

买入 维持

恒瑞医药（600276）

2014年11月24日

创新药的标杆企业

2014年11月21日收盘价：37.24元

6个月目标价：43.75元

医药行业核心分析师：余文心

SAC 执业证书编号：S0850513110005

ywx9461@htsec.com

0755-82780398

医药行业首席分析师：周锐

SAC 执业证书编号：S0850513110003

zr9459@htsec.com

0755-82780398

恒瑞是创新药物的标杆企业。公司研发与营销均很优秀，过去3年由于老品种面临较大的降价压力而新品种迟迟未能获批，业绩增速减缓。随着阿帕替尼的上市，公司迎来创新药物和仿制药物的双丰收，制剂出口和专利授权有望使得业绩超预期。

推荐理由一：创新药物14年将步入收获期。1.1类新药阿帕替尼15年开始大幅贡献业绩。在6月2日全球肿瘤界盛会美国临床肿瘤学会年会（ASCO）上，“阿帕替尼治疗晚期胃癌的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心III期临床研究”入选口头报告优秀论文。阿帕替尼的上市将重新点燃市场对创新药物的热情。肝癌的临床试验正在不断推进。法米替尼、瑞格列汀等创新药物也有望在14年获得临床实验的突破。多年的努力之后，公司将迎来创新药的收获期。且创新药物不需要复杂的招标等流程，上市之后有望陆续放量贡献业绩。

推荐理由二：大批仿制药也将于14年开始发力。恒瑞医药目前仿制药梯队非常完整，已经获批的治疗痛风的非布司他片、肿瘤的卡培他滨有望在2015年招标中受益；抗真菌的卡泊芬净、抗凝血的磺达肝癸钠、抗血栓的氯吡格雷等有望获批。这些品种目前的市场竞争并不激烈，添加到恒瑞强势的销售队伍中是有效的补充。新产品的不断上市也将对公司估值水平构成实质支撑。

推荐理由三：制剂出口和专利授权有望使得公司业绩超预期。恒瑞是目前中国唯一通过FDA注射剂评审的中国制剂公司，11-13年伊立替康注射剂、来曲唑片通过FDA认证，12年注射用奥沙利铂欧盟上市，14年注射用环磷酰胺通过美国FDA认证预期加巴喷丁胶囊、多西他赛注射剂、七氟烷吸入剂等有望陆续通过FDA认证，不仅提供业绩支撑，也为国内价格维护打下基础。另外，伴随着公司专利药的进展，海外专利授权也将为公司提供长期的业绩弹性。

盈利预测与投资评级。我们预计公司2014-2015的EPS分别为0.98元、1.25元，同比增长19%、28%。考虑到公司创新药物获批估值先于业绩提升成为市场热点，我们认为可给予2015年35倍PE，目标价为43.75元，“买入”评级。

不确定因素。肿瘤药降价压力大，各地招标若中标价持续走低拖累业绩；药监局审评新药进展可能不达预期。

表1 利润表预测(百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	5435.07	6203.07	7246.04	8892.77	10918.34
增速	19.44%	14.13%	16.81%	22.73%	22.78%
成本	870.40	1158.08	1371.95	1740.53	2181.51
毛利率	83.99%	81.33%	81.07%	80.43%	80.02%
销售费用	2339.64	2354.79	2681.04	3156.93	3821.42
管理费用	891.89	1155.60	1347.76	1636.27	2008.97
财务费用	-16.47	-25.05	1.57	1.57	1.57
投资收益	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	1300.20	1451.07	1715.77	2201.81	2713.83
营业外收入	47.43	34.07	31.00	31.00	31.00
营业外支出	1.14	6.61	6.61	6.61	6.61
利润总额	1346.50	1478.53	1740.16	2226.20	2738.22
所得税	195.09	186.48	270.43	345.96	425.53
归属于母公司净利润	1077.38	1238.11	1469.73	1880.24	2312.69
EPS(元)	0.72	0.82	0.98	1.25	1.54

资料来源: WIND, 公司历年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估(倍)	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	46.21	38.93	30.43	24.74
P/B	9.00	7.42	5.96	4.81
P/S	9.22	7.90	6.43	5.24
EV/EBITDA	34.66	29.47	23.22	19.02

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
负债权益比率	0.08	0.05	0.05	0.05
借款/股东权益	0.09	0.06	0.06	0.06
已获利息倍数	47534.20	1407.01	1407.01	1733.97
流动比率	9.76	15.10	16.24	17.31
速动比率	8.98	13.95	15.04	16.06
现金比率	0.30	0.34	0.39	0.43

盈利能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	81.33	81.07	80.43	80.02
息税摊销折旧利润率	25.74	25.92	26.81	26.66
净利润率	19.96	20.28	21.14	21.18
净资产收益率	19.48	19.05	19.60	19.42
资产回报率	17.15	17.35	18.00	17.97
投资回报率	27.93	28.47	32.12	34.35

经营效率指标	2013	2014E	2015E	2016E
应收帐款周转率	4.05	4.15	4.22	4.23
存货周转率	3.00	2.90	2.99	2.97
总资产周转率	0.95	0.92	0.94	0.94
固定资产周转率	5.00	5.62	6.81	8.27

盈利增长(%)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	14.13	16.81	22.73	22.78
营业利润增长率	11.60	18.24	28.33	23.25
EBIT增长率	11.08	20.43	28.30	23.24
EBITDA增长率	12.80	17.62	26.93	22.10
净利润增长率	14.92	18.71	27.93	23.00

利润表(百万)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6203.07	7246.04	8892.77	10918.34
营业成本	1158.08	1371.95	1740.53	2181.51
营业利润	1451.07	1715.77	2201.81	2713.83
营业费用	2354.79	2681.04	3156.93	3821.42
管理费用	1155.60	1347.76	1636.27	2008.97
利润总额	1478.53	1740.16	2226.20	2738.22
EBIT	1426.03	1717.33	2203.37	2715.40
折旧摊销	170.93	160.95	180.74	195.51
EBITDA	1596.96	1878.29	2384.11	2910.91
投资收益	0.20	0.00	0.00	0.00
营业外收支净额	27.46	24.39	24.39	24.39
所得税	186.48	270.43	345.96	425.53
少数股东损益	53.94	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	1238.11	1469.73	1880.24	2312.69
基本每股收益(元)	0.82	0.98	1.25	1.54

资产负债表(百万)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2169.14	2891.09	4072.54	5502.77
应收款项	1747.86	2095.02	2538.44	3136.70
存货	429.93	513.13	650.99	815.92
流动资产	5411.83	6746.57	8802.76	11354.98
固定资产	1301.69	1336.77	1304.06	1217.55
总资产	7220.27	8468.92	10444.37	12871.08
应付帐款	282.47	334.63	424.53	532.09
流动负债	554.40	446.87	542.08	656.10
长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00
长期负债	10.00	10.00	10.00	10.00
总负债	564.40	456.87	552.08	666.10
少数股东权益	298.64	298.64	298.64	298.64
股东权益	6357.23	7713.41	9593.65	11906.34
付息负债	10.00	10.00	10.00	10.00
每股净资产(元)	4.23	5.13	6.38	7.92

现金流量表(百万)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1292.05	1469.73	1880.24	2312.69
折旧摊销	170.93	160.95	180.74	195.51
营运资金变动	-108.22	-713.76	-788.21	-1019.59
经营活动现金流	1364.96	920.05	1283.01	1501.79
固定资产投资	0.00	50.00	50.00	50.00
无形资产投资	-138.93	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-452.49	-71.86	-100.00	-70.00
长期贷款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-222.58	-258.44	0.00	0.00
循环贷款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-72.66	-126.24	-1.57	-1.57
期末现金余额	2320.62	2891.09	4072.54	5502.77
每股经营性现金流(元)	0.91	0.61	0.85	1.00

资料来源: Wind, 公司历年年报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

医药行业：余文心、周锐

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：爱尔眼科、泰格医药、通策医疗、人福医药、恩华药业、恒瑞医药、红日药业、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。