折年平均降价幅度为 2.8%；
- 2) 与我们通过竞争分析得出的结论基本一致，多西他赛、奥沙利铂和伊立替康相对于其他主要药品面临更大的价格压力，年均降价幅度为 3.9%至 5.1%。

**图表 32: 核心药品占有主导市场地位**  
恒瑞核心产品的竞争地位



资料来源: PDB 数据库

**图表 33: 仿制药年均降价幅度为 2.8%**  
2013-2015 年仿制药年均降价幅度图示

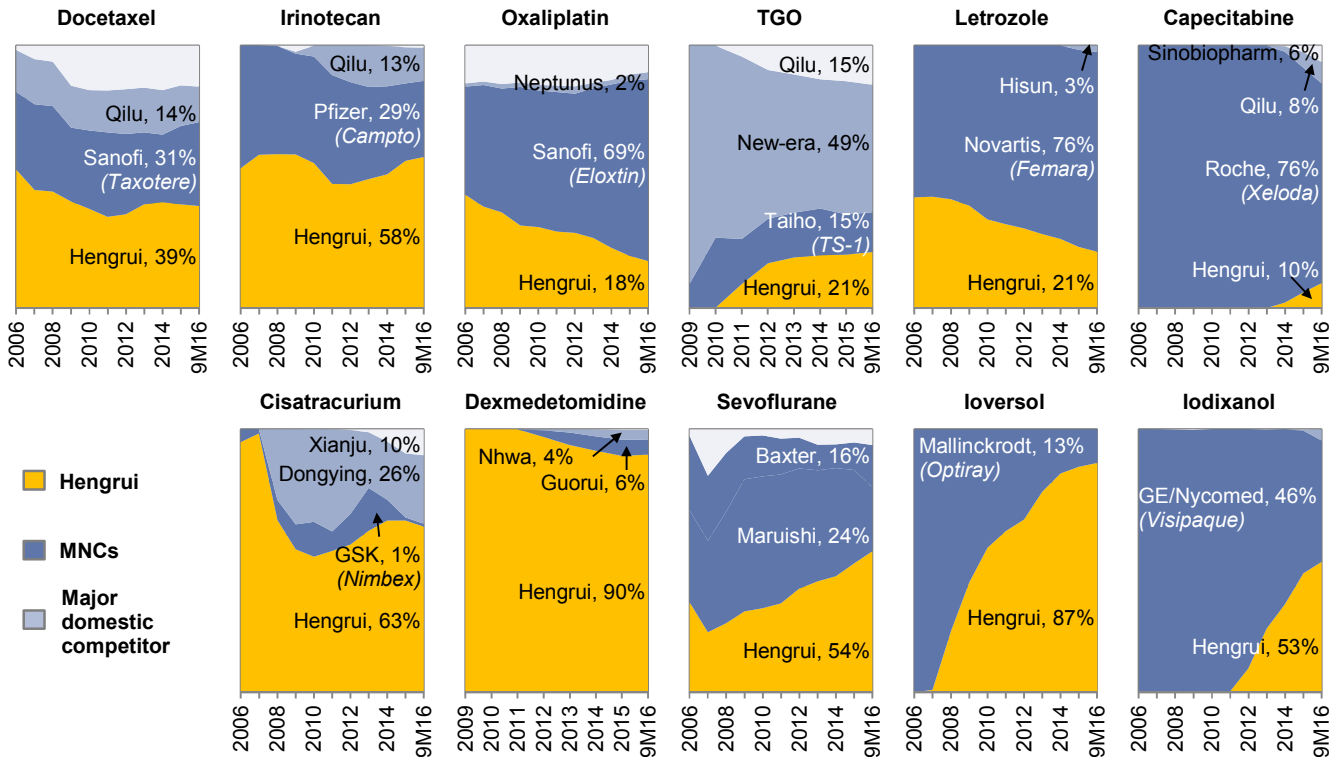


资料来源: PDB 数据库

对 11 种仿制药的竞争格局的详细分析显示：过去五年来，恒瑞大多数核心产品的市场份额保持稳定或有所增长，仅奥沙利铂因公司为维持全国价格统一而弃标（例如奥沙利铂在福建和广东），从而部分市场份额向诺华和原研药企业流失。

**图表 34: 恒瑞大多数核心产品的市场份额都得以保持或有所增长**

2006 年至 2016 年一季度恒瑞 11 种主要仿制药的市场份额变化 (不包括恒瑞独家生产的培门冬酶)



数据来源: PDB 数据库

## 阿帕替尼引领创新药的商业化进程

阿帕替尼是国家食药监局 2014 年末批准作为胃癌的三线用药的一种血管内皮生长因子受体-2 (VEGFR-2)酪氨酸激酶抑制剂(TKI)。虽然阿帕替尼是恒瑞推出的第二个创新药 (首个为艾瑞昔布, 2011 年获得批准用于治疗骨关节炎的一种选择性 COX-2 抑制剂), 但却是标志着恒瑞在临床和商业层面的里程碑产品:

- **临床疗效:** 阿帕替尼是第一种被证实可改善晚期胃癌患者总生存期的替尼类药物 (III 期数据显示, 生存期中值为 7.6 个月, 无进展生存期中值为 2.8 个月, 而安慰剂组分别为 5.0 个月和 1.9 个月)。其疗效和安全性在 2015 年启动的一项上市后大规模 IV 期临床试验 (Ahead-G201 试验, 可能覆盖 2,000 名二线治疗方案失败的胃癌患者) 中有望得到进一步验证。
- **本土研发、全球影响力:** 阿帕替尼是开始显现全球影响力的中国本土研发项目之一: 晚期胃癌 III 期数据在美国临床肿瘤协会(ASCO)2014 年年会上公布, 我们认为阿帕替尼为今后更多国内研发龙头企业在全球性制药/生命科学界展示其药品原研成果起到了带头作用。
- **初步商业成功:** 阿帕替尼在没有医保覆盖的情况下首个全年销售额为人民币 2.8 亿-2.9 亿元 (我们的预测基于样本医院数据和出厂价), 仅在 2015 年年中推出了一项患者援助项目(PAP)来减轻病人压力。相较之下, 恒瑞的多西他赛耗时 5-6 年才实现了这一水平的销售额, 而奥沙利铂用时 8-9 年。

我们认为阿帕替尼的初步成功对于恒瑞从一家仿制药生产商转型成为侧重创新药的企业而言具有重要意义, 为公司积累多方面的宝贵经验: 1) 临床试验开发, 这是大多数中国药企的弱项; 2) 创新

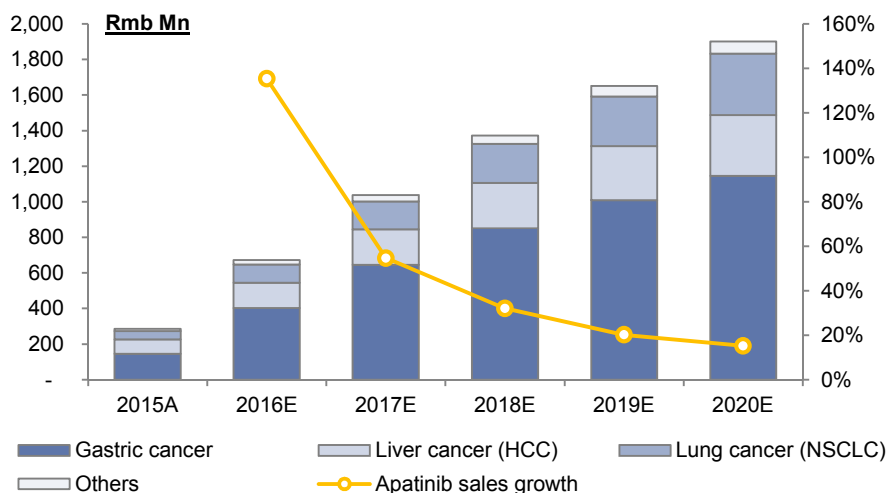
药知识产权保护；3) 二次研发战略（例如适应症扩展）；4) 营销战略（例如定价和 PAP 设计）以及未来可能就医保报销与政府的谈判，为未来数年更多创新药上市奠定基础。

## 阿帕替尼 2017 年销售额预计将超过人民币 10 亿元

虽然公司尚未披露阿帕替尼的销售额，但我们基于医院扩增样本数据估算 2015 年销售额约为人民币 2.85 亿元，并预计到 2017 年总销售额有望超过人民币 10 亿元，2020 年将达到人民币 19 亿元，推动因素包括：1) 在三线胃癌治疗患者中的渗透率提高；2) 来自其他适应症的贡献（2015 年约占 50%），尤其是肝癌和肺癌领域，III 期临床试验正在进行，阳性 II 期数据已经发布。

**图表 35: 我们预计到 2017 年阿帕替尼销售额将超过人民币 10 亿元**

对阿帕替尼的销售额预测：2015-2020E



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

我们尚未计入可能带动阿帕替尼销售好于预期的其他一些潜在推动因素：

- 获批成为胃癌一线/二线治疗方案（目前为三线治疗方案）；
- 获批成为肝癌/肺癌/乳腺癌/食道癌/直肠癌晚期的治疗方案（而在我们目前的预测中假设在肝癌和肺癌的应用为超适应症使用，由于患者需要全程自费而无法通过 PAP 获得免费药，渗透率可能相对较低）；
- 被纳入预计 2016 年末/2017 年初发布的新版国家医保目录当中，尽管降价可能是被纳入该目录的前提。

**图表 36: 阿帕替尼模型 – 胃癌 (国家食药监局批准的适应症)**

2015-2020 年阿帕替尼用于胃癌适应症的销售估测详情

CFDA approved indication	Unit	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	Reference
<b>Advanced gastric and gastroesophageal junction adenocarcinoma</b>								
Diagnosed new cases	'000	679	730	778	821	858	888	Cancer registry
Gastric adenocarcinoma (GA) patients	'000	611	657	700	739	772	799	
as % of total gastric cancer	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%-95%, ACS
<b>Late stage GA patients</b>	<b>'000</b>	<b>428</b>	<b>447</b>	<b>462</b>	<b>473</b>	<b>479</b>	<b>480</b>	
as % of total GA patients	%	70%	68%	66%	64%	62%	60%	60%-80%, PAP
<b>Chemo / targeted therapies</b>								
Potential patient base	'000	317	331	342	350	354	355	
1st-line	'000	253	266	277	285	291	293	
as % of potential patient base	%	80%	81%	81%	82%	82%	83%	
2nd-line	'000	127	136	144	151	157	161	
as % of 1st-line patients	%	50%	51%	52%	53%	54%	55%	
3rd-line	'000	38	43	49	54	60	64	
as % of 2nd-line patients	%	30%	32%	34%	36%	38%	40%	
<b>► Apatinib ◀</b>								
Approved indication: 3rd-line treatment								
# of patients	#	2,279	5,214	7,835	9,794	11,327	12,884	
Penetration	%	6.0%	12.0%	16.0%	18.0%	19.0%	20.0%	Herceptin: ~20%
Off-label use: 2nd-line treatment								
# of patients	#	760	2,444	3,918	5,169	5,962	6,442	
Penetration	%	0.6%	1.8%	2.7%	3.4%	3.8%	4.0%	
as % of penetration of approved indication	%	10%	15%	17%	19%	20%	20%	
<b>Total gastric cancer patients on Apatinib</b>	<b>#</b>	<b>3,039</b>	<b>7,658</b>	<b>11,753</b>	<b>14,963</b>	<b>17,289</b>	<b>19,326</b>	
<b>Dose: 850mg, q.d., or cut down to 750mg (1st-time) / 500mg (2nd-time) / terminated in the case of grade 3/4 AE</b>								
PAP eligible patients		2,051	4,640	6,895	8,521	9,741	10,951	
Patient assist program		Since: June-1, 2015; Get free dose after buy 3-month dose						
as % of total patients (approved indication)	%	90%	89%	88%	87%	86%	85%	
Effective treatment duration (ex. Free dose)	days	84	84	84	84	84	84	Apatinib PAP
Out-of-pocket patients		988	3,018	4,858	6,442	7,548	8,375	
Effective treatment duration	days	230	230	230	230	230	230	mOS: 7.6m (Ph3)
# of patient*days on 850mg	days, '000	237	637	999	1,297	1,514	1,697	
# of patient*days on 750mg	days, '000	101	274	428	554	642	715	
# of patient*days on 500mg	days, '000	49	130	201	258	297	329	
Patient compliance	%	80%	81%	82%	83%	84%	85%	
# of 425mg tablets	'000	379	1,033	1,639	2,154	2,544	2,884	
ASP - tender price (per tablet)	Rmb	325	321	318	315	312	309	PDB database
ASP yoy %			-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	
# of 250mg tablets	'000	321	877	1,384	1,807	2,118	2,381	
ASP - tender price (per tablet)	Rmb	215	213	211	209	207	205	PDB database
ASP yoy %			-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	
Total sales at hospital purchase price	Rmb mn	192	519	813	1,056	1,231	1,378	
Distributor's mark-up	%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	Icotinib: 12-13%
VAT	%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	
<b>Total sales from gastric cancer patients</b>	<b>Rmb mn</b>	<b>147</b>	<b>396</b>	<b>621</b>	<b>806</b>	<b>940</b>	<b>1,051</b>	
yoy %			169.9%	56.8%	29.8%	16.6%	11.9%	

资料来源: 公司数据、中国癌症报告、美国癌症协会、Oncology Letters 1: 407-412, 2010、美国临床肿瘤协会(ASCO)2011年年会、高盛全球投资研究

图表 37: 阿帕替尼模型 – 其他适应症 (主要为肝癌和肺癌)

2015-2020 年阿帕替尼用于其他适应症的销售估测详情

Off-label use	Unit	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	Reference
<b>Advanced hepatocellular carcinoma (HCC) - Ph III, currently off-label</b>								
Diagnosed new cases - liver cancer	'000	466	506	539	569	594	615	Cancer registry
HCC patients	'000	396	430	458	483	505	523	
<b>Mid/late stage HCC</b>	<b>'000</b>	<b>317</b>	<b>340</b>	<b>357</b>	<b>372</b>	<b>384</b>	<b>392</b>	
Patients for systemic chemo / targeted therapies								
1st-line	'000	254	273	289	303	315	324	
as % of potential patient base	%	80%	81%	81%	82%	82%	83%	
2nd-line	'000	127	139	151	161	170	178	
as % of 1st-line patients	%	50%	51%	52%	53%	54%	55%	
<b>▶ Apatinib ◀</b>								
Off-label use: 2nd-line treatment								
# of patients	'000	634	1,116	1,580	2,010	2,380	2,670	
Penetration	%	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	
<b>Total HCC patients on Apatinib</b>	<b>#</b>	<b>634</b>	<b>1,116</b>	<b>1,580</b>	<b>2,010</b>	<b>2,380</b>	<b>2,670</b>	
yoy %			76.0%	41.6%	27.2%	18.4%	12.2%	
Dose								
		750mg, q.d.						
Treatment duration	Days	321	321	321	321	321	321	Sorafenib: mOS 10.7m
Patient compliance	%	80%	81%	82%	83%	84%	85%	
# of 250mg tablets	'000	488	871	1,248	1,607	1,925	2,186	
ASP - tender price (per tablet)	Rmb	215	213	211	209	207	205	
ASP yoy %			-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	
Total sales at hospital purchase price	Rmb mn	105	185	263	335	398	447	
Distributor's mark-up	%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	Icotinib: 12-13%
VAT	%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	
<b>Total sales from HCC patients</b>	<b>Rmb mn</b>	<b>80</b>	<b>141</b>	<b>201</b>	<b>256</b>	<b>304</b>	<b>341</b>	
yoy %			76.4%	41.9%	27.5%	18.6%	12.4%	
<b>Non-squamous wt-EGFR NSCLC - Ph III, currently off-label</b>								
Diagnosed new cases - lung cancer	'000	733	811	896	991	1,095	1,211	Cancer registry
NSCLC patients	'000	623	689	762	842	931	1,029	
<b>EGFR wild-type non-squamous NSCLC</b>	<b>'000</b>	<b>205</b>	<b>226</b>	<b>250</b>	<b>276</b>	<b>305</b>	<b>338</b>	
Treatment rate								
1st-line	'000	164	182	202	225	250	279	
as % of potential patient base	%	80%	81%	81%	82%	82%	83%	
2nd-line	'000	82	93	105	119	135	153	
as % of 1st-line patients	%	50%	51%	52%	53%	54%	55%	
3rd-line	'000	25	30	36	43	51	61	
as % of 2nd-line patients	%	30%	32%	34%	36%	38%	40%	
<b>▶ Apatinib ◀</b>								
Off-label use: 3rd-line treatment								
# of patients	'000	295	653	1,002	1,375	1,748	2,145	
Penetration	%	1.2%	2.2%	2.8%	3.2%	3.4%	3.5%	
<b>Total NSCLC patients on Apatinib</b>	<b>#</b>	<b>295</b>	<b>653</b>	<b>1,002</b>	<b>1,375</b>	<b>1,748</b>	<b>2,145</b>	
yoy %			121.4%	53.4%	37.2%	27.1%	22.7%	
Dose								
		750mg, q.d.						
Treatment duration	Days	365	365	365	365	365	365	
Patient compliance	%	85%	86%	87%	88%	89%	90%	
# of 250mg tablets	'000	275	615	955	1,325	1,704	2,114	
ASP - tender price (per tablet)	Rmb	215	214	213	212	211	210	
ASP yoy %			-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	
Total sales at hospital purchase price	Rmb mn	59	132	203	281	359	443	
Distributor's mark-up	%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	Icotinib: 12-13%
VAT	%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	
<b>Total sales from NSCLC patients</b>	<b>Rmb mn</b>	<b>46</b>	<b>102</b>	<b>158</b>	<b>218</b>	<b>279</b>	<b>345</b>	
yoy %			122.8%	54.5%	38.1%	27.9%	23.5%	
<b>Other off-label prescription</b>								
<b>Sales from other cancers</b>		<b>13</b>	<b>24</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>58</b>	<b>69</b>	
yoy %			93.3%	47.2%	32.2%	22.9%	17.7%	
as % of total off-label use	%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	

资料来源: 公司数据、中国癌症报告、美国癌症协会、Oncology Letters 1: 407-412, 2010、美国临床肿瘤协会(ASCO)2011年年会、高盛全球投资研究

### 肝癌和肺癌是阿帕替尼未来的重点扩展领域

阿帕替尼的作用机理是基于血管内皮细胞生长因子(VEGF)与血管内皮生长因子受体(VEGFR)的相互作用对血管生长的重要性，而在多种癌症中都可观察到 VEGF 过度表达的现象。这种机理为其向更多癌症适应症扩展奠定了基础。我们认为，阿帕替尼的适应症扩展以及从胃癌三线用药向一线/二线的推进有望带来新的商业价值，并延长产品的生命周期。

截至 2016 年 9 月 20 日，恒瑞作为赞助方或合作方已参与阿帕替尼相关的 21 项临床试验，覆盖：1)胃癌的一线治疗和联合/贯序传统化疗；2) 五种其他癌症：肝癌、非小细胞肺癌、乳腺癌、直肠癌和食道癌。

**图表 38: 肝癌和肺癌可能是阿帕替尼未来的重点扩展领域**

阿帕替尼适应症扩展的主要临床试验图示

Cancer	#	Clinical trial stages					
		Phase I	Phase II		Phase III	Phase IV	
Gastric cancer	5		1st-line	After <sup>†</sup> XELOX	After <sup>†</sup> DC	3rd-line	3rd-line
Liver cancer (HCC)	3	TACE treated	1st-line		2nd-line		
Non-small cell lung cancer (NSCLC)	3	2nd-line	3rd-line		3rd-line		
Breast cancer	2		Non-triple-negative, 2nd-line	Triple-negative, 2nd-line			CFDA approved indication
Colorectal cancer	1		3rd-line				
Esophageal cancer	2	2nd-line	2nd-line				

Not yet recruiting     †: Apatinib as a sequential treatment after XELOX (capecitabine + oxaliplatin) or DC (docetaxel + cisplatin)  
Recruiting  
Completed

资料来源: Clinicaltrial.gov、国家食品药品监督管理局

在 20 项正在进行的临床试验中，我们预计两项 III 期临床试验的数据有望成为阿帕替尼的主要推动因素：

- **肝癌：**作为肝癌（肝细胞癌，即 HCC）患者的二线治疗方案。目前舒尼替尼是针对无法受益于手术切除或 TACE（经导管动脉化学药物栓塞治疗）的患者的标准靶向治疗方案。基于 2014 年在 ASCO 发布的单臂开放标签 II 期临床试验结果（疾病控制率 DCR 为 37.25%-47.57%，总体生存期 OS 为 9.7-9.8 个月），阿帕替尼也可能成为面向这些患者有效用药且耐受性良好。
- **肺癌：**作为带 EGFR（表皮生长因子受体）野生型基因的非鳞状非小细胞肺癌患者的三线治疗方案。非鳞状细胞癌患者在所有非小细胞肺癌患者中占 75%，而 EGFR 野生型占 60%-70%。针对带有 EGFR 基因突变的患者（占比 30%-40%）已有三种药监局批准的靶向疗法（易瑞沙、特罗凯或埃克替尼）。我们认为该适应症的商业价值在于：1) 目前缺乏针对带野生型 EGFR 基因的非小细胞肺癌患者的靶向治疗方案；2) 安慰剂对照的 II 期临床试验数据可喜：疾病控制率 DCR 为 68.9%，无进展生存期中值 mPFS 为 4.7 个月，而对照组为 1.9 个月（基于 2012 年 ASCO 数据）。

基于公司对临床试验完成时间的初步估算，公司预计这两种适应症的 III 期临床试验数据可于 2017 年下半年公布。

图表 39: 阿帕替尼已完成/进行中的临床试验详情

Stage / specifications	Phase	Treated / naive	Primary endpoint	Dose	Size	Status	Start	Est. study completion
<b><u>Gastric cancer</u></b>								
Advanced or metastatic	Ph 3	3rd+ line	PFS, OS	850mg, q.d.	267	Completed	2011, Mar	2013, May
Advanced or metastatic	Ph 4	3rd+ line	AE	850mg, q.d.	2,000	Recruiting	2015, Feb	2018, Dec
Progressive, positive exfoliative cancer cells	Ph 2/3	After XELOX	DFS	500mg, q.d.	48	Recruiting	2015, Jul	2018, Jul
Postoperative, recurrence / metastatic	Ph 2/3	After DC	PFS	500mg, q.d.	48	Recruiting	2015, Jul	2016, Jul
Advanced or metastatic	Ph 2	1st line	PFS, AE	500mg, q.d., +S-1	30	Recruiting	2015, Aug	2017, Aug
Advanced or metastatic	PK	3rd+ line	PK	Dose titration	60	Recruiting	2016, Jun	2017, Dec
Advanced or metastatic	-	Not specified	AE	850mg, q.d.	300	Recruiting	2015, Sep	2019, May
<b><u>Hepatocellular carcinoma (HCC)</u></b>								
Advanced	Ph 2	1st line	TTP	750mg/850mg, q.d.	121	Completed	2010, Jun	2013, Jul
Advanced	Ph 3	2nd line	OS	750mg, q.d.	360	Recruiting	2014, Jan	2017, Jun
Advanced	Ph 1/2	TACE treated	PFS	750mg, q.d.	30	Recruiting	2015, Oct	2019, Mar
<b><u>Non-small cell lung cancer (NSCLC)</u></b>								
Non-squamous	Ph 2	3rd+ line	PFS	750mg, q.d.	136	Completed	2010, Mar	2011, Sep
Non-squamous, wt-EGFR	Ph 3	3rd+ line	OS	750mg, q.d.	417	Recruiting	2015, Jan	2017, Oct
Adenocarcinoma, Stage IV, wt-EGFR	Ph 1	2nd line	MTD, DLT	250mg, q.d. / b.i.d. / t.i.d., + docetaxel	20	Not yet recruiting	2016, Feb	2016, Dec
<b><u>Breast cancer</u></b>								
Metastatic, non-triple-negative	Ph 2	Treated	PFS	500mg, q.d.	38	Completed	2011, Nov	2012, Oct
Metastatic, Triple-negative	Ph 2a/2b	2nd/3rd/4th line	DCR, PFS	750mg/500mg, q.d.	60	Completed	2010, Jun	2014, Sep
<b><u>Colorectal cancer (CRC)</u></b>								
Advanced or metastatic	Ph 2	3rd+ line	ORR	750mg/500mg, q.d.	40	Completed	2011, Apr	2014, Nov
<b><u>Esophageal squamous cell carcinoma (ESCC)</u></b>								
Relapse	Ph 1	2nd line	DLT	250mg, q.d. / b.i.d. / t.i.d., + irinotecan	9	Recruiting	2016, Jan	2017, Dec
Metastatic	Ph 2	2nd line	PFS	750mg/500mg, q.d.	40	Recruiting	2015, Oct	2016, Oct

**Abbreviations:**

**AE:** Adverse events; **DCR:** Disease control rate; **DFS:** Disease free survival; **DLT:** Dose limiting toxicity; **MTD:** Maximum tolerated dose; **ORR:** Objective response rate; **OS:** Overall survival; **PFS:** Progression free survival; **PK:** Pharmacokinetics; **TTP:** Time to progression; **q.d. / b.i.d. / t.i.d.:** (prescription) once / twice / three times per day; **wt-EGFR:** wild-type EGFR (Epidermal growth factor receptor)

资料来源: Clinicaltrial.gov、公司公告

## 完备的中国专利谱将独家权利延至 2029 年

由于创新药将成为恒瑞未来的销售/利润推动力, 公司正在加大知识产权保护力度以匹配创新转型。

阿帕替尼分子最早由 Advenchen Laboratories 研发, 此后中国权利被独家授予恒瑞医药 (在美国授权给 LSK Biopharma, 在韩国授权给 Bukwang Pharma, 均处于 II 期临床试验阶段), 因此我们更多地关注于其在中国的专利状况。

在中国, 恒瑞申请了五项专利, 其中主专利为 CN1281590C, 将阿帕替尼化合物专利覆盖至 2022 年 11 月, 另一项专利 CN101676267A 将该化合物成盐 (即阿帕替尼甲磺酸盐, 即有药效的原料药) 保护至 2028 年 9 月。这里的重点是阿帕替尼分子本身并不够稳定, 因此对“药学上稳定的成盐化合物”进行保护至关重要。此外恒瑞还获得了涉及联合用药和适应症相关的其他三项专利。

公司专利已覆盖了阿帕替尼的结构、当前应用以及未来潜在适应症扩展等主要方面, 我们预计随着该药物的进一步开发, 公司可能还会申请更多专利来进一步完善知识产权保护。

**图表 40: 阿帕替尼受到的专利保护最长至 2029 年**  
阿帕替尼在中国的主要专利保护

Publication number	Application number	Approval number	Scope	Application date	Expiry date
CN1502608A	CN02138671	CN1281590C	Chemical compound	Nov 27, 2002	Nov 27, 2022
CN101676267A	CN200810149651	CN101676267B	Salt (esp. mesylate)	Sep 16, 2008	Sep 16, 2028
CN101675930A	CN200810149650	CN101675930B	Combo / indications	Sep 16, 2008	Sep 16, 2028
CN102048737A	CN200910209164	CN102048737B	Combo / indications	Oct 28, 2009	Oct 28, 2029
CN102579454A	CN201210028034	CN102579454B	Combo / indications	Oct 28, 2009	Oct 28, 2029

资料来源：中华人民共和国国家知识产权局

### 埃克替尼案例分析：国产创新替尼类药物值得作何期许

为了更好地估测阿帕替尼上市后头几年的销售曲线、利润率趋势和价格走向，我们基于贝达药业（埃克替尼的原研药企）的 A 股上市招股说明书及我们的 PDB 样本医院数据库，单就埃克替尼作了案例分析。埃克替尼是 2011 年获批的国产创新替尼药物，以 EGFR 为靶点，作为晚期或转移的非小细胞肺癌的二线治疗方案。

我们认为，埃克替尼是和阿帕替尼最具可比性的药物之一：1) 均为国内药企研发的口服替尼；2) 均针对发病率最高的癌症（埃克替尼：非小细胞肺癌，中国发病率最高的癌症；阿帕替尼：胃癌，仅次于非小细胞肺癌的第二大癌症）；3) 均采用直销模式；4) 适应症均有望扩展。

此外，相对于埃克替尼，我们对阿帕替尼的销售潜力更为乐观，因为：

- 相对于非小细胞肺癌而言，目前胃癌的有效靶向治疗更匮乏，这意味着阿帕替尼可能面临较少的竞争。但埃克替尼和易瑞沙（吉非替尼）及特罗凯（厄洛替尼）具有类似分子结构，已被普遍作为 EGFR 突变的非小细胞肺癌患者的标准靶向疗法；
- 恒瑞在中国抗肿瘤市场居领先地位，和该领域的权威意见领袖已建立广泛的联系，因此在抗肿瘤药物的销售和营销方面经验远为丰富。而贝达药业在推出埃克替尼时在市场上还是相对较新的企业，而且埃克替尼是公司实现商业化的首个重磅新药。

**图表 41: 埃克替尼是具有可比性的国产创新药**  
阿帕替尼与埃克替尼的比较

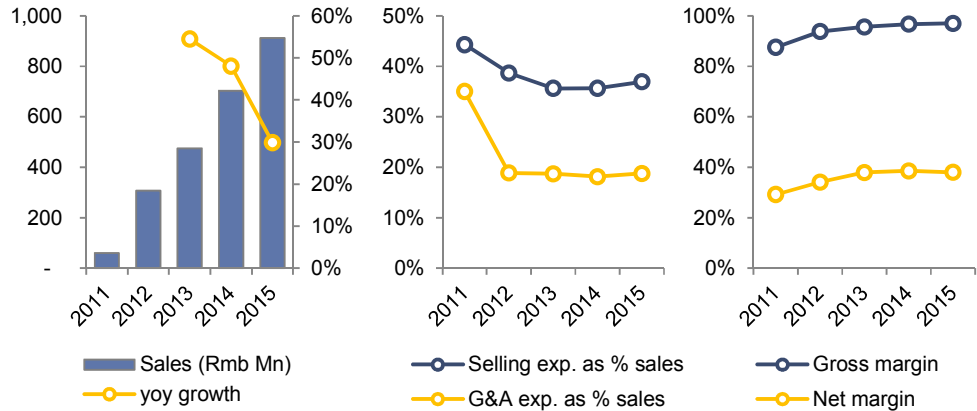
	<b>Apatinib - ATAN</b>	<b>Icotinib - Conmana</b>
Target	VEGFR	EGFR
Formulation	Tablets	Tablets
Approved indication	Gastric cancer, 3rd-line	NSCLC, 2nd-line
CFDA approval	2014, Oct	2011, June
NDA review time	1,165 days	292 days
<i>Note: from CDE acceptance of the filing to final approval</i>		
2015 sales	~Rmb300m	Rmb913m
as % of total sales	~3%	99.8%
Dose	425mg*2 per day	125mg*3 per day
Monthly costs (28 days)	~Rmb18,180	~Rmb5,600 (post recent price cut, vs. prev. Rmb11,000-12,000)
Reimbursement	None	7 provinces (Qingdao, Zhejiang, Guangxi, Inner Mongolia, Gansu, Shenzhen and Hunan)
<u>Patient assistant program</u>		
- Partner	PhIRDA	PhIRDA
- Inagural date	2015, Jun.	2011, July
- Program details	Free dose after 3 paid cycles (3 months)	Free dose after 6 paid cycles (6 months)
<b>Manufacturer comparison:</b>		
Manufacturer	Hengrui Medicine	Betta Pharma
Founded	1970	2003
Business scale		
- Total revenue	Rmb9,316mn	Rmb915mn
'13-'15 CAGR	22.5%	38.0%
- Net profit	Rmb2,171mn	Rmb347mn
'13-'15 CAGR	32.4%	38.8%
# of sales reps (YE2015)	5,491	296
<i>PhIRDA: China Pharmaceutical Innovation and Research Development Association</i>		

资料来源：公司公告、贝达药业招股说明书、国家食品药品审评中心、丁香园 Insight 数据库、高盛全球投资研究

作为国内首个创新替尼，埃克替尼和贝达药业 2010-2015 年数据呈现出的趋势值得关注，特别是与抗肿瘤仿制药相比，有如下特点：

- **放量明显快于仿制药：**埃克替尼 2015 年（上市后的第四个整年）销售额达到人民币 9.13 亿元。而仿制药达到相似水平（人民币 9 亿-10 亿元，倘若其峰值销售能超过该水平的话）要花更长时间（恒瑞的多西他赛用了十多年），且多数首仿药的峰值销售可能仅能达到人民币 3-5 亿元。
- **净利润率为仿制药的两倍：**2015 年贝达药业的净利润率为 38%（而以仿制药为主的企业多为 10%-20%，例如恒瑞 2015 年之前净利润约为 20%，中国生物制药 2015 年约为 12%），因为药品毛利率较高（97%，而首仿药为 75%-80%）。此外，埃克替尼在上市后首年即创造了可观利润，而大多数新上市仿制药一般需要 1-2 年才可实现盈亏平衡。

