

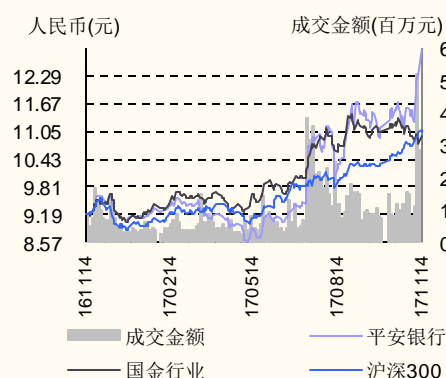
恒瑞医药 (600276.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 73.77 元
目标价格 (人民币): 88.75-92.30 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,816.88
总市值(百万元)	208,964.45
年内股价最高最低(元)	78.07/46.98
沪深 300 指数	4016.46
上证指数	3254.53



国内外仿制药双双落地, 创新药呼之欲出

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	1.334	1.687	2.169
每股净资产(元)	5.08	5.28	6.48	8.05	10.09
每股经营性现金流(元)	1.16	1.10	1.78	1.72	1.60
市盈率(倍)	66.46	66.89	55.28	43.73	34.01
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%	20.99%	26.41%	28.57%
净资产收益率(%)	21.87%	20.90%	20.58%	20.97%	21.49%
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

近日, 在国内仿制药市场, 公司连续获得苯磺顺阿曲库铵注射液首仿生产批件以及帕立骨化醇注射液首仿生产批件; 在海外市场, 公司获得 FDA 批准的吸入用地氟烷 ANDA 批文。另外, 公司创新药品种马来酸吡咯替尼以 II 期临床数据申报生产, 并进入优先审评, 有望 2018 年获批上市。

点评分析

- **苯磺顺阿曲库铵和帕立骨化醇注射剂获批, 仿制药产品线再添新秀:** 顺苯磺酸阿曲库铵是一种神经肌肉阻滞剂, 它是中效的、非去极化的、具异喹啉鎓苄酯结构的骨骼肌松弛剂。根据样本医院数据, 全球销售额约 2.9 亿美金, 美国原研品种销售额约 3000 万美金, 中国市场该品种销售额约 16 亿人民币, 公司首仿, 前景较广。帕立骨化醇是一种合成的、有生物活性的、侧链(D2)和 A 环(19-去甲)修饰的维生素 D 骨化三醇类似物, 适用于预防和治疗与 5 期慢性肾病(CKD)相关的继发性甲状旁腺功能亢进症。美国市场历史销售峰值约达 7.2 亿美金, 公司国内首仿, 目前在研或待批公司约 5 家。
- **吸入式地氟烷获 FDA 批准上市, 公司制剂出口第 11 个 ANDA 批文, 国际化稳步推进:** 地氟烷吸入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。目前, 美国市场仅原研百特一家的吸入式地氟烷在售, 根据终端样本医院数据, 美国整体市场 2016 年约 1.5 亿美金, 公司是海外第一家获得吸入式地氟烷 ANDA 批文的公司, 未来预计有望与百特分享 1.5 亿美金的市场, 前景较好。
- **吡咯替尼 II 期临床数据报产, 优先审评, 有望今年获批上市:** 去年 8 月, 公司马来酸吡咯替尼片的上市申请获 CDE 承办, 并进入优先审评通道。吡咯替尼是公司自主研发的 1.1 类 EGFR/HER-2 靶点抑制剂, 目前临床适应症为转移性乳腺癌。II 临床数据优异, mPFS 可达 18.1 个月。有望 III 期临床在做同时获批上市, 我们预计吡咯替尼销售峰值可超 20 亿元。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司国内外优质仿制药陆续获批, 以及创新药稳步推进上市销售, 我们维持公司“买入”评级, 并上调公司盈利预测。我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.33/1.69/2.17 元, 对应 PE 分别为 55.5/43.7/34.0 倍。

风险提示

- 国产仿制药招标价格存在不确定性, 有降价风险; 创新药后续研发进展存在不确定性, 可能不达预期; 海外仿制药及创新药品种获批存在不确定性。

相关报告

- 1.《创新药布局继续加强, ANDA 批文稳步推进-恒瑞医药公司点评》, 2017.4.20
- 2.《业绩基本符合预期, 创新和海外业绩支撑未来-恒瑞医药公司点评》, 2017.3.15

