国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

医药/必需消费

恒瑞医药（600276）

阿帕替尼正式获批，迎来产品收获期

	丁丹（分析师）	胡博新（分析师）	杨松（研究助理）
	0755-23976735	0755-23976766	0755-23976734
	dingdan@gtjas.com	huboxin@gtjas.com	yangsong@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880514030007	S0880114080037

本报告导读：11 月 3 日，公司收到 1.1 类新药阿帕替尼的注册生产批件，十年磨一剑的重磅品种获批，公司迎来产品收获期。维持增持评级，维持目标价 45 元 。

投资要点：

- **阿帕替尼正式获批，维持增持评级。**公司历经十年研发的重磅 1.1 类新药甲磺酸阿帕替尼片正式获得《新药证书》及《药品注册批件》。考虑到公司已基本消化前期降价和极端招标政策影响，增长逐渐加速，且制剂出口也将逐步贡献利润，而阿帕替尼未来有望成为新的增长点，上调 2014-2016 EPS 至 1.00（上调 0.03，3%）、1.24（上调 0.07，6%）、1.51（上调 0.06，4%）元，维持增持评级，维持目标价 45 元。
- **十年磨一剑的重磅品种，意义重大。**本次阿帕替尼获批的是胃癌适应症（有 0.25g/0.375g/0.425 三种规格），预计潜在市场规模超过 10 亿元，产品获批后，如能顺利赶上新一轮招标，则有望加快成为新的利润增长点。此外作为公司创新研发的第一个小分子靶向药物，阿帕替尼获批意义重大，表明公司一贯坚守的研发策略是成功的，并将有力强化市场对公司将陆续收获更多重磅品种的预期。
- **后续新品种梯队丰富，出口业务静待突破。**除已经获批的阿帕替尼胃癌适应症，公司后续品种梯队也非常丰富。①长效 G-CSF（19k）已申报生产，有望 2015 年上半年获批，其潜在市场规模超过 15 亿元；②阿帕替尼（肝癌）、法米替尼、瑞格列汀、达托霉素、卡泊芬净、磺达肝癸等研发进展顺利，预计也将在逐步获批上市。③环磷酰胺目前正接受美国上市申请审批，预计获得上市销售许可后，公司将利用价格优势快速抢占市场，未来年贡献利润可能过亿。
- 风险提示：招标降价风险；新产品获批进度可能不达预期。

财务摘要（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,435	6,203	7,381	8,771	10,281
(+/-)%	*19%*	*14%*	*19%*	*19%*	*17%*
经营利润（EBIT）	1,238	1,428	1,756	2,180	2,656
(+/-)%	*20%*	*15%*	*23%*	*24%*	*22%*
净利润	1,077	1,238	1,502	1,862	2,268
(+/-)%	*23%*	*15%*	*21%*	*24%*	*22%*
每股净收益（元）	0.92	0.91	1.00	1.24	1.51
每股股利（元）	0.14	0.07	0.09	0.11	0.13

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率(%)	22.8%	23.1%	23.9%	24.9%	25.9%
净资产收益率(%)	20.7%	19.5%	19.4%	19.7%	19.7%
投入资本回报率(%)	21.5%	20.6%	21.4%	23.8%	26.2%
EV/EBITDA	38.1	32.6	27.9	22.5	18.5
市盈率	44.1	42.2	38.4	31.0	25.5
股息率 (%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	**45.00**
上次预测：	45.00
当前价格：	38.39
	2014.11.05

交易数据

52 周内股价区间（元）	29.06-40.44
总市值（百万元）	57,738
总股本/流通 A 股（百万股）	1,504/1,496
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	99%
日均成交量（百万股）	5.48
日均成交值（百万元）	198.33

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	7,501
每股净资产	4.99
市净率	7.7
净负债率	-41.05%

EPS（元）	2013A	2014E
Q1	0.27	0.29
Q2	0.20	0.22
Q3	0.21	0.24
Q4	0.23	0.26
全年	0.91	1.00

52周内股价走势图

升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	14%	37%
相对指数	1%	3%	24%

相关报告

《业绩稳健增长，阿帕替尼获批在即》2014.10.27

《阿帕替尼获批在即，迎来产品收获期》2014.10.22

《短期业绩略超预期，中长线新药收获在即》2014.08.17

《行业增长稳定,政策趋向温和》2014.05.20

《创新与国际化将启动增长第二季》

模型更新时间：2014.11.04

股票研究

必需消费

医药

恒瑞医药（600276）

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**45.00**
上次预测:	45.00
当前价格:	38.39

公司网址

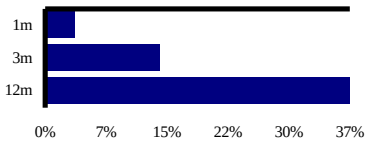
www.hrs.com.cn

公司简介

公司是国内最大的抗肿瘤药和手术用药的研究和生产基地，国内最具创新能力的大型制药企业之一，致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展，并逐步形成品牌优势。