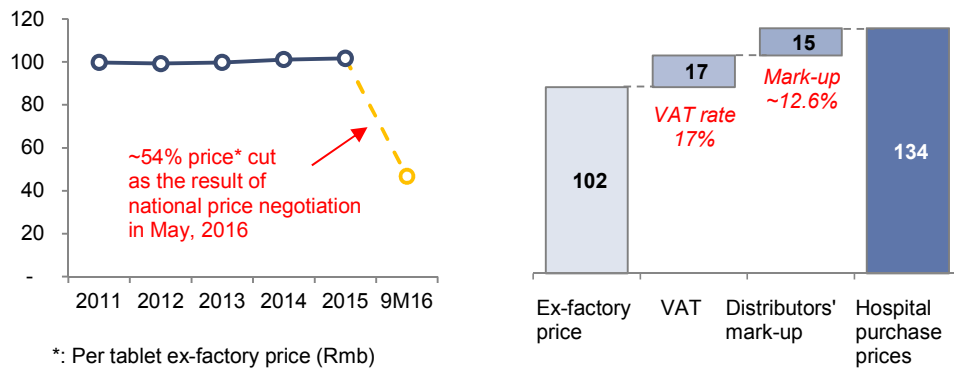
**图表 42: 埃克替尼 2015 年销售额超过人民币 9 亿元，利润率呈现改善**  
2011-15 年埃克替尼的营业费用和利润率走势



资料来源：贝达药业招股说明书

- **大幅降价进医保：**近期在国家卫计委发起的价格谈判中，埃克替尼的价格下调了约 50%。我们认为价格调整有望加大该药被纳入新版医保目录的可能性。降价对销售额造成的影响可能有限，在一定程度上会被销量增长所抵消。阿帕替尼在未来几年可能会面临相似选择。
- **流通环节加成为约 12%-13%：**比较贝达药业披露的埃克替尼出厂价（剔除增值税）和基于 PDB 样本医院数据计算的医院实际采购价，可以推算流通环节的药品加成幅度约为 12%-13%，意味着直销模式中只有 1 到 2 个层级的流通商。我们预计该加成幅度可能也适用于恒瑞的阿帕替尼（已计入我们的阿帕替尼模型：图表 36 和 37）。

**图表 43: 为加大被纳入医保目录的可能性而降价**



资料来源：贝达药业招股说明书、PDB 数据库

## 创新药研发处于拐点

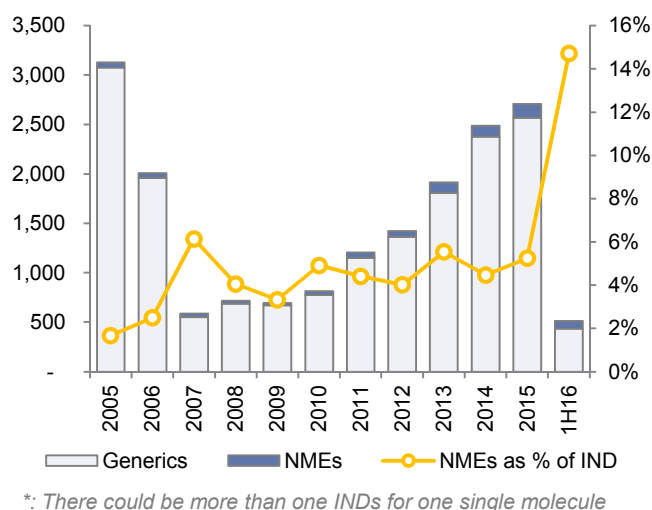
过去二十年来，中国的药品研发经历了以下重要发展阶段：1) 1998年以前研发尚未起步；2) 21世纪初至2005年前后研发重点大多在低端仿制药或改良仿制药；3) 2007年以后药品研发初步分化。在大多数公司因为仿制药研发成本/风险较低、回报相对丰厚主攻仿制药之际，恒瑞医药等行业开拓者倚仗在仿制药研发上积累的药物筛选/合成能力开始涉足创新药研发领域，从小分子“me-too 创新仿制”起步，逐步过渡到“同类优效 (me-better)”、“同类最优 (best-in-class)”，在不远的将来可能会推出少数“同类第一 (first-in-class)”新药。

由于药监局对药品审评审批制度的重大改革，我们认为2015年下半年/2016年可能是中国药品研发的转型之年。在新的监管政策下，临床数据核查已导致80%以上的新药注册申请撤回，未来还将有更详细的指导意见出台。新的监管政策旨在提高药品质量及鼓励创新药研发——尤其是重大疾病（如癌症、糖尿病和精神障碍）的创新药研发。新监管制度可能还需要几个季度的时间来推行，而真正对整个行业研发战略调整产生影响可能需要更多的时间，但提高药品质量、推动更高水平创新的政策方向将保持不变。

### 监管改革可能推动研发向创新药转型加速

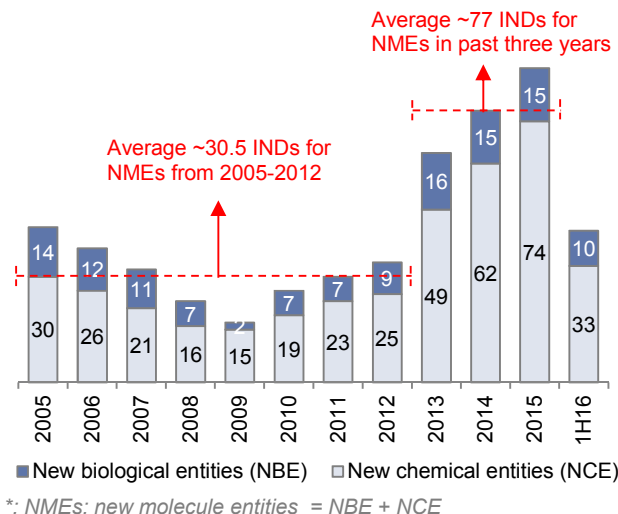
从国内药企向药监局提交的临床申报 (CTA 或 IND, 即新药临床试验) 来看，研发重点开始出现转移：1) 创新药物的申请的占比从2005年约2%升至2015年约5%，并于2016年上半年跃升至15%；2) 过去三年创新药物临床申报数量年均77个，相对2005-12年的约30.5增加一倍以上，这是基于2005-16年上半年我们对18,184个化学药及治疗性生物药（剔除原料药和预防性生物制剂，如疫苗）的新药临床申报数据分析而得出的。

**图表 44: 新药临床试验由仿制药转向创新药**  
2005-16年上半年化学药/治疗性生物药的研究性新药



资料来源：丁香园 Insight 数据库（国家食药监局药品审评中心数据）

**图表 45: 创新药新药临床试验增长加速**  
2005-16年上半年新的化学/生物实体新药临床试验



资料来源：丁香园 Insight 数据库（国家食药监局药品审评中心数据）

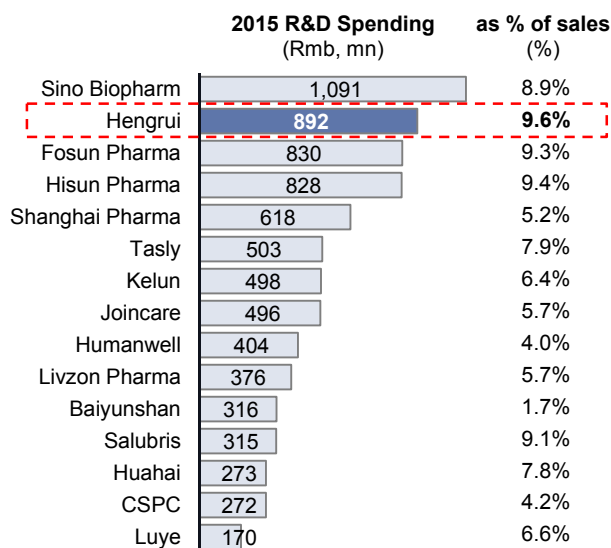
国家食药监局过去12个月以来的一系列举措——包括核查临床试验数据、强制开展仿制药一致性评价以及生产现场检查——释放出改革药品审批程序、提升药品质量标准的明确信号。随着中国医药行业日益转向一种临床效果驱动、以患者为导向以及更公开透明的模式，我们认为新的监管/政策环境对创新药要比对仿制药更为有利：

- 创新药 — 尤其是那些针对空白医疗需求的创新药 — 可能受益于审批流程加速（如优先审评）及定价能力改善，因此研发投资的回收期可能缩短；
- 仿制药的生存竞争可能加剧：1) 因为政府将国内仿制药定位为外资高价原研药的廉价替代品，用以改善总体的基本医疗保障，仿制药价格压力会加大；2) 研发成本会显著上升，如一致性评价（平均每个药物费用约人民币 500 万-1,000 万元，而目前大部分 6 类仿制药的总研发成本低于 500 万元）；3) 生产流程质控环节要求可能更为严格，意味着生产成本上升。我们认为具备一致性仿制药研发实力的领军企业在达到新标准方面具有优势。

## 恒瑞在研发支出和在研管线方面处于领先地位

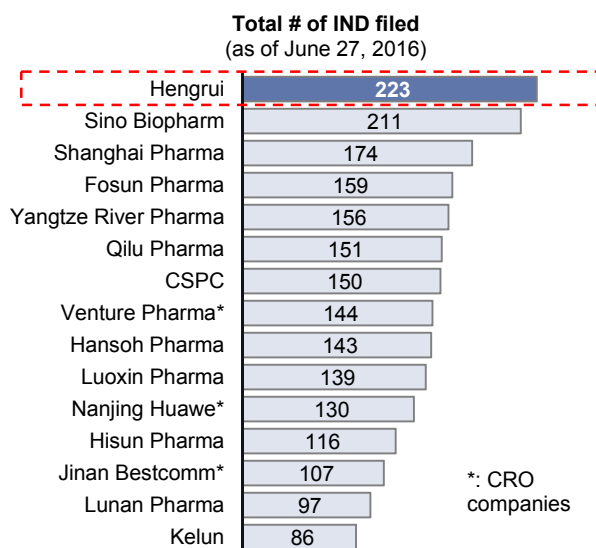
恒瑞对研发的高度重视在公司的研发费用中充分体现（2015 年达人民币 8.92 亿元，仅次于研发支出超 10 亿元的中国生物制药），占总销售额的 9.6%（在 A/H 股上市药企中领先），2011-15 年年均复合增长率为 20%。公司在过去 5 个财年将研发支出全额费用化（而非资本化）。恒瑞在临床试验申请数量上也保持领先（截至 2016 年上半年为 223 个），这表明其在研药品规模可观。

**图表 46: 恒瑞研发支出在中国名列前茅**  
A/H 股上市中国医药公司研发支出比较



资料来源：公司申报材料、彭博、万得

**图表 47: 恒瑞在研药品规模在中国领先**  
领先药企新药临床试验申请比较



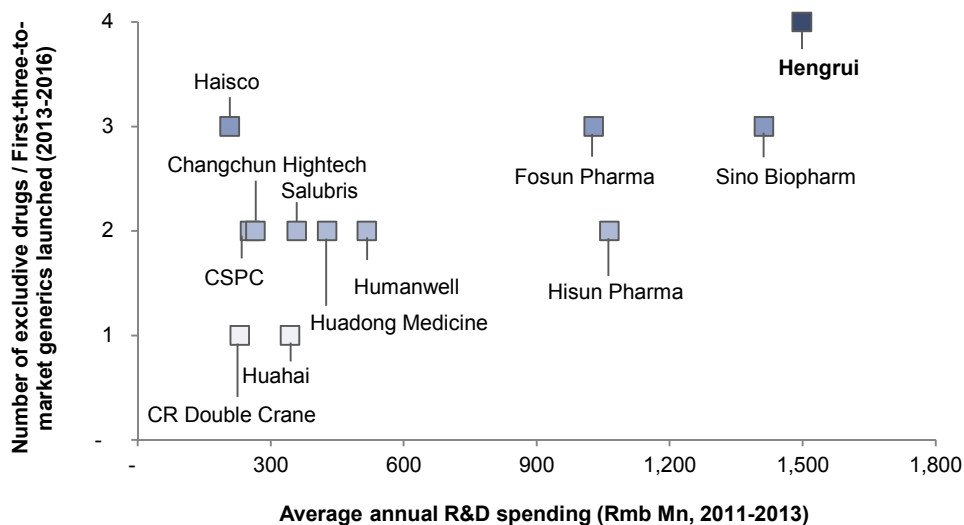
资料来源：丁香园 Insight 数据库、国家食药监局药品审评中心

## 初步迹象显示恒瑞的研发效率高于同业对手

我们通过比较恒瑞医药与中国 H/A 股主要上市药企 2011-13 年的年均研发支出及 2014-16 年推出的创新药和首仿药（前三家仿制）来对恒瑞的研发生产率进行了大致评估。两个指标间的三年滞后期，是因为我们假设大部分研发投入集中在获批前三年。我们之所以选取创新药及前三仿作为分析标的，是因为我们认为与竞品众多的普药相比，这些药品的商业价值更高。

在我们分析所涉及的时间区间内，恒瑞已推出的四种新药，研发支出约人民币 15 亿元，尽管从数量/投资来看，效率和其他同业公司接近，但恒瑞是唯一一家在 2013-16 年获批两种全创新药的公司，而其他公司均为仿制药。

**图表 48: 有初步迹象显示恒瑞研发效率优于同业**  
恒瑞与同业在研发产出方面的比较



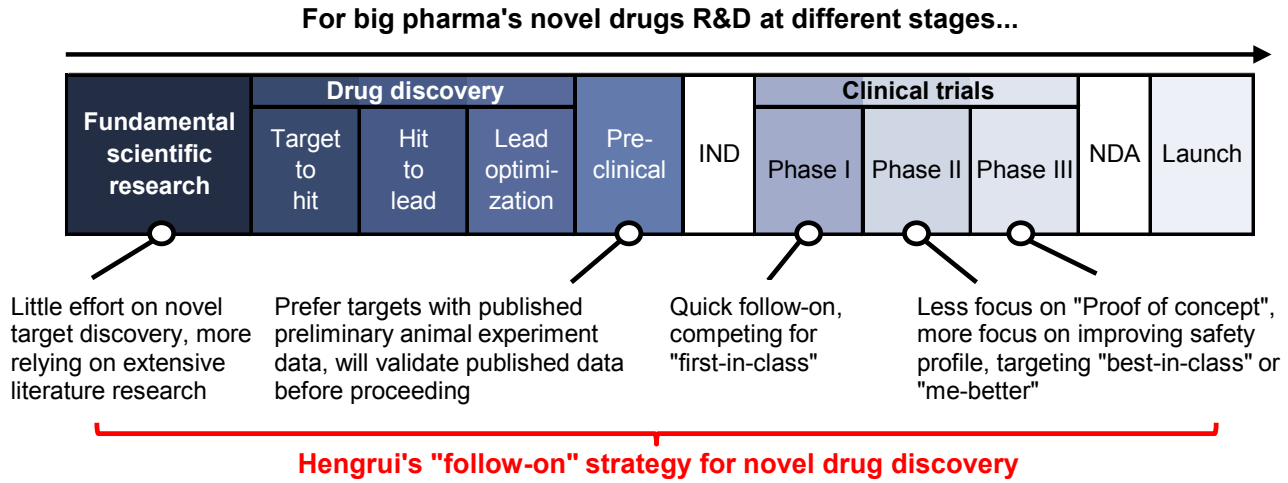
资料来源：国家食品药品监督管理局、A/H 股上市中国药企申报材料

### 快速“跟进”战略实现高效药物开发

鉴于与跨国药企相比，恒瑞医药在进入创新药研发领域的时间相对较晚（尽管领先大多数国内同业），公司在创新药研发上采取“跟进”战略（图表 49）以减少前期开支和风险：

- 对于成本高昂、风险高企的药靶发现等基础性研究，恒瑞控制研发投入资源。恒瑞的药物发现大多通过大量的文献调研搜索跨国大药厂或学术界发现的新靶点，并对这些创新药靶点“成药性”进行独立判断；
- 密切追踪全球大型药企潜在“同类第一”候选药的临床前/临床试验数据：1) 对于已完成临床前研究的药物，恒瑞会先通过独立的动物试验核实数据后再推进；2) 对于已处在临床研究阶段的药物，恒瑞更注重优化分子结构以提升安全性（目标是“同类优效”或“同类最优”）。

**图表 49: 恒瑞的创新药研发跟进战略降低了风险**  
基于药企研发进程详解恒瑞竞争优势

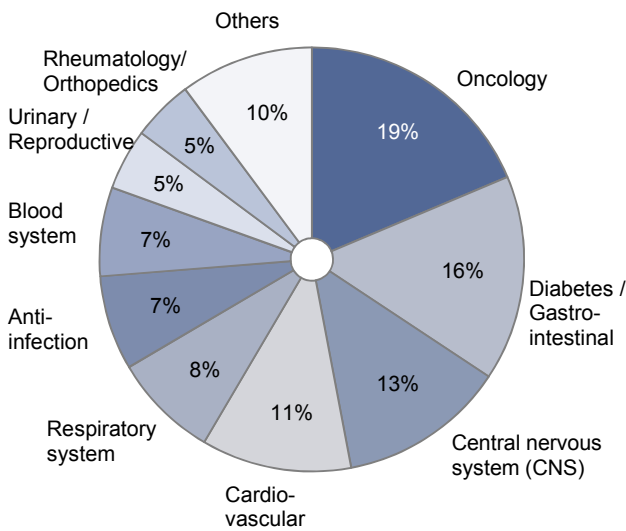


资料来源: 高盛全球投资研究

**创新药研发成果可能在 2016 年之后显现**

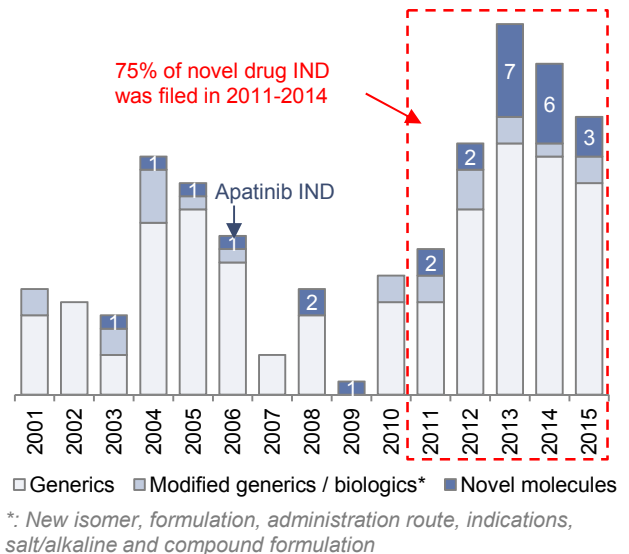
我们预计恒瑞将继续巩固在中国抗肿瘤药市场的领先优势, 公司 19% 的临床申报仍面向这一领域, 而糖尿病、中枢神经系统疾病和心血管疾病可能成为公司产品组合多元化战略的新领域, 候选药或在研药占比分别为 16%、13%和 11% (所有数据截至 2016 年 11 月)。

**图表 50: 抗肿瘤和糖尿病是研发重点**  
恒瑞在研项目细分 (2016 年 11 月)



资料来源: 丁香园 Insight 数据库、国家食药监局药品审评中心

**图表 51: 75% 以上的创新药临床试验申请在 2011 年以后提交**  
2005-15 年恒瑞临床试验申请



资料来源: 丁香园 Insight 数据库、国家食药监局药品审评中心

恒瑞算得上创新药研发领域的先行者之一, 起步于上世纪 90 年代末到 21 世纪初, 体现了管理层对行业中长期结构性变化的洞察力和对创新的不懈追求。值得指出的是, 1999 年是中国医药行业具

有里程碑意义的一年，当年第一版新药审批办法出台。在大多数公司可能仍在对研发的成本效率进行考量、部分药企仍在致力于“低端仿制”的时候，恒瑞已经在高水平研发战略上占得先机，并坚持这一战略超过15年。

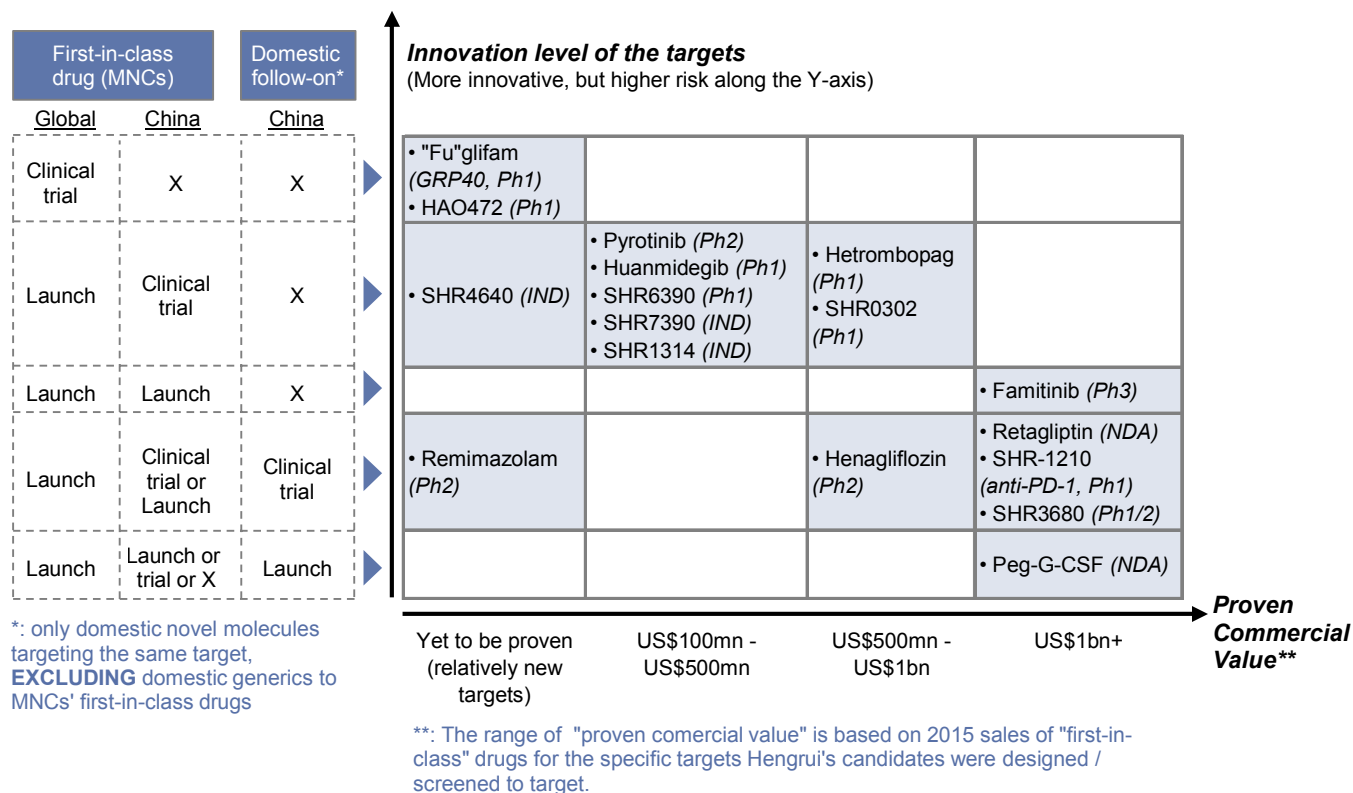
我们对恒瑞2001-15年新药临床试验申请的分析显示，75%以上的创新化学/生物分子新药临床试验申请是在2011年以后提交的。基于恒瑞最初两个创新药的研发进展，这些创新药上市可能需要6-8年的时间，即2018年以后获批上市。此外，我们认为部分针对重大疾病（如肿瘤、糖尿病、中枢神经系统）的创新药可能获得国家食药监局的优先审批，从而加速药品开发进程。

### 在重点研发项目的可行性和未来竞争间达成平衡

更耐人寻味的是“跟进”战略可能存在不同程度的创新和潜在竞争。针对一个所有药物均处在临床阶段的创新靶标的研发，其风险会远远高于已经被证实的靶标（即已有跨国药企上市产品）。

**图表 52: 恒瑞在创新药研发领域采取跟进战略**

按分子靶向创新水平和商业价值划分的恒瑞候选创新药



资料来源：公司申报材料、国家食药监局药品审评中心、丁香园 Insight 数据库、彭博

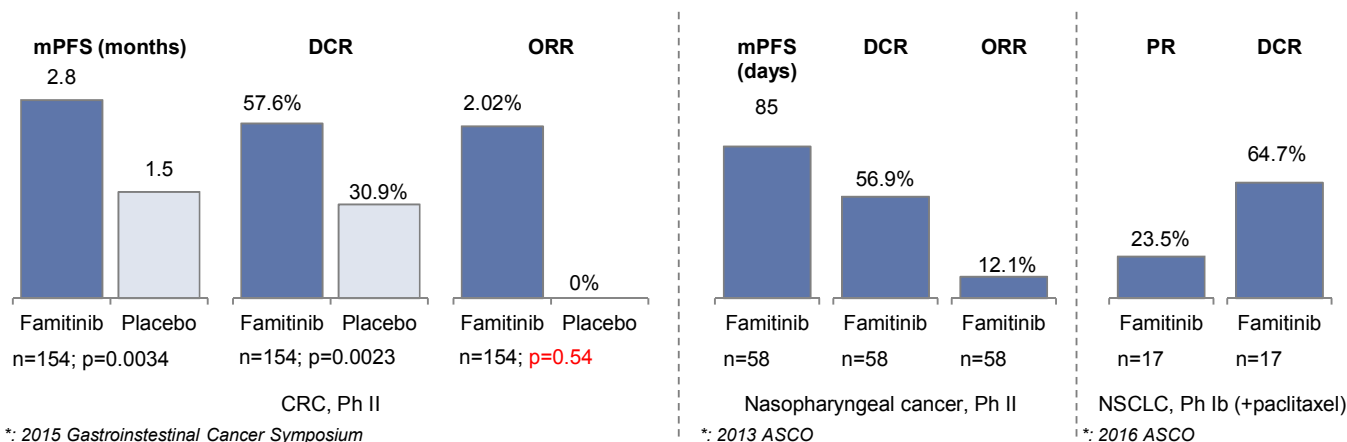
通过归类恒瑞旗下17个已获批临床或处于临床待批的创新药，我们认为：1) 恒瑞采取的战略相对更为稳妥，17个候选药中有15个面向已证实药靶；2) 但另一方面，恒瑞也希望领先同业以避免未来竞争，17个候选药中有11个尚未有任何国内同业有相关研发项目。

### 19K、瑞格列汀、法米替尼和吡咯替尼为主要推动因素

我们更关注的是四个可能在未来三年获批并将增强恒瑞创新药产品组合实力的候选药。

- **PEG-G-CSF (19K) – 与先行者差距并不明显：**如果恒瑞在今年下半年重新递交新药申请且审批顺利，则可能成为进军中国 PEG-G-CSF 市场的第三家药企。尽管审批延迟，恒瑞仍面临着巨大的增长机会：1) PEG-G-CSF 仅占中国全部 G-CSF 销售的 4%左右，而 2015 年美国市场该比例约为 75%；2) 原研药 Neulasta 2015 年全球销售额为 47 亿美元（美国市场为 38 亿美元）；3) 竞争压力或可控，因石药集团的津优力 2015 年销售额仅为 9,100 万港元（我们估算 2016 年为 1.49 亿港元），齐鲁制药产品（新瑞白）投放市场也仅一年时间（IMS 数据显示，截至 2016 年上半年的市场份额约为 20%）。
- **瑞格列汀 – 可能成为国内首个 DPP-4 抑制剂，定价是关键：**与 19K 类似，恒瑞计划在 2016 年底重新递交瑞格列汀的新药申请。DPP-4 抑制剂市场在未来几年将更加拥挤，共计有 20 多家跨国和国内药企提交了该品类的新药申请和仿制药申请，而目前市场上已有五家药企。值得注意的是，捷诺维（西格列汀）已上市超过 6 年，但销售额仅为人民币 1.5 亿-2 亿元左右（2015 年全球销售额为 38.7 亿美元），主要原因是患者经济负担较高（没有医保覆盖情况下每年约需人民币 3,600 元以上）且大多作为三线用药。鉴于竞争加剧及医保覆盖不足，我们认为国产同类产品的定价和先发优势可能至关重要。
- **吡咯替尼 – 与拉帕替尼存在差异化：**吡咯替尼是一种不可逆的 HER2/EGFR 抑制剂，药效可能优于拉帕替尼。拉帕替尼是第一代可逆的 HER2/EGFR 抑制剂，联合卡培他滨或来曲唑治疗 HER2 阳性乳腺癌（吡咯替尼 1 期临床数据显示：客观缓解率 47.2%，而拉帕替尼在更大剂量下联合卡培他滨的客观缓解率约为 23.7%，数据来自 Tykerb 说明书）。此外，吡咯替尼还针对 HER2+非小细胞肺癌和胃癌，因而与拉帕替尼存在差异化。尽管赫赛汀已成为 HER2+乳腺癌患者的标准治疗手段，但在赫赛汀治疗无效的患者中仍存在较大的医疗需求。如果在大规模临床试验中证实吡咯替尼的效果好于拉帕替尼，则吡咯替尼可为这部分患者提供价格更低廉的选择（仅拉帕替尼的每月支出就在人民币 1.7 万元以上，这还未计入联合治疗中卡培他滨的额外费用）。
- **法米替尼 – 与舒尼替尼不同的适应症带来机遇与挑战：**法米替尼针对六类癌症目前处于临床 2 期、3 期阶段。为了尽量规避来自索坦（舒尼替尼）及其国内仿制药的竞争，法米替尼被设计针对不同的癌症位点，主要为结直肠和肺癌（FDA 批准的索坦适应症包括肾细胞癌、胃肠道间质瘤和胰腺神经内分泌肿瘤）。但这一战略可能对药物研发带来不确定性——辉瑞在 2009 年曾终止舒尼替尼针对转移性结直肠癌的 III 期临床试验，原因是该药物并未显著改善病人无进展生存期 PFS（主要临床终点）。

**图表 53: 法米替尼的无进展生存期数据在结直肠癌患者 II 期临床试验中出现改善**  
法米替尼已公布的结直肠癌、鼻咽癌和肺癌临床试验数据概要



资料来源：2013 年美国临床肿瘤学会、2015 年胃肠癌讨论会、2016 年美国临床肿瘤学会

## 近期新药申请撤回引发的风险可控

恒瑞在最近大规模临床试验数据自查和核查过程中撤回了向国家食药监局递交的 10 多项新药申请。对于在研药品而言，主要影响为产品上市将延迟。但我们认为风险可控，原因包括：

- 1) 公司可能会重新提交大部分申请，只有 1 个项目（Ivabradine）除外，该项目基于管理层对竞争形势的评估将被终止；
- 2) 对于两种创新药瑞格列汀和 PEG-G-CSF（19K）而言，接下来的工作主要是临床数据核查，还可能新增一些次要数据点。管理层计划在 2016 年底重新递交新药申请。
- 3) 停止项目带来的研发总损失为人民币 550 万元，在 2009-15 年总研发支出中的占比不足 0.2%；
- 4) 对于仿制药（3、1、6 类）而言，生物等效性研究不可或缺，且不仅针对有待最终审批的药品，还包括上市药品。鉴于仿制药产品组合规模较大，延迟推出一些仿制药不会对销售/盈利构成重大影响。

**图表 54: 新药申请撤回的风险可控**

主要新药申请撤回概要

NDA withdrawal	Category	R&D exp. CTA		
		(Rmb Mn)	obtained	What's next
Regliptin phosphate	1.1	101.0	2009, Mar	To re-submit in 2H16
PEG-G-CSF	1	43.5	2010, Feb	To re-submit in 2H16
Carvedilol sulfate	4	6.9	2012, Oct	More studies
Ivabradine HCl tablets	3.1	5.5	2009, Apr	Ceased
S-ketamine HCl injections	3.1	5.5	2010, Mar	Bioequivalence study
Dronedarone HCl tablets	3.1	4.7	2012, Nov	Bioequivalence study
Temozolomide injections	3.3	3.9	2014, May	Bioequivalence study
Ondansetron orally soluble film	3.1	3.4	2013, May	Bioequivalence study
Celecoxib capsules	6	2.6	2013, Aug	Bioequivalence study
Atorvastatin calcium tablets	6	2.4	2014, May	Bioequivalence study
<b>Total R&amp;D spending from 2009-2015: ~Rmb3.6bn (withdraw projects: &lt;5%)</b>				

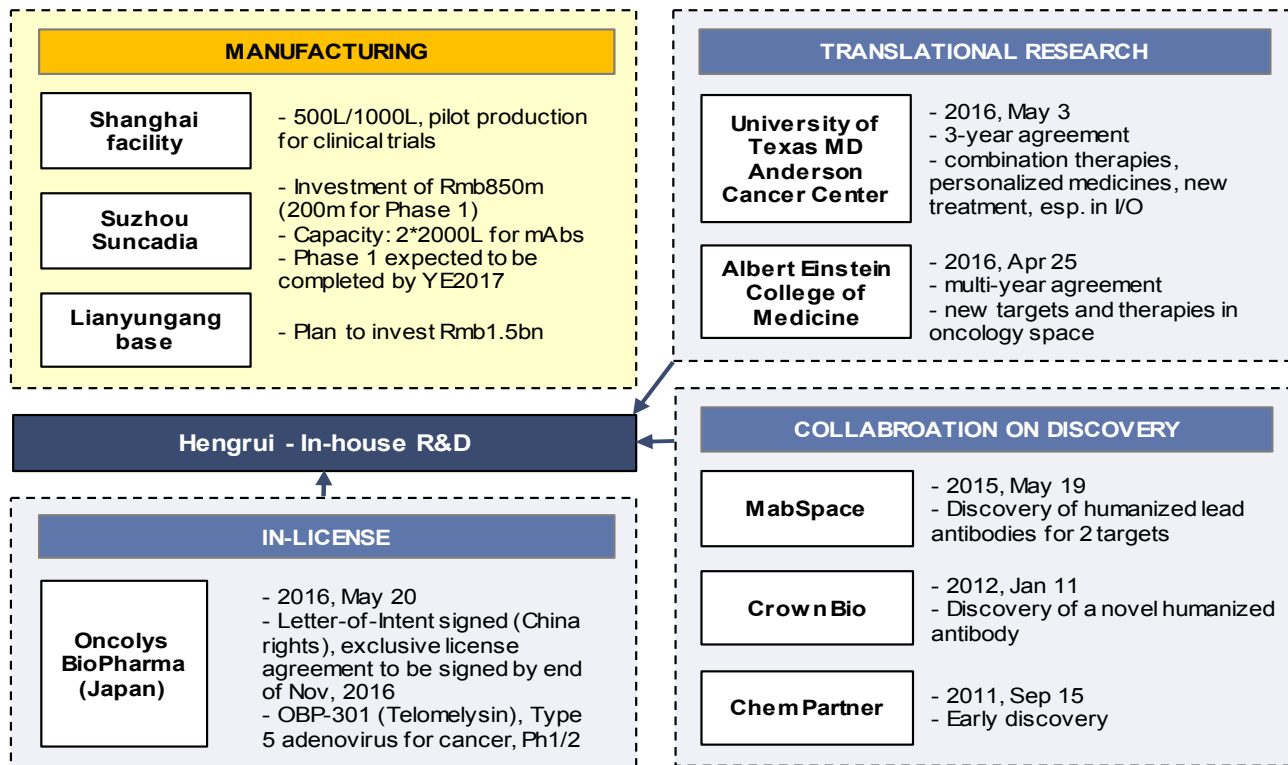
资料来源：公司申报材料

## 大力投入生物药业务

恒瑞医药是生物药领域的后来者，在 2012 年才建立专门的生物药研究部门。尽管起步较晚，但恒瑞投入巨大，这表明公司专注于开拓中国医药市场的这一新兴领域：

- **生产线：**未来几年将投资人民币 23.5 亿元用于新建苏州生产线（2 条 2000L 单抗生产线）及连云港生物药基地。此外，还将对上海试生产线的产能扩张/设备升级进行持续投资（目前 500L/1000L 用于临床试验）；
- **人员配备：**设立三个专门的生物药研发部门，大分子研发/工艺开发工程师超过 200 人，由 2012 年由礼来加入恒瑞的曹国庆博士带领。
- **生物药研发战略多元化：**除了位于上海、苏州和新泽西研发中心的内部研发团队，恒瑞还在广泛寻求国内/国际合作/许可引进/研发外包等外部机会以加速生物药新药研发。

**图表 55: 恒瑞生物药内部研发得益于外部合作及许可引进**  
恒瑞近期在生物药领域的主要合作与投资



资料来源: 公司申报材料、恒瑞医药研发合作伙伴公告 (包括迈博斯、Crown Bio、尚华医药和 Oncolys)

## PD-1 单抗引领生物药研发

恒瑞的在研创新生物药包含约 10 个候选药及一些生物仿制药，其中 19K（PEG-G-CSF）有待再度提交生产申请。尽管大多数候选药仍处于研发早期阶段（6 个处于临床前阶段，1 个处于国家食药监局审评下的新药临床试验阶段），我们认为恒瑞 PD-1 单抗 SHR-1210（或称 camrelizumab）将有潜力成为重点项目之一，因为：

- 与常规化疗甚至靶向治疗相比，免疫治疗，尤其是检查点抑制剂已被证明在多种癌症上更有效；
- 生物药领域的两大全球领先产品——百时美施贵宝的 Opdivo（nivolumab）和默克的 Keytruda（pembrolizumab）2015 年的全球销售额总计 15 亿美元（Keytruda 2014 年 9 月在美国率先获批，2014 年 7 月 Opdivo 在日本率先获批）。

**图表 56: 恒瑞在研药品总计包括 10 种生物药/生物仿制药**

恒瑞在研生物药概要

Drug candidates	Form	Mechanism of action / Target	Potential indications	R&D Progress					
				Preclin	IND	Ph 1	Ph 2	Ph 3	NDA
SHR-1210 (Camrelizumab)	Injections	PD-1 mAb	Solid tumor Solid tumor / melanoma			AU			liver cancer
SHR1314	Injections	IL17 mAb	Psoriasis						
SHR-A1201 (T-DM1)	Injections	HER2 ADC	HER2+ breast cancer						CTA obtained in Aug 2016
SHR-1309	Injections	Anti-HER2 mAb	Cancers						CDE technical review done
SHR-A1403	Injections	cMet ADC	Liver / gastric / NSCLC						
SHR-1316	Injections	PD-L1 mAb	Cancers						
SHR-1501	Injections	IL-15 mAb	Cancers						
INS068	Injections	Basel insulin	Diabetes						
SHR0814	Injections	Relaxin	Heart failure						
SHR-1209	Injections	PCSK9	Hypercholesterolemia						

资料来源：公司数据、国家食药监局、FDA、Clinicaltrial.gov

恒瑞是国内 PD-1/PD-L1 单抗研发的先行者之一，也是首家向海外合作伙伴（Incyte）转让 PD-1 单抗的中国公司。Incyte 披露显示，海外临床试验已完成 1/2 期临床剂量递增试验，病人招募已经暂停，而国内临床试验正在稳步推进：恒瑞 SHR-1210 目前正在招募晚期肝细胞癌（一种原发性肝癌）患者，在全国 8 个临床试验点展开 2/3 期临床试验（2 期临床计划招募 60 名患者）。

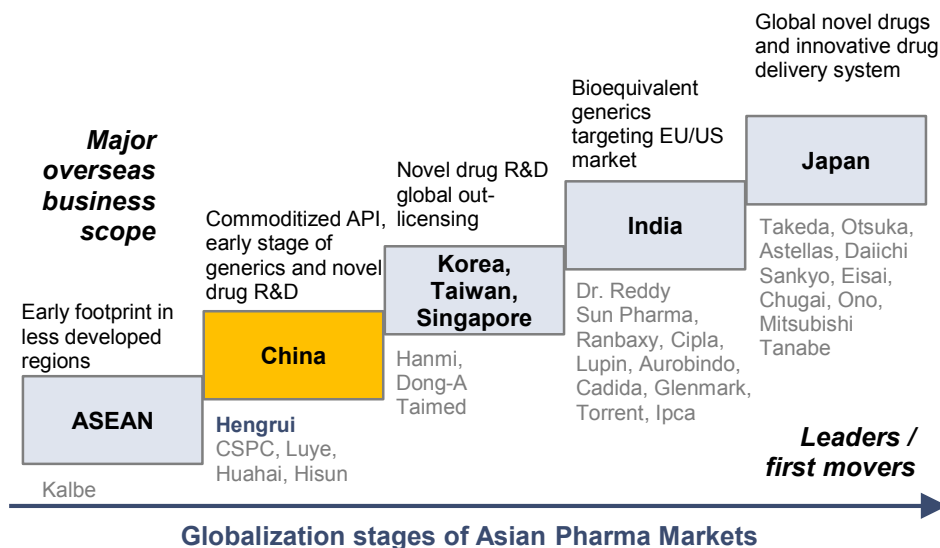
## 工艺开发上挑战较大

我们认为恒瑞在抗体研发方面的阻力较小，这得益于更具成本效益的“跟进”战略及在创新抗肿瘤药领域的临床设计经验。但我们认为，面向工业化大批量生产的工艺开发将面临更大的不确定性。生物药对于生产环境高度敏感，生产工艺至关重要。从临床试验过渡至商业化批量生产包含对数百个步骤的质量控制，可能对新进入企业构成重大挑战。

## 海外扩张旨在获得全球知名度、提升盈利能力

尽管中国已经是全球最大的原料药供应商之一，但在出口制剂（成品药）和对外授权研发项目方面仍落后于日本、印度、甚至韩国/台湾等亚洲同业。但我们看到近几年来，越来越多的领先药企对于通过不同途径扩大海外市场的兴趣日益浓厚，因此我们预计将有更多国内企业参与其中，以期在国内市场放缓的环境下寻求更多的增长机会。此外，中国与发达市场在药品监管框架上的日益接近可能加速国内企业的“走出去”战略，尽管达到同业水平可能需要多年时间。

图表 57: 中国药企处于全球化早期阶段

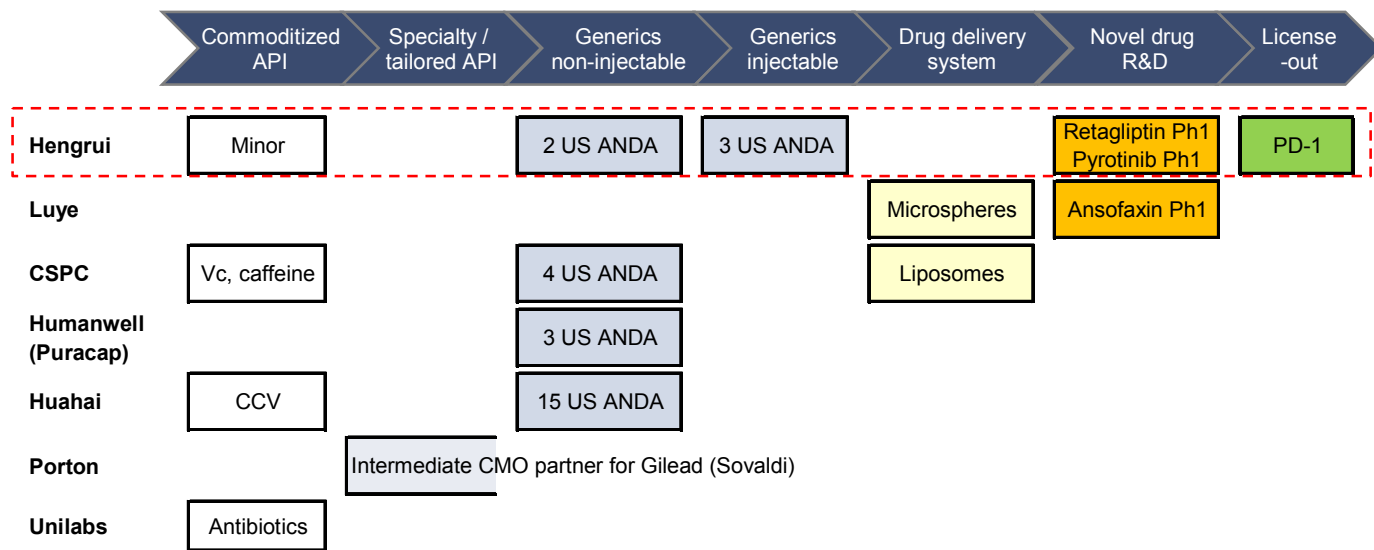


资料来源：高盛全球投资研究

### 多元化的全球战略

恒瑞是国际化潮流的国内先行者之一，且在全球扩张中采取了多种模式：1) 由原料药出口起步；2) 在美国、欧盟国家和日本有 5 个新药简略申请获批；3) 创新分子药临床试验，如处于临床 1 期的瑞格列汀和吡咯替尼；4) 近期将 PD-1 单抗（SHR-1210）海外授权给 Incyte。恒瑞可能并不是第一个尝试不同模式的药企，但目前在以下方面处于领军地位：1) 海外扩张途径的多元化；2) 相对同业的领先技术（如恒瑞的新药简略申请包括三种注射剂，而大多数同业获得的新药简略申请仅限于门槛较低的口服剂型）；3) 规模较大的海外授权交易（SHR-1210：总计 7.95 亿美元，包括预付及潜在里程碑付款）。