王麟 联系人
wang_lin@gjzq.com.cn

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,452	9,316	11,094	13,234	16,197	20,088	货币资金	3,449	5,133	4,912	8,049	11,008	13,550
增长率		25.0%	19.1%	19.3%	22.4%	24.0%	应收账款	2,945	3,364	3,634	4,673	5,056	7,056
主营业务成本	-1,313	-1,372	-1,435	-1,624	-1,938	-2,325	存货	551	523	637	646	777	929
%销售收入	17.6%	14.7%	12.9%	12.3%	12.0%	11.6%	其他流动资产	255	358	2,211	292	688	488
毛利	6,139	7,944	9,659	11,610	14,259	17,762	流动资产	7,200	9,378	11,393	13,660	17,528	22,023
%销售收入	82.4%	85.3%	87.1%	87.7%	88.0%	88.4%	%总资产	79.2%	81.6%	79.5%	80.3%	82.4%	84.1%
营业税金及附加	-133	-156	-203	-242	-296	-368	长期投资	5	79	81	81	81	81
%销售收入	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	1,624	1,770	2,474	2,904	3,301	3,735
营业费用	-2,844	-3,525	-4,352	-5,201	-6,317	-7,734	%总资产	17.9%	15.4%	17.3%	17.1%	15.5%	14.3%
%销售收入	38.2%	37.8%	39.2%	39.3%	39.0%	38.5%	无形资产	200	196	289	280	270	260
管理费用	-1,464	-1,843	-2,266	-2,660	-3,256	-4,018	非流动资产	1,887	2,118	2,937	3,351	3,742	4,164
%销售收入	19.6%	19.8%	20.4%	20.1%	20.1%	20.0%	%总资产	20.8%	18.4%	20.5%	19.7%	17.6%	15.9%
息税前利润 (EBIT)	1,699	2,420	2,838	3,507	4,390	5,643	资产总计	9,087	11,497	14,330	17,010	21,270	26,187
%销售收入	22.8%	26.0%	25.6%	26.5%	27.1%	28.1%	短期借款	0	10	0	0	0	0
财务费用	81	148	166	149	219	282	应付款项	550	820	1,058	943	1,252	1,352
%销售收入	-1.1%	-1.6%	-1.5%	-1.1%	-1.4%	-1.4%	其他流动负债	164	223	307	212	438	369
资产减值损失	-7	-7	5	0	0	0	流动负债	715	1,053	1,365	1,155	1,689	1,721
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	15	0	0	0	其他长期负债	72	86	91	96	94	95
%税前利润	0.0%	n.a	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	797	1,139	1,456	1,251	1,783	1,816
营业利润	1,772	2,559	3,024	3,656	4,609	5,926	普通股股东权益	7,934	9,931	12,388	15,219	18,887	23,691
营业利润率	23.8%	27.5%	27.3%	27.6%	28.5%	29.5%	少数股东权益	355	426	486	540	600	680
营业外收支	27	3	-11	-11	-11	-11	负债股东权益合计	9,087	11,497	14,330	17,010	21,270	26,187
税前利润	1,800	2,562	3,013	3,645	4,598	5,915							
利润率	24.1%	27.5%	27.2%	27.5%	28.4%	29.4%	比率分析						
所得税	-227	-338	-379	-458	-578	-744		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	12.6%	13.2%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	每股指标						
净利润	1,573	2,224	2,634	3,186	4,020	5,171	每股收益	1.008	1.110	1.103	1.334	1.687	2.169
少数股东损益	57	52	45	54	60	80	每股净资产	5.272	5.076	5.277	6.483	8.046	10.092
归属于母公司的净利润	1,516	2,172	2,589	3,132	3,960	5,091	每股经营现金净流	1.046	1.164	1.104	1.779	1.723	1.596
净利率	20.3%	23.3%	23.3%	23.7%	24.4%	25.3%	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%	20.58%	20.97%	21.49%
							总资产收益率	16.68%	18.89%	18.07%	18.42%	18.62%	19.44%
							投入资本收益率	17.89%	20.26%	19.27%	19.46%	19.70%	20.24%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.14%	25.01%	19.08%	19.29%	22.39%	24.02%
							EBIT增长率	18.92%	42.49%	17.28%	23.55%	25.19%	28.54%
							净利润增长率	22.41%	43.28%	19.22%	20.99%	26.41%	28.57%
							总资产增长率	25.85%	26.52%	24.64%	18.70%	25.04%	23.12%
							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	51.5	45.0	38.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-41.48%	-49.46%	-38.15%	-51.08%	-56.49%	-55.60%
							EBIT利息保障倍数	-21.1	-16.3	-17.1	-23.5	-20.0	-20.0
							资产负债率	8.77%	9.91%	10.16%	7.36%	8.38%	6.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	3	13	19	41
增持	6	8	17	18	38
中性	1	1	2	4	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.89	1.83	1.66	1.63	1.59

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。

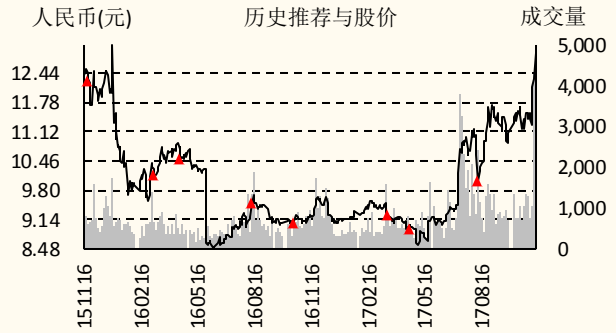
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-04-26	买入	46.52	60.00~60.00
2	2017-03-15	买入	50.76	58.40~60.00
3	2017-04-20	买入	55.78	60.00

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH