

恒瑞医药(600276)

推出限制性股票激励计划，业绩承诺高彰显公司发展雄心

买入(维持)

2017年11月2日

证券分析师 全铭

S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,093.7	13,401.2	16,227.5	19,778.1
同比(%)	19.1%	20.8%	21.1%	21.9%
净利润(百万元)	2,589.0	3,156.3	3,805.6	4,624.1
同比(%)	19.2%	21.9%	20.6%	21.5%
ROE(%)	20.9%	20.6%	20.2%	20.0%
每股收益(元)	1.10	1.12	1.35	1.64
P/E	75.2	61.6	51.1	42.1
P/B	15.7	12.7	10.3	8.4

投资要点

一、事件:

公司公布2017年度限制性股票激励计划(草案),拟向激励对象定向发行股票(不超过1896.80万股),授予价格为每股33.22元,激励计划有效期为48个月。

二、我们的观点:

推出限制性股票激励计划，业绩承诺稳健高速，彰显公司发展雄心

本次激励计划实施的主要目的，是公司进一步建立、健全公司经营机制，改善公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术人员、骨干业务人员和关键岗位人员激励约束机制，充分调动其积极性，同时也有利于吸引和保留优秀的管理人才和技术(业务)骨干，满足公司对核心技术人才和管理人才的巨大需求，进一步激发公司创新活力。

1. 首次授予的激励对象范围扩

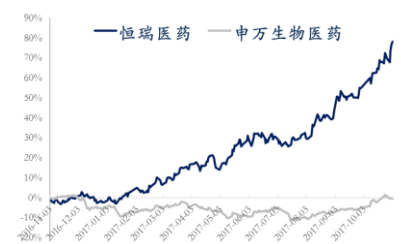
本计划首次授予的激励对象总人数为573人，占公司截至2017年9月30日在册员工总人数15,152人的3.78%，激励中层管理人员、核心技术及骨干业务成员共计555人，有助于提升基层工作人员积极性。

图表1: 恒激励对象分布及分配情况

	股票数量 (万股)	占授予总量的 比例	占当前总股本 比例
周云曙、蒋新华等公司高管(共18人)	292	15.39%	0.10%
中层管理人员、核心技术人员、骨干业务人员和关键岗位人员(含控股子公司)(共计555人)	1,304.80	68.79%	0.46%
预留部分	300	15.82%	0.11%
合计	1,896.80	100%	0.67%

资料来源:公司公告,东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.07
一年最低/最高价	37.16/70.44
市净率(倍)	13.49
流通A股市值 (亿元)	1,945

基础数据

每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	9.38
总股本(百万股)	2,817
流通A股(百万股)	2,816

相关研究

1. 公司业绩符合预期，加大研发力度提升公司产品线竞争力 -20170830
2. 恒瑞医药(600276)事件点评:卡泊芬净获批在英国、德国上市 -20170316

本次激励计划的有效期为 48 个月，激励对象获授的限制性股票适用不同的限售期，分别为 12 个月、24 个月和 36 个月。

图表 2: 限制性股票的解除限售时间安排

解除限售安排	解除限售时间（自限制性股票登记完成之日起）	可解除限售数量占限制性股票总量比例
第一次解除限售	12 个月后的首个交易日起至 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二次解除限售	24 个月后的首个交易日起至 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三次解除限售	36 个月后的首个交易日起至 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

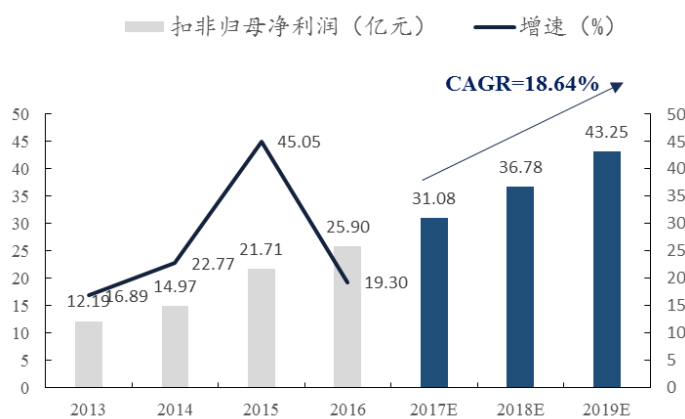
本激励计划首次授予的限制性股票授予价格为每股 33.22 元，业绩考核目标 2017-2019 年扣除非经常性损益的归属于上市公司股东的净利润较 2016 年增长率分别不低于 20%、42%、67%，未来三年复合增速为 18.64%，展现了公司对于自身业务发展稳定高增长的信心。

图表 3: 各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核指标
第一次解除限售	公司 2017 年实现的净利润较 2016 年增长率不低于 20%
第二次解除限售	公司 2018 年实现的净利润较 2016 年增长率不低于 42%。
第三次解除限售	公司 2019 年实现的净利润较 2016 年增长率不低于 67%。

