

收盘价：人民币 54.07

潜在上升空间：+17.5%

目标价：人民币 63.55个

医药生物行业

恒瑞医药 (600276.SH)

主流品种增长强劲，研发支撑长期业绩

落后

同步

领先

财务数据一览

年结 12月 31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入 (百万人民币)	9,316.0	11,093.7	13,535.0	16,731.4	20,998.2
同比增长 (%)	25.0	19.1	22.0	23.6	25.5
归属股东纯利 (百万人民币)	2,171.6	2,589.0	3,128.9	3,799.8	4,630.5
每股盈利 (人民币)	0.77	0.92	1.11	1.35	1.64
每股盈利增长 (%)	43.3	19.2	20.9	21.4	21.9
市盈率 (x)	70.1	58.8	48.7	40.1	32.9
市账率 (x)	15.0	12.1	9.8	7.9	6.5
股息率 (%)	0.18	0.25	0.20	0.24	0.29

资料来源：公司、交银国际预测

收入利润快速增长，业绩符合预期。恒瑞医药公布 2017 年上半年业绩，报告期内公司实现营业收入 63.44 亿元（人民币，下同），同比上升 20.18%，归属股东净利润 15.73 亿元，同比上升 19.71%，扣除非经常性损益后，公司净利润 15.71 亿元，同比上升 19.22%，符合我们的预期。单季度来看，公司二季度收入 31.75 亿元，同增 21.63%，净利润 7.62 亿元，同比增长 20.89%，与一季度相比增速提升。公司报告期内累计投入研发费用 7.8 亿元，同比大幅增长 60%，我们认为与公司研发项目集中开展相匹配。此外，公司上半年毛利率 86.58%，同比基本持平；三项费用率 55.59%，基本保持稳定，其中销售费用率 35.93%，与去年同期 37.16% 相比略有下降。

现有品种增长强劲，制剂出口形成梯队。公司上半年在阿帕替尼等创新药带动下，销售稳定增长。i) **肿瘤板块**：报告期内核心品种阿帕替尼经谈判纳入国家医保目录，整体价格降幅在 36% 左右，处于可接受的范围。我们推测阿帕替尼纳入医保后将快速实现以价换量，上半年收入将持续高速增长。在其带动下，预计肿瘤线 17 年整体增速在 20% 左右。ii) **麻醉板块**：七氟烷、右美等新上市品种临床需求稳定，预计 17 年板块整体增速将超过 20%。其中右美托咪定纳入 2017 版医保目录，将进一步提升其在手术麻醉中的应用量。公司右美市占率超过九成，将跟随市场体量扩张继续提升销售额。iii) **造影剂板块**：旗下罂粟乙碘油、钆特酸葡胺等新上市品种销售增速较快，预计 17 年板块增长速度可能超过 30%。iv) **制剂出口**：环磷酰胺销售稳步增长，彭博数据显示 17 年上半年环磷酰胺海外销售同比增速 6%（图表 1）；七氟烷于 15 年年底获批美国上市，目前海外的销售收入正逐渐体现；此外，新品种茶磺顺阿曲库铵注射液、注射用醋酸卡泊芬净等产品获批欧洲上市，即将贡献收入（图表 2）。

在研品种蓄势待发，支撑业绩长期增长。报告期内公司研发费用增长 60%（图表 3），深度聚焦创新药研发。上半年公司共获得临床批件 17 个，生产批件 2 个，提交国内外专利申请超过 90 件。公司目前多个重磅产品处于上市申报阶段，其中白蛋白紫杉醇、硫培非格司亭（19K）等肿瘤用药产品适应症广泛，一旦获批上市，将依托目前肿瘤药的销售渠道迅速放量。PD-1 目前已作为晚期非小细胞肺癌一线用药展开 III 期临床，吡咯替尼是公司在新政下首个以 II 期临床结果申报上市的创新药，适应症包括乳腺癌、食管癌以及肝癌等多个癌种，预计市场空间超过百亿。此外，公司磺达肝癸钠等 8 个上市申报品种纳入 CFDA 优先审评名单（图表 4），SHR-1316 注射液等多个品种获准在海外开展临床。我们认为公司研发策略一向聚焦自身优势领域以及临床大品种，在临床需求升级以及公司产品渠道协同下，研发管线的丰富储备可作为公司长期业绩支撑。

