

增持

——首次

日期：2017 年 7 月 17 日

行业：医药制造业



分析师：杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号：S0870517070003

基本数据（最新）

报告日股价（元）	48.71
12mth 股价格区间（元）	40.18-60.40
总股本/流通股本（亿股）	28.17/28.12
总市值/流通市值（亿元）	1370/1372

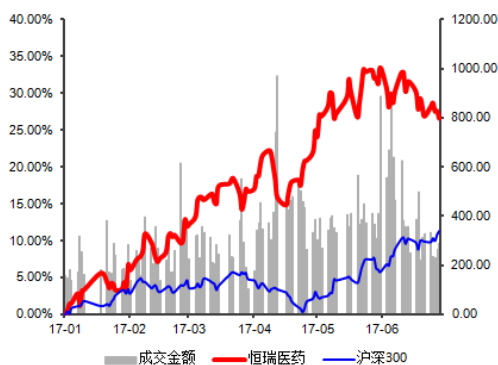
主要股东（最新）

江苏恒瑞医药集团有限公司	24.31%
西藏达远投资有限公司	15.84%
香港中央结算有限公司（陆股通）	9.18%
连云港恒创医药科技有限公司	7.46%

收入结构（2016）

针剂药	72.48%
片剂药	26.25%
原料药	1.11%
其他业务	0.16%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



数据来源：WIND

报告编号：DZY17-CT09

首次报告日期：2017 年 7 月 17 日

相关报告：

恒瑞医药（600276）

证券研究报告 / 公司研究 / 公司动态

吸入用地氟烷海外获批 制剂出口稳步推进

■动态事项

公司于 2017 年 7 月 15 日发布公告，近日分别收到英国、德国及荷兰药监局签发的书面通知，批准公司吸入用地氟烷在各国上市申请。

■事项点评

吸入用地氟烷市场竞争格局良好，未来有望在美国、中国上市

吸入用地氟烷剂适用于住院和门诊成年、婴幼儿和儿童手术患者的维持麻醉。地氟烷的麻醉作用机制尚未完全明确，有报道指出地氟烷具有对 GABAA 受体介导的 GABA 作用的增强以及对双孔钾离子通道家族的 TRESK 的活化作用。经查询，目前在中国及美国除原研公司美国百特的产品优宁外，无地氟烷仿制药获批上市，竞争格局良好。2016 年吸入用地氟烷全球市场销售额约 2.7 亿美元。

恒瑞的吸入用地氟烷除在英国、德国及荷兰获批上市外，还申报了美国（ANDA 208234）和国内（受理号 CYHS1401639）的上市申请，目前在美国的上市申请尚在审评中，在国内的上市申请已经获得优先审评公示，未来有望在美国和中国上市。

公司海外市场拓展稳步推进

制剂出口已成为公司新的利润增长点，2016 年公司海外实现营业收入 4.32 亿元，同比增长 21.47%，七氟烷获得 FDA 批文，环磷酰胺等产品的销售稳步增长。2017 年，公司阿曲库铵和多西他赛在美国获批上市，卡泊芬净在英国和德国获批上市。此次地氟烷在英国、德国和荷兰获批上市，制剂出口再下一城，未来公司将有更多品种陆续在海外申报、获批。

另外，在创新药国际化方面，公司将 PD-1 单抗项目的海外权益有偿许可给美国 Incyte 公司；吡咯替尼在美国的 I 期临床试验顺利推进。公司在美国成立子公司，专门负责海外项目的引进。公司在 2016 年引进日本 Oncolys BioPharma 公司的溶瘤腺病毒产品 TelomelysinTM，补充公司肿瘤免疫产品线，增强公司在抗肿瘤领域的竞争力。

产品布局完善，创新能力在国内位列前茅

2017 年 07 月 18 日

公司是国内最大的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的研究和生产基地之一。公司产品已形成比较完善的产品布局，其中抗肿瘤、手术麻醉、造影剂等领域市场份额在行业内名列前茅。公司技术创新能力在国内位列前茅，研发团队实力明显，先后在连云港、上海、成都和美国设立了研发中心和临床医学部。

创新药研发步入收获期

公司创新药艾瑞昔布和阿帕替尼已获批上市，还有多个创新药正在临床开发。在创新药开发上，已基本形成了每年都有创新药申请临床，每 2-3 年都有创新药上市的良性发展态势。

阿帕替尼进入国家医保谈判目录，未来放量可期；K19 进入优先审评通道，有望加速上市；PD-1 单抗、吡咯替尼等产品的 III 期临床实验也在稳步推进中。公司作为国内创新药的龙头企业，目前已步入创新药研发的收获期。

■风险提示

研发失败风险、行业竞争风险、专利风险、政策风险

■投资建议

我们预测公司 2017/2018 年归属母公司净利润 30.79 亿元、36.48 亿元，EPS 为 1.09 元、1.30 元，对应的 PE 为 45 倍、38 倍。公司是国内创新药研发和生产的龙头企业，创新药研发步入收获期，制剂出口成为公司新的利润增长点，我们看好公司未来的发展，给予“增持”评级。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,093.72	13,508.24	16,336.73	19,439.06
年增长率	19.08%	21.76%	20.94%	18.99%
归属于母公司的净利润	2588.95	3079.94	3648.32	4362.76
年增长率	19.22%	18.96%	18.45%	19.58%
每股收益(元)	0.92	1.09	1.30	1.55
PER (X)	53.00	44.55	37.61	31.45

注：有关指标按最新股本摊薄

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11093.72	13508.24	16336.73	19439.06
减：营业成本	1434.63	1786.50	2246.40	2699.75
营业税金及附加	202.66	243.15	294.06	349.90
营业费用	4351.62	5200.67	6240.63	7386.84
管理费用	2266.35	2701.65	3349.03	4004.45
财务费用	-165.94	-116.51	-168.54	-233.23
资产减值损失	-5.19	6.00	8.00	9.00
加：投资收益	14.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3024.33	3686.78	4367.14	5222.35
加：其他非经营损益	-11.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	3013.18	3686.78	4367.14	5222.35
减：所得税	378.99	553.02	655.07	783.35
净利润	2634.19	3133.76	3712.07	4439.00
减：少数股东损益	45.24	53.82	63.76	76.24
归属母公司股东净利润	2588.95	3079.94	3648.32	4362.76

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表 2 资产负债表、现金流量表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4768.86	5587.15	9393.90	11338.00
应收和预付款项	4088.85	5732.65	6176.98	8004.14
存货	636.59	754.24	994.64	1107.18
其他流动资产	1594.01	1594.01	1594.01	1594.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2473.94	2336.14	2141.34	1903.53
无形资产和开发支出	284.72	253.54	222.36	191.18
其他非流动资产	85.67	83.35	81.04	81.04
资产总计	13932.63	16341.08	20604.25	24219.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1058.24	565.67	1392.48	898.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1058.24	565.67	1392.48	898.00
股本	2347.46	2347.46	2347.46	2347.46
资本公积	394.76	394.76	394.76	394.76
留存收益	9645.74	12492.93	15865.54	19898.60
归属母公司股东权益	12387.95	15235.14	18607.76	22640.82
少数股东权益	486.44	540.26	604.02	680.26
股东权益合计	12874.39	15775.40	19211.77	23321.08
负债和股东权益合计	13932.63	16341.08	20604.25	24219.08
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	2552.79	1184.54	4133.91	2240.57
投资活动产生现金流量	-2649.59	-250.00	-220.00	-200.00
融资活动产生现金流量	-194.89	-116.25	-107.17	-96.46
现金流量净额	-260.81	818.29	3806.74	1944.11

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

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）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。