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 4: 根据业绩考核指标未来三年业绩复合增速不低于 18.64%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5: 2017-2020 年限制性股票成本摊销情况

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	合计
各年摊销限制性股票费用 (万元)	1,889.94	21,253.60	5,209.50	1,124.16	29,477.20

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

若激励对象全额认购本激励计划首次授予的 1,596.80 万股限制性股票, 则公司将向激励对象发行 1,596.80 万股本公司股份, 所募集资金为 53,045.70 元, 该部分资金公司计划全部用于补充公司流动资金。

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 134.01 亿元、162.28 亿元和 197.78 亿元, 归属母公司净利润为 31.56 亿元、38.06 亿元和 46.24 亿元, EPS 分别为 1.12 元、1.35 元、1.64 元, 对应 PE 为 61.6X、51.1X、42.1X。我们认为, 公司创新药品逐渐发力, 同时医保目录调整以及药品招标将为公司药品带来放量, 制剂出口业务稳定提升, 丰富的品种储备以及大比例的研发投入为公司持续发展提供源源不断的动力。因此, 我们维持“买入”评级。

四、风险提示:

公司药品招标低于预期; 药品审评审批进度低于预期; 研发管线进度低于预期; 制剂出口低于预期。

恒瑞医药三大财务预测表 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11393.2	14392.8	19117.6	23578.1	营业收入	11093.7	13401.2	16227.5	19778.1
现金	4912.2	6973.2	10313.9	13252.5	营业成本	1434.6	1487.5	1849.9	2296.2
应收票据&账款	3447.3	4675.4	5160.4	6827.5	营业税金及附加	202.7	244.8	296.4	361.3
其它应收款	347.9	307.7	486.2	481.5	营业费用	4351.6	5293.5	6409.9	7812.4
预付账款	455.2	276.7	633.5	496.3	管理费用	2266.4	2747.2	3326.6	4054.5
存货	636.6	565.7	929.5	926.5	财务费用	-165.9	-154.2	-215.0	-285.6
其他	1594.0	1594.0	1594.0	1594.0	资产减值损失	(5.2)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
非流动资产	2936.8	2526.7	2116.6	1708.8	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	14.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	1676.9	2097.3	1720.7	1344.1	营业利润	3024.3	3787.5	4564.8	5544.5
无形资产	284.7	253.5	222.4	191.2	营业外损益	(11.1)	(9.3)	(9.3)	(9.3)
其他	975.2	175.9	173.5	173.5	利润总额	3013.2	3778.2	4555.4	5535.2
资产总计	14330.1	16919.5	21234.2	25287.0	所得税	379.0	566.7	683.3	830.3
流动负债	1364.9	980.3	1709.1	1404.8	净利润	2634.2	3211.5	3872.1	4704.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	45.2	55.2	66.5	80.8
应付账款	755.0	552.5	1073.6	944.7	归属母公司净利润	2589.0	3156.3	3805.6	4624.1
其他	609.8	427.8	635.5	460.0	EBITDA	3142.5	4059.8	4776.3	5683.0
非流动负债	90.8	90.8	90.8	90.8	EPS (元)	1.10	1.12	1.35	1.64
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	90.8	90.8	90.8	90.8					
负债合计	1455.7	1071.0	1799.9	1495.6	主要财务比率				
发行在外股本	2347.5	2816.9	2816.9	2816.9	营业收入增速	19.1%	20.8%	21.1%	21.9%
少数股东权益	486.4	541.6	608.1	688.9	归母公司净利润增速	19.2%	21.9%	20.6%	21.5%
归属母公司股东权益	12388.0	15306.8	18826.2	23102.5	毛利率	87.1%	88.9%	88.6%	88.4%
负债和股东权益	14330.1	16919.5	21234.2	25287.0	净利率	23.7%	24.0%	23.9%	23.8%
					ROE	20.9%	20.6%	20.2%	20.0%
现金流量表					ROIC	48.4%	38.9%	41.6%	48.8%
经营活动现金流	2592.6	2172.7	3440.4	3029.2	资产负债率	10.2%	6.3%	8.5%	5.9%
折旧摊销	255.4	415.3	415.3	413.0	总资产周转率	0.77	0.79	0.76	0.78
营运资金变动	99.1	3384.2	3996.0	4764.9	P/E	75.2	61.6	51.1	42.1
投资活动现金流	-2649.6	-7.9	-7.9	-7.9	P/B	15.7	12.7	10.3	8.4
筹资活动现金流	-194.9	-103.7	-91.8	-82.7	EV/EBITDA	50.2	46.4	38.7	32.0
现金净增加额	-221.0	2061.1	3340.7	2938.6	每股净资产(元)	5.28	5.43	6.68	8.20

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

