

恒瑞医药 (600276.SH) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

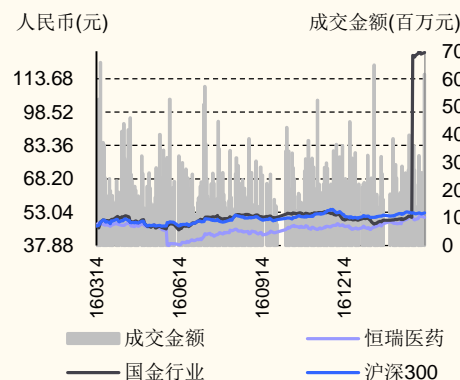
公司点评

市场价格(人民币): 50.76元
 目标价格(人民币): 58.40-60.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,343.57
总市值(百万元)	119,157.05
年内股价最高最低(元)	51.38/37.88
沪深300指数	3458.10
上证指数	3237.02



相关报告

1. 《多轮驱动发展,业绩快速增长-恒瑞医药公司点评》, 2016.4.26

王建礼 联系人
 wjianli@gjzq.com.cn

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

业绩基本符合预期, 创新和海外业绩支撑未来

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.110	1.103	1.315	1.595	1.959
每股净资产(元)	5.08	5.28	6.59	8.20	10.22
每股经营性现金流(元)	1.16	1.10	1.30	2.19	1.57
市盈率(倍)	44.26	41.26	38.60	31.82	25.91
行业优化市盈率(倍)	67.07	61.04	64.79	64.79	64.79
净利润增长率(%)	43.28%	19.22%	19.23%	21.29%	22.85%
净资产收益率(%)	21.87%	20.90%	19.96%	19.44%	19.17%
总股本(百万股)	1,956.50	2,347.46	2,347.46	2,347.46	2,347.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 恒瑞公布年报, 2016年实现营业收入110.9亿元, 增19.1%; 扣非净利润为25.9亿元, 增19.3%; 每股收益1.10元, 业绩基本符合预期, 四季度业绩略低, 是由于2015年四季度PD-1授权款导致业绩基数较高。

点评

- 业绩基本符合预期, 肿瘤、麻醉、造影剂三个细分领域表现抢眼。细分领域, 抗肿瘤药物收入同比增长25.68%, 麻醉和造影剂分别增长19.14%和30.05%, 相比其他领域增速较快。对抗肿瘤药继续拆分, 其国内仿制药部分增速较为稳定, 约11%左右; 创新药阿帕替尼和出口环磷酰胺表现突出。抗肿瘤、麻醉以及造影剂对应毛利率分别为91.23%、90.26%和71.6%, 造影剂相对较低, 但其毛利率在快速提升。公司整体扣非净利增速约19.3%; 销售费用率39.2%, 较上年提升1.4%; 管理费用22.66亿元, 同比增速约22.9%, 其中研发费用11.84亿元, 同比增速约32.8%。
- 海外仿制药ANDA批文进入收获期, 逐步贡献业绩。2016年公司获得FDA七氟烷ANDA批文, 2017年初收获顺阿曲库铵和多西他赛注射液批文。根据DMF批件预计, 未来仍有卡培他滨及地氟烷等品种获批预期, 海外仿制药市场逐步进入收获期。新获批海外仿制药2017年逐步上量, 2018年发力贡献业绩。
- 创新药节奏符合预期, 重磅逐步上市。公司在研管线自艾瑞昔布和阿帕替尼之后, 即将迎来新品种上市, 19K、吡咯替尼以及白蛋白紫杉醇等重磅品种近两年将逐步上市, 分别对应25亿、20亿(国内)以及15亿销售峰值。在研管线当中, 未来每年都将有新品获得临床批件, 每两到三年将有新品收获。

盈利预测及投资建议:

- 我们预计2017-2019年公司净利润分别为30.87亿、37.44亿、46.00亿, 对应每股收益依次为1.32元、1.60元、1.96元, 对应PE分别为38.6/31.8/25.9倍。

风险提示

- 招标对仿制药产品价格的影响; 创新药研发进展不达预期; 海外品种获批低于预期。

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,452	9,316	11,094	13,108	15,438	18,390
增长率	25.0%	19.1%	18.2%	17.8%	19.1%	
主营业务成本	-1,313	-1,372	-1,435	-1,579	-1,809	-2,051
% 销售收入	17.6%	14.7%	12.9%	12.0%	11.7%	11.2%
毛利	6,139	7,944	9,659	11,530	13,629	16,339
% 销售收入	82.4%	85.3%	87.1%	88.0%	88.3%	88.8%
营业税金及附加	-133	-156	-203	-240	-283	-337
% 销售收入	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	-2,844	-3,525	-4,352	-5,112	-5,944	-7,080
% 销售收入	38.2%	37.8%	39.2%	39.0%	38.5%	38.5%
管理费用	-1,464	-1,843	-2,266	-2,713	-3,257	-3,862
% 销售收入	19.6%	19.8%	20.4%	20.7%	21.1%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	1,699	2,420	2,838	3,464	4,145	5,061
% 销售收入	22.8%	26.0%	25.6%	26.4%	26.9%	27.5%
财务费用	81	148	166	140	217	303
% 销售收入	-1.1%	-1.6%	-1.5%	-1.1%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	-7	-7	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	15	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,772	2,559	3,024	3,604	4,363	5,364
营业利润率	23.8%	27.5%	27.3%	27.5%	28.3%	29.2%
营业外收支	27	3	-11	-11	-11	-11
税前利润	1,800	2,562	3,013	3,593	4,352	5,353
利润率	24.1%	27.5%	27.2%	27.4%	28.2%	29.1%
所得税	-227	-338	-379	-452	-547	-673
所得税率	12.6%	13.2%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	1,573	2,224	2,634	3,141	3,804	4,679
少数股东损益	57	52	45	54	60	80
归属于母公司的净利润	1,516	2,172	2,589	3,087	3,744	4,600
净利率	20.3%	23.3%	23.3%	23.5%	24.3%	25.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,573	2,224	2,634	3,141	3,804	4,679
非现金支出	220	230	249	307	384	474
非经营收益	-21	-7	-33	-1,096	1,133	88
营运资金变动	-198	-169	-259	708	-183	-1,566
经营活动现金净流	1,574	2,277	2,591	3,060	5,138	3,675
资本开支	-298	-394	-1,110	-691	-879	-830
投资	0	-76	-1,543	80	81	81
其他	0	0	4	0	0	0
投资活动现金净流	-298	-470	-2,650	-611	-798	-749
股权募资	136	19	14	305	368	450
债权募资	-10	0	-10	-91	0	0
其他	-122	-142	-168	-317	-317	-317
筹资活动现金净流	4	-123	-164	-102	51	133
现金净流量	1,280	1,684	-222	2,346	4,391	3,060

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,449	5,133	4,912	7,258	11,650	14,710
应收款项	2,945	3,364	3,634	4,628	4,819	6,460
存货	551	523	637	628	725	819
其他流动资产	255	358	2,211	285	643	432
流动资产	7,200	9,378	11,393	12,800	17,837	22,420
% 总资产	79.2%	81.6%	79.5%	74.7%	83.1%	85.5%
长期投资	5	79	81	1	-81	-162
固定资产	1,624	1,770	2,474	2,855	3,349	3,704
% 总资产	17.9%	15.4%	17.3%	16.7%	15.6%	14.1%
无形资产	200	196	289	280	270	260
非流动资产	1,887	2,118	2,937	4,336	3,617	3,804
% 总资产	20.8%	18.4%	20.5%	25.3%	16.9%	14.5%
资产总计	9,087	11,497	14,330	17,136	21,454	26,224
短期借款	0	10	0	0	0	0
应付款项	550	820	1,058	923	1,179	1,208
其他流动负债	164	223	307	210	417	345
流动负债	715	1,053	1,365	1,133	1,596	1,553
长期贷款	10	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	86	91	0	0	0
负债	797	1,139	1,456	1,133	1,596	1,553
普通股股东权益	7,934	9,931	12,388	15,463	19,258	23,991
少数股东权益	355	426	486	540	600	680
负债股东权益合计	9,087	11,497	14,330	17,136	21,454	26,224

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.008	1.110	1.103	1.315	1.595	1.959
每股净资产	5.272	5.076	5.277	6.587	8.204	10.220
每股经营现金净流	1.046	1.164	1.104	1.303	2.189	1.566
每股股利	0.400	0.400	0.135	0.135	0.135	0.135
回报率						
净资产收益率	19.10%	21.87%	20.90%	19.96%	19.44%	19.17%
总资产收益率	16.68%	18.89%	18.07%	18.01%	17.45%	17.54%
投入资本收益率	17.89%	20.26%	19.27%	18.92%	18.25%	17.93%
增长率						
主营业务收入增长率	20.14%	25.01%	19.08%	18.16%	17.77%	19.12%
EBIT 增长率	18.92%	42.49%	17.28%	22.04%	19.67%	22.08%
净利润增长率	22.41%	43.28%	19.22%	19.23%	21.29%	22.85%
总资产增长率	25.85%	26.52%	24.64%	19.58%	25.20%	22.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.2	76.2	72.7	74.4	73.5	74.0
存货周转天数	136.3	142.9	147.5	145.2	146.3	145.8
应付账款周转天数	94.3	118.2	158.6	138.4	148.5	143.5
固定资产周转天数	66.9	55.8	55.2	50.6	46.3	41.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.48%	-49.46%	-38.15%	-45.35%	-58.66%	-59.62%
EBIT 利息保障倍数	-21.1	-16.3	-17.1	-24.7	-19.1	-16.7
资产负债率	8.77%	9.91%	10.16%	6.61%	7.44%	5.92%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	12	16	36
增持	0	1	2	2	8
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.20	1.14	1.11	1.22

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

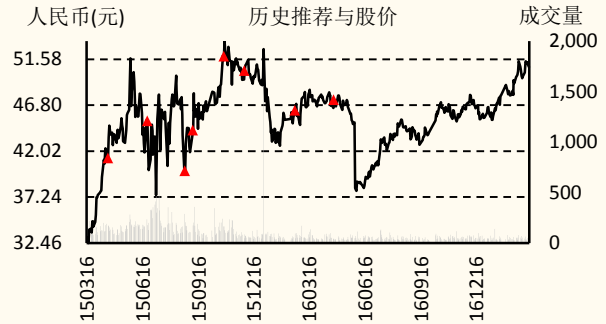
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-20	买入	54.49	70.00~70.00
2	2015-06-24	买入	45.27	N/A
3	2015-08-25	买入	39.63	60.00~60.00
4	2015-09-07	买入	41.91	60.00~60.00
5	2015-10-28	买入	51.45	60.00~60.00
6	2015-12-01	买入	49.48	60.00~60.00
7	2016-02-22	买入	45.53	60.00~60.00
8	2016-04-26	买入	46.52	60.00~60.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

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

优化市盈率计算的说明：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD