

收盘价：人民币 63.63

潜在上升空间：+12.6%

目标价：人民币 71.67 个

医药生物行业

恒瑞医药 (600276.SH)

业绩增速持续加快，研发回报渐行渐近

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	13,587.1	16,752.8	20,875.8
同比增长(%)	25.0	19.1	22.5	23.3	24.6
归属股东纯利 (百万人民币)	2,171.6	2,589.0	3,142.7	3,826.4	4,679.5
每股盈利 (人民币)	0.77	0.92	1.12	1.36	1.66
每股盈利增长 (%)	43.3	19.2	21.4	21.8	22.3
市盈率 (x)	70.1	58.8	57.0	46.8	38.3
市账率 (x)	15.0	12.1	11.5	9.3	7.6
股息率 (%)	0.18	0.25	0.17	0.20	0.25

资料来源：公司数据、交银国际预测

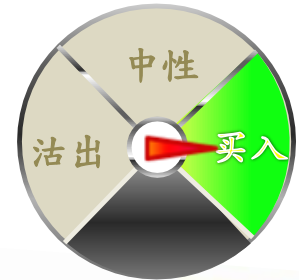
● **前三季度收入超百亿，业绩超出我们预期。**恒瑞医药公布 2017 年 3 季度业绩。2017 年 1-3 季度营业收入 100.7 亿元（人民币，下同），同比上升 21.8%，归属股东净利润 23.3 亿元，同比上升 20.7%，扣除非经常性损益后，公司净利润 23.26 亿元，同比上升 20.11%。公司 3 季度实现营业收入 37.2 亿元，归属母公司净利润 7.5 亿元，同比增速分别为 24.7%和 22.8%，业绩超出我们预期。

● **优质品种放量，收入利润增长持续加速。**我们认为，公司收入和利润增速加快主要由于：1) 阿帕替尼销售继续高增长。阿帕替尼于 7 月经医保谈判纳入国家医保目录，如我们此前分析，医保支付价格下降 35.8%，我们认为 17 年下半年开始阿帕替尼将实现以价换量带来的销售额快速提升，预计全年销售收入同比可能实现翻倍增长。2) 麻醉药板块右美纳入医保范围，临床优质品种开始放量。3) 造影剂领域碘克沙醇等新品种前三季度增速保持在 30%以上。4) 海外环磷酰胺销售保持稳定增长，七氟烷等新获批品种开始贡献收入。公司自 16 年 4 季度以来，收入和净利润增速持续加快（图表 1 和 2），我们认为这显示出公司创新药无论销量和销售结构均比去年同期呈现更加优异表现。

● **吡咯替尼获优先审评，研发回报渐行渐近。**报告期内公司重磅品种吡咯替尼上市申请获得国家药监局（CFDA）优先审评。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，临床适应症包括 Her-2 阳性及转移性乳腺癌，针对晚期胃癌的临床试验处于早期阶段。公开数据显示，吡咯替尼在与拉帕替尼头对头对比的 II 期临床试验中显示出明显优越性。我们预计其适应症范围有望进一步扩大，市场空间超过百亿。在目前 CFDA 支持创新药的环境下，我们认为该品种有望于 18 年上半年获批，成为接棒阿帕替尼的又一重磅品种。此外，公司报告期内还公告了贝伐珠单抗、盐酸伊立替康脂质体、甲苯磺酸瑞马唑仑、海曲泊帕等一系列抗肿瘤、麻醉、免疫等刚需领域原创新药的临床进展，我们预计在目前鼓励创新的环境下，公司高品质的研发实力即将收获高回报。

● **海外捷报频传，制剂出口已成梯队。**报告期内公司多西他赛注射液新增三种规格的新药简略申请（ANDA）获美国 FDA 批准，吸入用地氟烷获得英国、德国以及荷兰的上市许可。彭博数据显示，环磷酰胺 8 月海外收入环比增长 15.2%。我们预计 14 年获批上市的七氟烷也逐渐在欧洲实现收入贡献，公司在肿瘤、麻醉领域的制剂出口已形成产品线梯队。

● **研发价值不断兑现，上调目标价至 71.67 元。**我们认为，公司现有品种在所处领域竞争能力强，具有阿帕替尼、右美等多个现金牛品种；吡咯替尼等在研品种针对临床刚性需求，市场空间大且上市后与现有管线协同性强，具有快速变现能力。此外，制剂出口获批品种不断增多，海外销售即将多点开花，成为公司未来业绩重要的驱动力。我们认为公司拥有优秀的产品线布局和优质资产，理应享有一定的市场溢价，预计公司 2017/18 年净利润增速分别为 21.4%/21.8%，上调每股盈利至 1.12/1.36 元。我们上调公司 12 个月目标价 71.67 元，对应 2018/19 年市盈率分别为 52.8 倍/43.1 倍，维持“买入”评级。



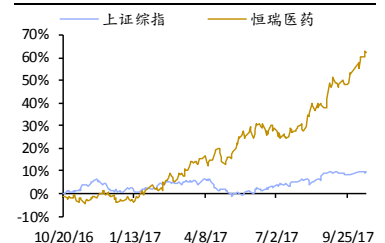
- 恒瑞医药前三季度收入超百亿，业绩超出我们预期。旗下优质品种放量，收入利润增长持续加速。
- 公司重磅品种吡咯替尼获优先审评，研发回报渐行渐近。报告期内公司多个品种海外获批。
- 我们看好公司在研品种变现能力，上调公司目标价至 71.67 元，维持“买入”评级。

股份资料

52 周高位 (元)	63.95
52 周低位 (元)	37.25
市值 (百万元)	179238.27
发行股数 (百万)	2816.88
日成交量 (百万)	6.99
1 个月内变化 (%)	8.58
年初至今变化 (%)	67.82
50 天平均价 (元)	56.70
200 天平均价 (元)	47.92
14 天强弱指数	76.83

资料来源：公司数据、彭博

个股 1 年走势图

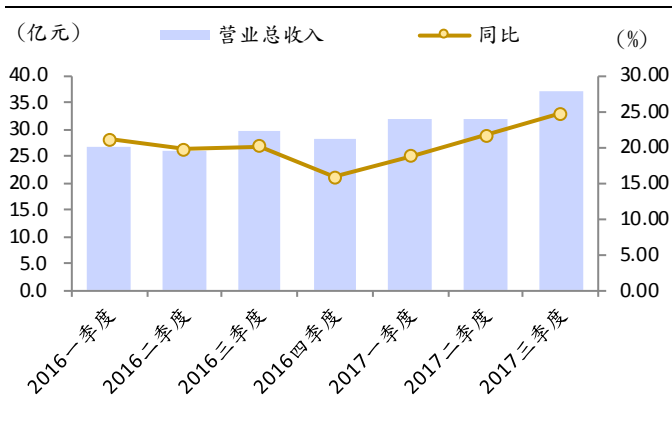


资料来源：公司数据、彭博

赵心怡

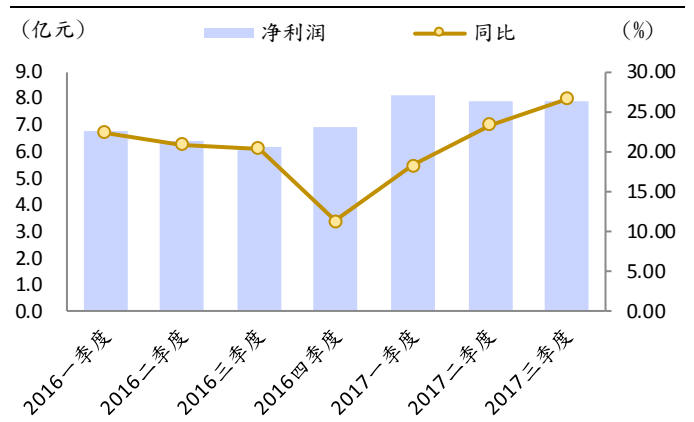
Grace.zhao@bocomgroup.com
电话: (86) 21 6065 3611

图表 1 公司单季度收入及同比增速 (百万人民币)



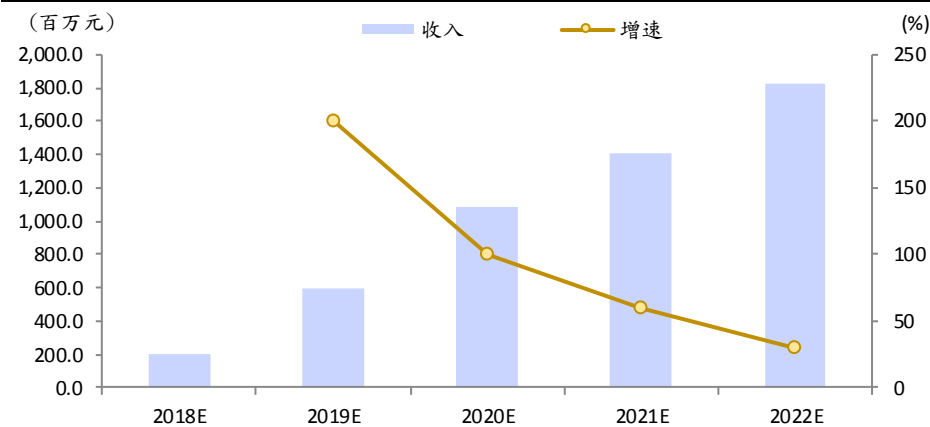
资料来源：公司数据，交银国际

图表 2: 公司单季度净利润及同比增速 (百万人民币)



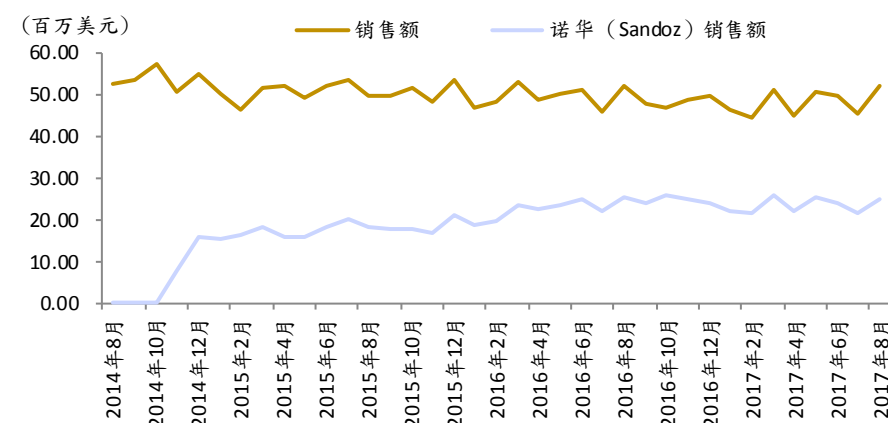
资料来源：公司数据，交银国际

图表 3: 公司吡咯替尼收入预测



资料来源：交银国际预测

图表 4: 公司环磷酰胺海外销售情况



资料来源：彭博，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)

年结 12月 31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,133.1	4,912.2	8,676.1	11,293.3	14,595.7
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	14,250.1	17,668.3	21,901.7
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	133.2	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	15,816.6	19,401.1	23,785.7
净资产	10,357.8	12,874.4	15,816.6	19,401.1	23,785.7

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	13,600.7	16,768.5	20,893.8
收到其他与经营活动有关的现金	153.7	138.4	390.1	545.9	642.6
经营活动现金流入小计	10,602.3	13,260.8	13,990.8	17,314.3	21,536.4
购买商品、接受劳务支付的现金	(1,194.4)	(1,518.9)	(1,970.5)	(2,474.2)	(3,075.6)
支付给职工以及为职工支付的现	(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)	(2,608.5)	(5,468.6)	(8,142.0)
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)	(9,523.3)	(13,773.3)	(17,148.5)
经营活动产生的现金流量净额	2,277.3	2,592.6	4,467.5	3,541.1	4,387.9
投资活动现金流入小计	151.5	4.3	45.8	50.6	55.8
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)	(404.0)	(556.8)	(635.5)
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)	(298.6)	(363.8)	(445.1)
筹资活动产生的现金流量净额	(132.2)	(194.9)	(298.6)	(363.8)	(445.1)
年内现金及其等价物增加净额	1,684.1	(251.9)	3,764.8	2,620.4	3,307.4
年初现金及现金等价物	3,449.0	5,133.1	4,912.2	8,677.0	11,297.4
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	8,677.0	11,297.4	14,604.8

财务比率

年结 12月 31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率					
收入 (%)	25.0	19.1	22.5	23.3	24.6
毛利 (%)	29.4	21.6	21.0	22.9	24.6
股东纯利 (%)	43.3	19.2	21.4	21.8	22.3
毛利率 (%)	85.3	87.1	86.0	85.7	85.7
净利率 (%)	23.3	23.3	23.1	22.9	22.4
流动比率 (%)	890.5	834.7	846.6	850.0	852.1
资产回报率 (%)	18.9	18.1	17.9	17.7	17.7
权益回报率 (%)	21.0	20.1	19.9	19.7	19.7
每股账面值 (人民币)	3.6	4.5	5.5	6.8	8.4
每股股息 (人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

交銀國際

 香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: +852 3766 1899

传真: +852 2107 4662

www.bocomgroup.com

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。**中性：**预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。**沽出：**预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。无评级：对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。**交易性买入：**预期个股短期内的**绝对回报非常有吸引力**。本评级或与针对未来 12 个月的评级有所不同。**交易性沽出：**预期个股短期内的**绝对回报非常不具吸引力**。本评级或与针对未来 12 个月的评级有所不同。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。**同步：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标杆指数**一致**。**落后：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标杆指数为**MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股 50 (美元) 指数**。

研究团队

研究部主管

@bocomgroup.com

洪灏 CFA (852) 3766 1802 hao.hong

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

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

赵心怡 (86) 21 6065 3611 grace.zhao

研究部副主管

@bocomgroup.com

郑碧海 CFA (852) 3766 1809 geoffrey.cheng

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、中原银行股份有限公司和四川能投发展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。