公司在美国、上海和连云港建有四大研究中心和一个临床医学部，并建立了国家级企业技术中心和博士后科研工作站。

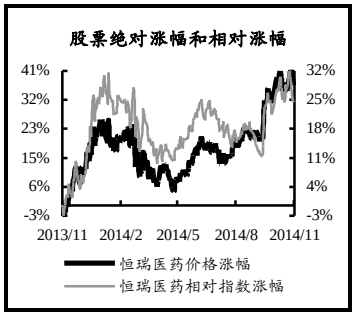
绝对价格回报（%）

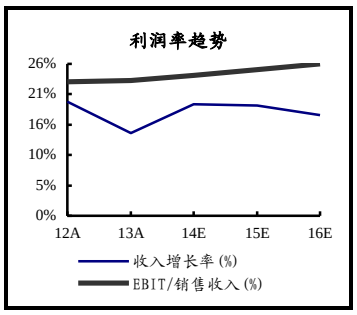


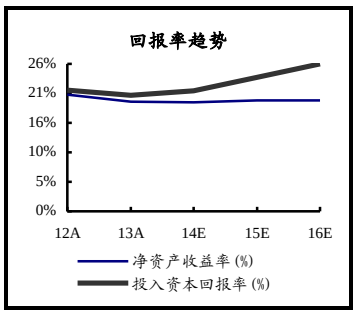
52 周价格范围	29.06-40.44
市值（百万）	57,738

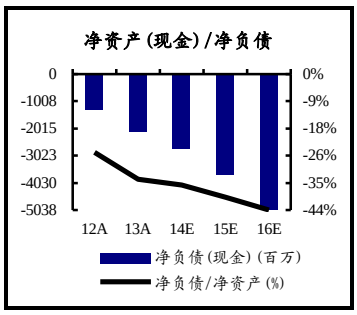
财务预测（单位：百万元）

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	**5,435**	**6,203**	**7,381**	**8,771**	**10,281**
营业成本	870	1,158	1,326	1,506	1,734
税金及附加	95	106	126	150	176
销售费用	2,340	2,355	2,764	3,240	3,767
管理费用	892	1,156	1,409	1,695	1,948
EBIT	**1,238**	**1,428**	**1,756**	**2,180**	**2,656**
公允价值变动收益	45	-3	-3	-3	-3
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	16	25	36	48	65
营业利润	**1,300**	**1,451**	**1,789**	**2,226**	**2,719**
所得税	195	186	255	317	386
少数股东损益	74	54	67	82	100
净利润	**1,077**	**1,238**	**1,502**	**1,862**	**2,268**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,329	2,169	2,772	3,743	5,053
其他流动资产	3,184	3,243	3,929	4,638	5,424
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产合计	1,269	1,564	1,861	2,027	2,171
无形及其他资产	108	243	237	230	223
资产合计	**5,893**	**7,220**	**8,800**	**10,639**	**12,872**
流动负债	440	554	701	763	833
非流动负债	10	10	10	10	10
股东权益	5,214	6,357	7,730	9,431	11,502
投入资本(IC)	**5,451**	**6,675**	**7,495**	**8,300**	**9,154**
现金流量表					
NOPLAT	1,060	1,251	1,514	1,880	2,290
折旧与摊销	132	171	110	138	161
流动资金增量	392	-56	540	646	717
资本支出	0	508	400	300	300
自由现金流	**1,584**	**1,873**	**2,564**	**2,964**	**3,467**
经营现金流	801	1,555	1,143	1,431	1,806
投资现金流	0	-508	-400	-300	-300
融资现金流	-421	-208	-140	-161	-196
现金流净增加额	**380**	**840**	**603**	**970**	**1,310**
财务指标					
成长性					
收入增长率	19.4%	14.1%	19.0%	18.8%	17.2%
EBIT 增长率	20.5%	15.4%	23.1%	24.1%	21.8%
净利润增长率	22.9%	14.9%	21.4%	23.9%	21.8%
利润率					
毛利率	82.2%	79.6%	80.3%	81.1%	81.4%
EBIT 率	22.8%	23.1%	23.9%	24.9%	25.9%
净利润率	19.8%	20.0%	20.4%	21.2%	22.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.7%	19.5%	19.4%	19.7%	19.7%
总资产收益率(ROA)	18.3%	17.1%	17.1%	17.5%	17.6%
投入资本回报率(ROIC)	21.5%	20.6%	21.4%	23.8%	26.2%
运营能力					
存货周转天数	140	134	144	143	143
应收账款周转天数	91	90	100	90	80
总资产周转周转天数	390	419	429	437	451
净利润现金含量	0.74	1.26	0.76	0.77	0.80
资本支出/收入	0.0%	8.2%	5.4%	3.4%	2.9%
偿债能力					
资产负债率	7.6%	7.8%	8.1%	7.3%	6.5%
净负债率	-25.3%	-33.8%	-35.7%	-39.6%	-43.8%
估值比率					
PE	44.1	42.2	38.4	31.0	25.5
PB	10.0	8.2	6.8	5.5	4.5
EV/EBITDA	10.0	8.2	6.8	5.5	4.5
P/S	9.6	8.4	7.1	6.0	5.1
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%～15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com