

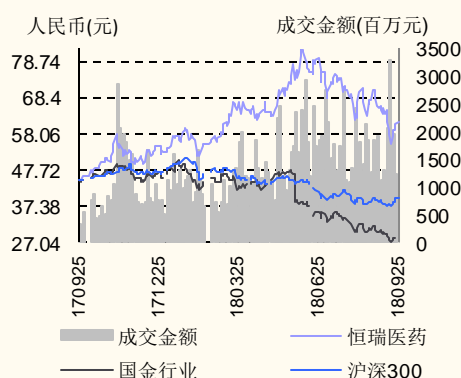
恒瑞医药 (600276.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 61.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	3,661.95
总市值 (百万元)	226,470.21
年内股价最高最低 (元)	82.41/44.62
沪深 300 指数	3379.80
上证指数	2781.14



白蛋白紫杉醇顺利上市, 新品 PD-1 获批在即

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	1.103	1.142	1.060	1.360	1.720
每股净资产 (元)	5.28	5.43	6.75	8.39	10.50
每股经营性现金流 (元)	1.10	0.90	1.21	1.77	1.99
市盈率 (倍)	55.76	53.86	58.00	45.22	35.75
净利润增长率 (%)	19.22%	24.25%	21.40%	28.26%	26.49%
净资产收益率 (%)	20.90%	20.93%	20.42%	21.08%	21.31%
总股本 (百万股)	2,347.46	2,816.88	3,682.44	3,682.44	3,682.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 近日, 公司注射用紫杉醇 (白蛋白结合型) 获得国家药监局批准上市, 成为国产第二家注射用紫杉醇 (白蛋白结合型) 上市的公司。

点评

- 白蛋白紫杉醇潜在市场空间较大, 公司该品种预计已通过一致性评价:** 白蛋白紫杉醇是一种抗微管药物, 国家药监局批准用于治疗联合化疗失败的转移性乳腺癌或辅助化疗后 6 个月内复发的乳腺癌, FDA 已经批准适应症包括肺癌、乳腺癌、以及胰腺癌等适应症。根据样本医院终端数据, 我们预计 2017 年该品种全球销售额约 13 亿美金, 中国销售额约 3 亿元。目前国内已上市企业包括公司及石药集团, 另外有齐鲁、海正等企业处于审评审批阶段, 该品种已进入约 7 个省份医保目录, 预计该品种销售峰值超 10 亿元。
- 重磅新品吡咯替尼已经获批, PD-1 有望近期获批处于国产第一批次:** 公司乳腺癌小分子新药吡咯替尼 2017 年申报生产, 并进入优先审评, 该品种已于近期获批, 销售峰值有望达到 30 亿。另一重磅创新药品种 PD-1 目前申报生产并进入优先审评, 我们预计处于现场核查阶段, 有望下半年或明年上半年获批上市。目前国内已有两家外资 PD-1 获批上市, 国产申报生产的 PD-1 共四家 (恒瑞医药、君实生物、信达生物、百济神州), 公司是其中一家, 有望第一梯队获批上市
- 研发投入持续加大, 在研管线丰富, 未来可期:** 公司上半年研发投入约 9.95 亿元。目前公司 pipeline 中储备新药品种超 50 个, 包括 SHR-1316 (PD-L1)、SHR-A1403 (c-Met ADC)、SHR9146 (IDO)、SHR1459 (BTK) 等重磅品种。pipeline 围绕肿瘤、麻醉镇痛等多个领域, 国内外临床同步, 公司上半年获得国内外临床许可并开启 I 期临床的创新药品种约 11 个。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司股权激励费用等因素, 以及多个重磅新品近期上市, 我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06/1.36/1.72 元, 对应 PE 分别为 58.0/45.2/35.8 倍。考虑到公司长期价值, 我们给予“买入”评级。

风险提示

- 国产仿制药价格存在不确定性, 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; 进口抗癌药零关税进入中国, 对国内创新药行业的影响存在不确定性; 重磅新品上市预计不及预期, 或上市后销售不达预期。

相关报告

- 《公司业绩符合预期, 重磅新药获批在即-《2018-08-09 公...》, 2018.8.9
- 《公司收入符合预期, 重磅新品逐步上市-恒瑞医药公司点评》, 2018.4.27
- 《公司业绩符合预期, 研发持续投入未来可期-恒瑞医药公司点评》, 2018.4.16
- 《国内外仿制药双双落地, 创新药呼之欲出-恒瑞医药公司点评》, 2018.3.4

王麟

联系人
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	9,316	11,094	13,836	17,129	21,068	26,151	货币资金	5,133	4,912	4,267	6,908	10,736	14,995
增长率		19.1%	24.7%	23.8%	23.0%	24.1%	应收账款	3,364	3,634	4,410	5,178	6,213	7,809
主营业务成本	-1,372	-1,435	-1,850	-2,261	-2,676	-3,102	存货	523	637	790	893	1,044	1,218
%销售收入	14.7%	12.9%	13.4%	13.2%	12.7%	11.9%	其他流动资产	358	2,211	5,002	5,232	5,242	5,387
毛利	7,944	9,659	11,986	14,868	18,392	23,048	流动资产	9,378	11,393	14,469	18,210	23,235	29,408
%销售收入	85.3%	87.1%	86.6%	86.8%	87.3%	88.1%	%总资产	81.6%	79.5%	80.2%	82.7%	84.7%	86.2%
营业税金及附加	-156	-203	-254	-314	-386	-479	长期投资	79	81	118	118	118	118
%销售收入	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	1,770	2,474	3,079	3,314	3,689	4,188
营业费用	-3,525	-4,352	-5,189	-6,440	-7,858	-9,676	%总资产	15.4%	17.3%	17.1%	15.0%	13.4%	12.3%
%销售收入	37.8%	39.2%	37.5%	37.6%	37.3%	37.0%	无形资产	196	289	285	291	297	303
管理费用	-1,843	-2,266	-2,953	-3,614	-4,382	-5,622	非流动资产	2,118	2,937	3,571	3,811	4,193	4,697
%销售收入	19.8%	20.4%	21.3%	21.1%	20.8%	21.5%	%总资产	18.4%	20.5%	19.8%	17.3%	15.3%	13.8%
息税前利润 (EBIT)	2,420	2,838	3,591	4,499	5,766	7,271	资产总计	11,497	14,330	18,039	22,022	27,428	34,106
%销售收入	26.0%	25.6%	26.0%	26.3%	27.4%	27.8%	短期借款	10	0	0	0	0	0
财务费用	148	166	37	56	88	129	应付款项	820	1,058	1,542	1,678	2,150	2,486
%销售收入	-1.6%	-1.5%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	223	307	508	551	726	950
资产减值损失	-7	5	-15	0	0	0	流动负债	1,053	1,365	2,050	2,229	2,876	3,436
公允价值变动收益	0	0	157	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	-3	15	39	28	33	31	其他长期负债	86	91	46	0	0	0
%税前利润	n.a	0.5%	1.0%	0.6%	0.6%	0.4%	负债	1,139	1,456	2,096	2,229	2,876	3,437
营业利润	2,559	3,024	3,808	4,583	5,887	7,430	普通股股东权益	9,931	12,388	15,368	19,125	23,765	29,732
营业利润率	27.5%	27.3%	27.5%	26.8%	27.9%	28.4%	少数股东权益	426	486	575	668	787	937
营业外收支	3	-11	-49	-19	-34	-27	负债股东权益合计	11,497	14,330	18,039	22,022	27,428	34,106
税前利润	2,562	3,013	3,759	4,564	5,853	7,404							
利润率	27.5%	27.2%	27.2%	26.6%	27.8%	28.3%	比率分析						
所得税	-338	-379	-466	-566	-726	-918		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	13.2%	12.6%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	每股指标						
净利润	2,224	2,634	3,293	3,998	5,127	6,485	每股收益	1.110	1.103	1.142	1.060	1.360	1.720
少数股东损益	52	45	76	93	119	150	每股净资产	5.076	5.277	5.425	6.751	8.390	10.496
归属于母公司的净利润	2,172	2,589	3,217	3,905	5,008	6,335	每股经营现金净流	1.164	1.104	0.898	1.213	1.767	1.988
净利率	23.3%	23.3%	23.2%	22.8%	23.8%	24.2%	每股股利	0.400	0.135	0.130	0.130	0.130	0.130
							回报率						
							净资产收益率	21.87%	20.90%	20.93%	20.42%	21.08%	21.31%
							总资产收益率	18.89%	18.07%	17.83%	17.73%	18.26%	18.57%
							投入资本收益率	20.26%	19.27%	19.73%	19.91%	20.57%	20.77%
							增长率						
							主营业务收入增长率	25.01%	19.08%	24.72%	23.80%	23.00%	24.12%
							EBIT增长率	42.49%	17.28%	26.49%	25.31%	28.15%	26.11%
							净利润增长率	43.28%	19.22%	24.25%	21.40%	28.26%	26.49%
							总资产增长率	26.52%	24.64%	25.88%	22.08%	24.55%	24.35%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	76.2	72.7	72.7	72.7	72.7	72.7
							存货周转天数	142.9	147.5	140.7	144.1	142.4	143.3
							应付账款周转天数	118.2	158.6	146.9	152.7	149.8	151.3
							固定资产周转天数	55.8	55.2	52.7	41.2	33.1	26.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-49.46%	-38.15%	-26.76%	-34.90%	-43.73%	-48.89%
							EBIT利息保障倍数	-16.3	-17.1	-98.0	-80.5	-65.4	-56.5
							资产负债率	9.91%	10.16%	11.62%	10.12%	10.49%	10.08%

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	1	11	30	35	78
增持	1	1	8	9	21
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	2	2	3
评分	1.50	1.08	1.39	1.36	1.34

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	2017-03-15	买入	50.89	58.40~60.00
2	2017-04-20	买入	54.97	60.00
3	2018-03-04	买入	73.77	88.75~92.30
4	2018-04-16	买入	81.08	92.30
5	2018-04-27	买入	83.77	N/A
6	2018-08-09	买入	62.64	N/A

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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