看好公司创新药前景，上调目标价至 63.55 元。我们认为，公司现有抗肿瘤、麻醉、造影等领域主流品种临床价值高，终端黏性大，加之公司对医疗机构终端覆盖能力强，因此新品种销售放量速度快，市场占有率稳定，对公司收入增长提供稳定动力。此外，国内新药审批提速，我们认为公司在研品种上市有望明显加快，支撑公司长期业绩增长。我们预计公司在 2017/2018 年的净利润增速分别为 20.9%/21.4%，每股盈利 1.11/1.35 元。我们上调公司目标价至 63.55 元，对应 2017/2018 年市盈率分别为 57.2 倍/47.1 倍，维持“买入”评级。



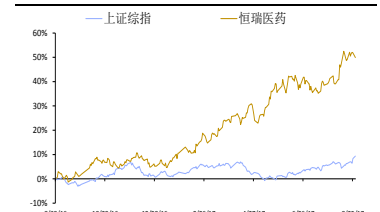
- 恒瑞医药上半年收入利润快速增长，二季度业绩环比提升，符合我们预期。
- 公司核心品种以创新药为主，收入保持快速增长；海外获批上市品种增加，制剂出口形成梯队。
- 我们看好公司创新药前景，上调公司目标价至 63.55 元人民币，维持“买入”评级。

股份资料

52 周高位 (人民币)	55.65
52 周低位 (人民币)	35.42
市值 (百万人民币)	152,309.23
发行股数 (百万)	2816.89
日成交量 (百万)	6.42
1 个月内变化 (%)	6.25
年初至今变化 (%)	42.60
50 天平均价 (人民币)	51.26
200 天平均价 (人民币)	44.87
14 天强弱指数	59.38

资料来源：公司、Bloomberg

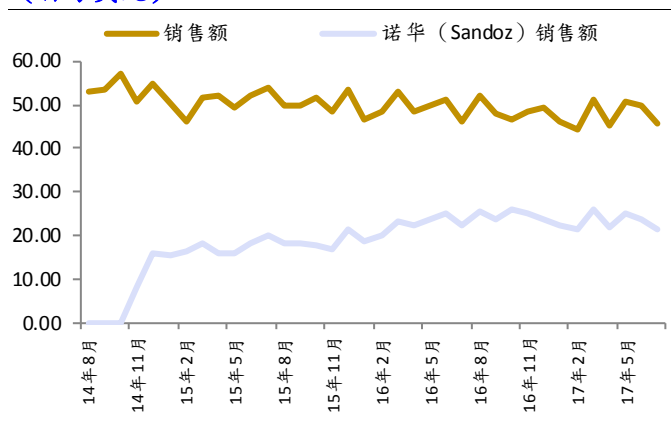
个股 1 年走势图



资料来源：公司、Bloomberg

赵心怡

Grace.zhao@bocomgroup.com
电话: (86) 21 6065 3611

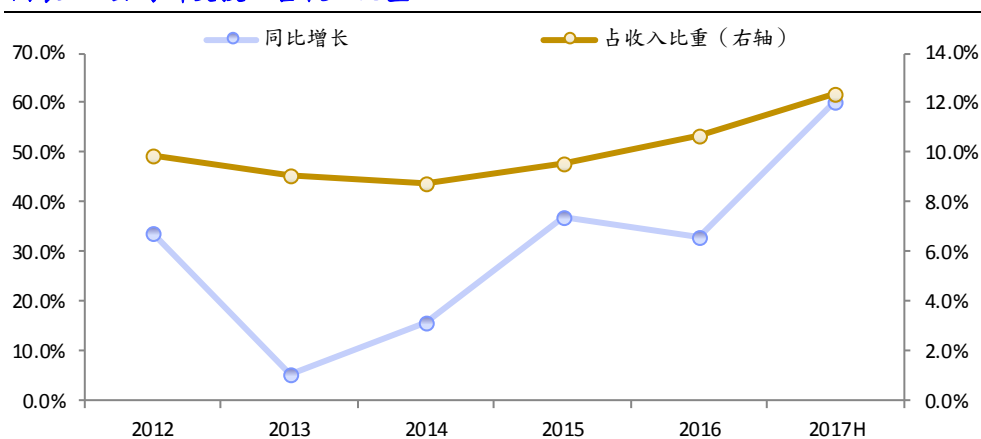
图表 1: 公司环磷酰胺海外销售额 (Sandoz 代理) (百万美元)


资料来源: Bloomberg, 交银国际

图表 2: 公司报告期内海外上市品种列表

获批时间	品种	治疗领域	上市国家
17年8月	多西他赛注射液	抗肿瘤	美国
17年7月	吸入用地氟烷	麻醉	英国, 德国, 荷兰
17年3月	注射用醋酸卡泊芬净	抗感染	英国, 德国
17年2月	苯磺顺阿曲库铵注射液	麻醉	美国

资料来源: 公司公告, 交银国际

图表 3: 公司研发投入占收入比重


资料来源: 公司公告, 交银国际

图表 4: 公司申报品种纳入优先审评情况

申请类型	受理号	药品名称	注册申请人	承办日期
申报生产	CYHS1790004	注射用紫杉醇 (白蛋白结合型)	江苏恒瑞医药股份有限公司	2017/2/20
	CYHS1401639	吸入用地氟烷	上海恒瑞医药有限公司	2015/3/7
	CYHS1400315	苯磺顺阿曲库铵注射液	江苏恒瑞医药股份有限公司	2014/6/16
	CYHS1301372	帕立骨化醇注射液	江苏恒瑞医药股份有限公司	2013/11/7
	CYHS1300223	磺达肝癸钠注射液	江苏恒瑞医药股份有限公司	2013/5/6
	CYHS1201509	注射用醋酸卡泊芬净	江苏恒瑞医药股份有限公司	2013/1/7
	CYHS1200814	钆布醇注射液	江苏恒瑞医药股份有限公司	2012/11/8
	CXHS1200312	醋酸卡泊芬净	江苏盛迪医药有限公司; 江苏恒瑞医药股份有限公司	2012/12/26
申报临床	CXHL1502031	盐酸右美托咪定鼻喷剂	江苏恒瑞医药股份有限公司; 上海恒瑞医药有限公司	2015/12/1
	CXHL1401444	地氟烷	江苏恒瑞医药股份有限公司	2014/11/27

资料来源: CDE, 交银国际

公司背景

恒瑞医药(600276.SH)为国内综合实力较为突出的大型药企,其在研发、生产、销售等领域具备非常突出的优势。公司收入主要来源于抗肿瘤药、手术麻醉类用药、造影剂、心血管用药等板块。公司以环磷酰胺为代表的海外品种也逐渐增多,成为公司收入的重要增长动力。

恒瑞医药(600276.SH): 财务报表

损益表(百万人民币)

年结12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	9,316.0	11,093.7	13,535.0	16,731.4	20,998.2
营业成本	(1,371.7)	(1,434.6)	(1,867.8)	(2,308.9)	(2,939.7)
毛利	7,944.3	9,659.1	11,667.2	14,422.5	18,058.4
营业税金及附加	(155.6)	(202.7)	(230.1)	(284.4)	(357.0)
销售费用	(3,525.0)	(4,351.6)	(4,967.4)	(6,148.8)	(7,874.3)
管理费用	(1,843.4)	(2,266.4)	(2,977.7)	(3,764.6)	(4,703.6)
财务费用	148.3	165.9	224.5	285.7	373.5
资产减值损失	(7.2)	5.2	(9.9)	(11.6)	(13.5)
投资收益	(2.5)	14.7	15.5	17.0	17.9
营业利润	2,558.9	3,024.3	3,722.2	4,515.8	5,501.4
营业外收入	27.8	31.7	32.7	35.9	39.5
营业外支出	(24.7)	(42.9)	(47.2)	(49.0)	(53.9)
税前利润	2,562.0	3,013.2	3,707.7	4,502.7	5,487.0
所得税	(338.0)	(379.0)	(482.0)	(585.4)	(713.3)
净利润	2,224.0	2,634.2	3,225.7	3,917.3	4,773.7
- 归母净利润	2,171.6	2,589.0	3,128.9	3,799.8	4,630.5

资产负债表(百万人民币)

截至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,133.1	4,912.2	8,663.2	11,255.4	14,512.0
应收票据	1,184.5	1,122.7	1,291.1	1,484.8	1,707.5
应收账款	2,092.3	2,324.6	2,684.9	3,101.1	3,581.7
预付款项	250.6	455.2	523.5	602.1	692.4
其他应收	87.2	186.3	156.5	131.5	110.4
存货	523.0	636.6	732.1	841.9	968.2
应收利息	107.6	161.6	185.9	213.7	245.8
流动资产合计	9,378.4	11,393.2	14,237.2	17,630.4	21,818.0
固定资产	1,424.0	1,676.9	1,967.2	2,298.8	2,683.6
在建工程	346.2	797.1	996.3	1,215.5	1,458.6
无形资产	195.8	284.7	187.8	183.8	179.8
递延税所得资产	73.4	92.5	111.0	132.2	159.9
可供出售的金融资产及持有到期投资	78.9	81.0	85.9	91.1	96.5
长期股权投资	0.0	4.6	5.1	5.6	6.2
固定资产合计	2,118.3	2,936.8	3,353.4	3,928.0	4,584.6
应付票据	14.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	491.9	755.0	943.8	1,179.7	1,474.7
预收账款	113.4	151.9	189.8	237.3	296.6
应付薪酬	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
应交税费	223.1	306.5	383.2	479.0	598.7
其他应付款	200.6	151.3	166.5	183.1	201.4
其他流动负债	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	1,053.2	1,364.9	1,683.4	2,079.2	2,571.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延收益	85.8	90.8	104.4	120.1	138.1
非流动负债合计	85.8	90.8	104.4	120.1	138.1
权益	10,357.8	12,874.4	15,802.8	19,359.2	23,693.0
净资产	10,357.8	12,874.4	15,802.8	19,359.2	23,693.0

资料来源:公司、交银国际预测

现金流量表(百万人民币)

年结12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售商品、提供劳务收到的现金	10,448.6	13,122.3	13,548.6	16,747.0	21,016.2
收到其他与经营活动有关的现金	153.7	138.4	389.1	493.7	636.4
经营活动现金流入小计	10,602.3	13,260.8	13,937.7	17,240.8	21,652.6
购买商品、接受劳务支付的现金	(1,194.4)	(1,518.9)	(1,936.1)	(2,387.5)	(3,030.1)
支付给职工以及为职工支付的现金	(1,086.0)	(1,404.1)	(1,200.0)	(1,200.0)	(1,200.0)
支付的各项税费	(1,739.0)	(2,062.7)	(2,602.0)	(5,509.5)	(8,355.1)
支付其他与经营活动有关的现金	(4,305.6)	(5,682.4)	(3,744.3)	(4,630.5)	(4,731.0)
经营活动现金流出小计	(8,325.0)	(10,668.1)	(9,482.4)	(13,727.5)	(17,316.2)
经营活动产生的现金流量净额	2,277.3	2,592.6	4,455.3	3,513.3	4,336.4
投资活动现金流入小计	151.5	4.3	42.8	47.3	51.4
投资活动现金流出小计	(621.7)	(2,653.9)	(449.8)	(607.4)	(691.3)
投资活动产生的现金流量净额	(470.2)	(2,649.6)	(407.0)	(560.1)	(639.9)
筹资活动现金流入小计	18.5	14.2	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流出小计	(150.8)	(209.1)	(297.2)	(361.0)	(439.9)
筹资活动产生的现金流量净额	(132.2)	(194.9)	(297.2)	(361.0)	(439.9)
年内现金及其等价物增加净额	1,684.1	(251.9)	3,751.1	2,592.2	3,256.6
年初现金及现金等价物	3,449.0	5,133.1	4,912.2	8,663.2	11,255.4
汇率变动	9.2	30.9	0.0	0.0	0.0
年终现金及现金等价物	5,142.4	4,912.2	8,663.2	11,255.4	14,512.0

财务比率

年结12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率					
收入(%)	25.0	19.1	22.0	23.6	25.5
毛利(%)	29.4	21.6	20.8	23.6	25.2
股东纯利(%)	43.3	19.2	20.9	21.4	21.9
毛利率(%)	85.3	87.1	86.2	86.2	86.0
净利率(%)	23.3	23.3	23.1	22.7	22.1
流动比率(%)	890.5	834.7	845.8	847.9	848.4
资产回报率(%)	18.9	18.1	17.8	17.6	17.5
权益回报率(%)	21.0	20.1	19.8	19.6	19.5
每股账面值(人民币元)	3.6	4.5	4.6	5.7	7.0
每股股息(人民币元)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

交銀國際
 上环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 17 楼 1701 室

总机: +852 2297 9888

传真: +852 2766 3183

www.bocomgroup.com**评级定义****公司评级**

买入: 预期股价于 12 个月内上升超过 20%

长线买入: 预期股价于 12 个月以上时间上升超过 20%

中性: 预期股价波幅在±20%之间

沽出: 预期股价于 12 个月内下跌超过 20%

行业评级

领先: 预期行业指数于 12 个月内超过大市涨幅 10%以上

同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间

落后: 预期行业指数于 12 个月内落后大市涨幅 10%以上

研究团队**研究部主管**

洪灏 CFA	(852) 3766 1802	hao.hong	@bocomgroup.com
--------	-----------------	----------	-----------------

宏观策略

洪灏 CFA	(852) 3766 1802	hao.hong
谭淳	(852) 3766 1825	karen.tan
华斯扬 CFA	(852) 3766 1837	grace.hua

银行/非银金融

李珊珊 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8058	lishanshan
万丽 CFA, FRM	(86) 10 8800 9788 - 8051	wanli
韩嘉楠	(852) 3766 1858	hannah.han
张雨琦	(852) 3766 1850	yufan.zhang

消费

王惟颖 CFA	(852) 3766 1808	summer.wang
---------	-----------------	-------------

环保服务

郑民康	(852) 3766 1810	wallace.cheng
-----	-----------------	---------------

文旅博彩

刘雅瀚 CFA, FRM	(852) 3766 1807	alfred.lau
--------------	-----------------	------------

医药生物

李博	(852) 3766 1811	david.li
----	-----------------	----------

研究部副主管

郑碧海 CFA	(852) 3766 1809	geoffrey.cheng	@bocomgroup.com
---------	-----------------	----------------	-----------------

互联网

马原 PhD	(86) 10 8800 9788 - 8039	yuan.ma
谷馨瑜 CPA	(86) 10 8800 9788 - 8045	connie.gu
孙梦琪	(86) 10 8800 9788 - 8048	mengqi.sun
周喆	(86) 10 8800 9788 - 8041	zhe.zhou
单颖	(86) 10 8800 9788 - 8044	ying.shan

房地产

刘雅瀚 CFA, FRM	(852) 3766 1807	alfred.lau
谢骥聪 CFA, FRM	(852) 3766 1815	philip.tse
黄子嘉	(852) 3766 1830	carmen.wong

新能源

孙胜权	(86) 21 6065 3606	louis.sun
-----	-------------------	-----------

科技

严司政	(852) 3766 1803	christopher.yim
-----	-----------------	-----------------

交通运输及工业

郑碧海 CFA	(852) 3766 1809	geoffrey.cheng
周云飞	(852) 3766 1816	fay.zhou

汽车及军工

陈庆	(86) 21 6065 3601	angus.chan
----	-------------------	------------

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及 ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行之者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司和中原银行股份有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。