**图表 58: 恒瑞全球战略相对同业更为多元化**  
国内先行者全球扩张战略路线图



资料来源: 高盛全球投资研究

### 环磷酰胺标志着美国仿制药上的重大突破

恒瑞的环磷酰胺在 2014 年获美国 FDA 批准, 并于同年 11 月在美国上市。这是恒瑞在 2011 年首次在美国市场获批仿制药 (盐酸伊立替康) 后通过的第四个申请, 但却是海外销售大获成功的首个制剂。

**图表 59: 2011-15 年共有 5 个仿制药获得美国新药简略申请**

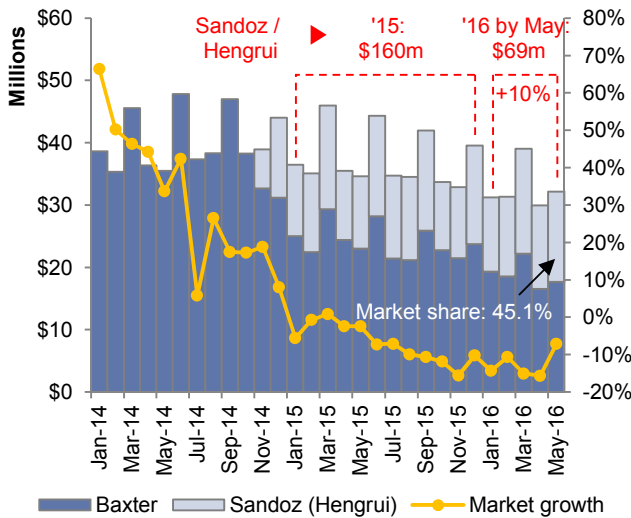
ANDA	Indication	Dosage form	Strength	US	# of Competitors	EU/Japan
Irinotecan HCl	Colorectal cancer	Injectable	100mg/5mL; 40mg/2mL	2011, Dec	4	Japan
Letrozole	Breast cancer	Tablet	2.5mg	2013, May	9	EU
Oxaliplatin	Colorectal cancer	Injectable	100mg/20mL; 50mg/10mL	2014, Jun	7	EU
Cyclophosphamide	Leukemia, lymphoma and myeloma	Injectable	1gm/vial; 2gm/vial; 500mg/vial	2014, Oct	1	EU
Sevoflurane	Anesthesia	Inhalation	100%	2015, Nov	3	EU

\*: at the time of product launch

资料来源: 公司申报材料、美国 FDA

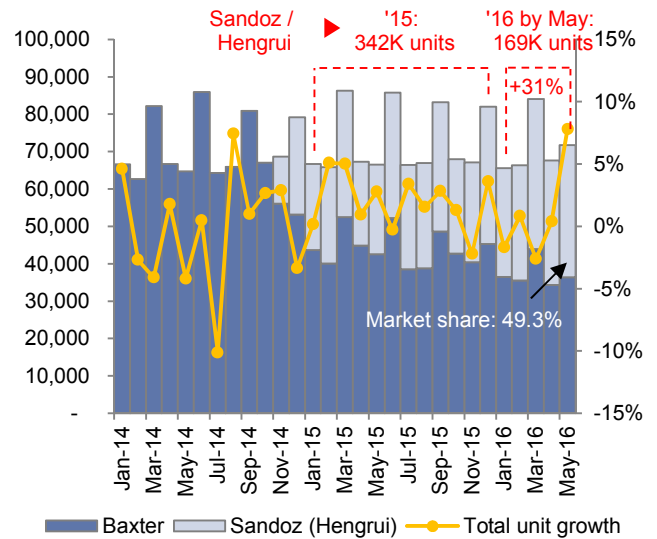
基于 IMS 数据, 美国环磷酰胺市场仅有百特和恒瑞 (通过山德士销售) 两家企业; 恒瑞在产品上市后第 2 个月 (2014 年 12 月) 就占有约 30% 的市场份额, 2016 年 5 月的市场份额增至 45.1% (按处方药计算为 49.3%), 2016 年前 5 个月销售/销量同比增长 10%/31%。

**图表 60: 恒瑞在美国环磷酰胺销售中占比 45%**  
按主要竞争者划分的美国环磷酰胺销售情况



资料来源: IMS

**图表 61: 恒瑞在美国环磷酰胺处方药销售中的占比为 49%**  
按主要竞争者划分的环磷酰胺在美国的处方药销售



资料来源: IMS

**低竞争及适合的当地合作伙伴是成功的关键**

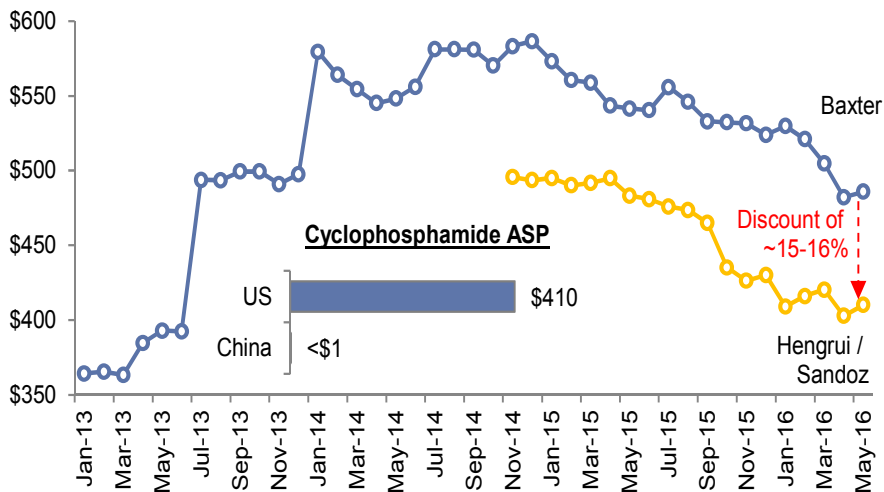
我们将环磷酰胺取得的突破归功于两大关键因素，这可能对未来海外仿制药业务战略有所启发：

- 准入门槛相对较高的产品限制了潜在竞争：环磷酰胺是一种抗肿瘤注射液，考虑到毒性及监管机构对生产的严苛质量标准，其生产和物流较口服产品的难度更高。在该产品上市时，美国只有百特一家公司销售环磷酰胺（Cytosan），而伊立替康/来曲唑/奥沙利铂（恒瑞另外几个在美国上市的仿制药）的竞争者分别有 4/9/7 个。
- 与本土专业公司紧密合作、战略保持一致：与山德士的合作对于环磷酰胺的放量至关重要，这得益于其在销售抗肿瘤仿制药方面的专业化程度，以及一致的“首仿药”战略。

**海外仿制药带来的盈利能力可能显著高于国内市场**

尽管山德士和恒瑞间利润分成协议的详细内容并未披露，但作为首仿药，环磷酰胺在美国的价格远高于中国，因此利润率可能显著高于国内市场：中国售价约人民币 5 元/瓶（2 毫克，即不足 1 美元），美国约 410 美元/瓶，相对百特原研药售价仅低 15% 左右。

**图表 62: 环磷酰胺在美国的定价显著高于中国**  
恒瑞环磷酰胺在美国和中国的定价以及百特 Cytoxan 价格比较



资料来源: IMS, PDB 数据库

## 词汇表 – 缩写

### 疾病缩写

- AML:** 急性骨髓性白血病, 四种主要白血病之一
- BCC:** 基底细胞癌, 最常见的皮肤癌类型
- CIN:** 化疗后中性粒细胞减少, 即白细胞处于极低水平
- CRPC:** 去势抵抗性前列腺癌
- CRC:** 结直肠癌
- GEP-NETs:** 胃肠道神经内分泌肿瘤, 相对罕见复杂的癌症
- GIST:** 胃肠道间质瘤, 在胃肠道肿瘤占比不足 1%
- ITP:** 特发性血小板减少性紫癜, 可导致瘀斑/出血
- MM:** 多发性骨髓瘤, 源于骨髓的一种癌症
- m-:** 癌症名称前缀, 代表转移
- NPC:** 鼻咽癌
- NSCLC:** 非小细胞肺癌, 肺癌最常见类型
- RA:** 类风湿性关节炎, 主要自身免疫性疾病之一
- RCC:** 肾细胞癌

## 临床试验词汇

**AE:** 不良事件，即副作用

**CR:** 完全缓解，即所有可检测到的癌细胞在治疗后消失，癌细胞可能仍然存在，但是已无法检测到

**DCR:** 疾病控制率， $DCR = CR + PR + SD$

**DFS:** 无病生存期，患者在未检测到任何癌细胞情况下存活的时间

**DLT:** 剂量限制性毒性，即足以限制继续治疗的毒副作用

**MTD:** 最大耐受剂量，即大多数人可耐受的药物（或候选药）的最高剂量，超过 MTD 的剂量可能引发难以承受的副作用

**ORR:** 客观缓解率或缓解率（RR），即完全缓解（CR）或部分缓解（PR）的患者占比

**OS:** 总生存期，从治疗到死亡的时间

**PFS:** 无进展生存期，从接受治疗到癌症进展或死亡的时间（即患者在癌症无进展情况下的存活时间）

**PK:** 药物代谢动力学

**PR:** 部分缓解，即肿瘤减小 50%-100%

**SD:** 病情稳定，即肿瘤基本维持原样且无新肿瘤产生

**TTP:** 疾病进展时间，从接受治疗到癌症进展的时间。TTP 和 PFS 之间的差异是 TTP 不包括死亡事件。

**q.d. / b.i.d. / t.i.d.:**（处方药）每天服用一次/两次/三次

**wt-:** 野生型，未突变

## 信息披露附录

### 申明

我们，陈子易、余燊，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

### Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

### 信息披露

#### 相关的股票研究范围

余燊：A 股医药。

A 股医药：恒瑞医药、恩华药业、鱼跃医疗、复星医药(A)、天津天士力、人福医药、华海药业。

#### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：恒瑞医药 (Rmb46.59)

#### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

#### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年**

**未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。**