证券研究报告

化学制剂

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

恒瑞医药 (600276)

买入 （维持）

ANDA 文号又有斩获，期待后续品种获批

2017 年 02 月 07 日

市场数据

报告日期	2017-02-07
收盘价（元）	47.95
总股本（百万股）	2347.46
流通股本(百万股)	2343.57
总市值（百万元）	112560.69
流通市值(百万元)	112374.20
净资产（百万元）	11723.93
总资产（百万元）	13632.05
每股净资产	4.99

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9316	11460	13923	16757
同比增长(%)	25.0%	23.0%	21.5%	20.4%
净利润(百万元)	2172	2675	3255	3931
同比增长(%)	43.3%	23.2%	21.7%	20.8%
毛利率(%)	85.3%	85.9%	86.1%	86.5%
净利润率(%)	23.3%	23.3%	23.4%	23.5%
净资产收益率（%）	21.9%	21.4%	20.7%	20.0%
每股收益(元)	0.92	1.14	1.39	1.67
每股经营现金流(元)	0.97	0.76	1.24	1.47

相关报告

《恒瑞医药（600276）三季报点评：业绩符合预期，关注创新和国际化布局》2016-10-30

《恒瑞医药(600276)中报点评：业绩较快增长，创新和国际化布局不断深入》2016-08-30

《恒瑞医药（600276）一季报点评：业绩较快增长，创新+国际化助力未来发展》2016-04-25

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

赵垒

zhaoleiyjs@xyzq.com.cn

S0190516070007

投资要点

- 近日，恒瑞医药公告，苯磺顺阿曲库铵注射液的 ANDA 文号获美国 FDA 批准。
- **盈利预测：**我们维持此前深度报告《创新王者，终将归来》、《十年磨剑，收获渐近》和《创新：处方药最为靓丽的风景线》中的观点，公司创新药阿帕替尼的销售迅速放量，公司的创新药研发即将步入收获期，海外产品不断获批也有望为公司带来一定的业绩弹性。未来“创新+首仿+制剂出口”驱动公司进入新一轮增长周期。经营趋势持续向好。预估公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.14、1.39、1.67 元，对应 2016-2018 年的市盈率分别为 42X、35X 和 29X，公司目前估值较为合理，成长性较为确定，维持“买入”评级，长期看好公司的发展前景。
- **股价催化剂：**重磅新产品获批；创新药销售超预期；海外制剂出口超预期
- **风险提示：**制剂出口可预测性差；各省市招标降价幅度超预期。

报告正文

事件

- 近日，恒瑞医药公告，苯磺顺阿曲库铵注射液的 ANDA 文号获美国 FDA 批准。

点评

- **苯磺顺阿曲库铵竞争格局较好，与 TEVA 合作有望较快放量。**苯磺顺阿曲库铵可用于手术和其他操作以及重症监护治疗。作为全麻的辅助用药或在重症监护病房(ICU)起镇静作用，它可以松弛骨骼肌，使气管插管和机械通气易于进行。根据 IMS 数据库统计显示，该产品 2015 年美国市场销售额为 0.51 亿美元，中国市场销售额为 1.65 亿美元。原研“NIMBEX”由 ABBVIE 开发，此外 Sandoz、Fresenius kabi USA 也相继获得 ANDA 文号，根据彭博数据测算，目前三者的市场份额分别约为 44%、27%、29%，恒瑞是第三个获得该品种 ANDA 文号的公司，竞争格局相对较好。与环磷酰胺通过 SANDOZ 合作销售类似，苯磺顺阿曲库铵通过 TEVA 进行合作销售，有望借助对方广泛的销售渠道较快放量。

- **ANDA 文号日益丰富，期待后续品种获批。**截至目前恒瑞已经获得盐酸伊立替康、加巴喷丁、来曲唑、奥沙利铂、环磷酰胺、七氟烷、苯磺顺阿曲库铵等 7 个 ANDA 文号，我们预计今年仍有望获得 5-8 个 ANDA 文号，地氟烷、方达帕鲁等品种有望陆续获批，不断丰富制剂出口梯队，国际化战略顺利推进。

- **产品梯队丰富，业绩稳健增长。**在当下国内一系列药政环境的驱动下，具备创新+国际化能力的公司优势有望逐步显现。作为国内化药制剂公司的龙头，公司研发能力强大，目前已经相继有醋酸卡泊芬净、钆布醇、磺达肝癸钠、帕立骨化醇、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、盐酸右美托咪定鼻喷剂等 6 个品种进入前 12 批的优先审评名单。其中不乏注射用紫杉醇(白蛋白结合型）等市场规模在 15 亿元的品种。后续随着系列创新产品研发不断推进或获批，公司产品线将日益丰富，有力支撑公司长期的业绩发展。总体来看，我们认为随着国内麻醉/造影等仿制药制剂稳步增长+新品种较快放量+海外制剂贡献业绩增量，公司业绩有望保持 20%左右的稳健增长。

- **盈利预测：**我们维持此前深度报告《创新王者，终将归来》、《十年磨剑，收获渐近》和《创新：处方药最为靓丽的风景线》中的观点，公司创新药阿帕替尼的销售迅速放量，公司的创新药研发即将步入收获期，海外产品不断获批也有望为公司带来一定的业绩弹性。未来“创新+首仿+制剂出口”驱动公司进入新一轮增长周期。经营趋势持续向好。预估公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.14、1.39、1.67 元，对应 2016-2018 年的市盈率分别为 42X、35X 和 29X，公司目前估值较为合理，成长性较为确定，维持“买入”评级，长期

看好公司的发展前景。

- **股价催化剂：**重磅新产品获批；创新药销售超预期；海外制剂出口超预期
- **风险提示：**制剂出口可预测性差；各省市招标降价幅度超预期。

表、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	15-4Q	16-1Q	16-2Q	16-3Q	QOQ	2014	2015	YOY
营业收入	2445	2669	2611	2985	14.3%	7452	9316	25.0%
营业成本	342	383	322	382	18.9%	1313	1372	4.5%
毛利	2103	2286	2289	2603	13.7%	6139	7944	29.4%
销售费用	951	974	987	1222	23.9%	2844	3525	23.9%
管理费用	508	490	565	629	11.4%	1464	1843	26.0%
财务费用	-63	-40	-41	-38	-8.3%	-81	-148	84.1%
资产减值	3	6	2	-9	-555.0%	7	7	4.5%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	-3	0	0	0		0	-3	-1355.0%
营业利润	662	809	732	744	1.6%	1772	2559	44.4%
利润总额	674	808	729	740	1.4%	1800	2562	42.4%
净利润	600	684	630	614	-2.5%	1516	2172	43.3%
EPS	0.307	0.350	0.268	0.262	-2.5%	1.007	1.110	10.2%
销售费用率	38.9%	36.5%	37.8%	41.0%	3.1%	38.2%	37.8%	-0.3%
管理费用率	20.8%	18.4%	21.6%	21.1%	-0.6%	19.6%	19.8%	0.1%
财务费用率	-2.6%	-1.5%	-1.6%	-1.3%	0.3%	-1.1%	-1.6%	-0.5%
所得税率	8.2%	15.5%	12.6%	15.5%	3.0%	12.6%	13.2%	0.6%
毛利率	86.0%	85.6%	87.7%	87.2%	-0.5%	82.4%	85.3%	2.9%
净利润率	24.5%	25.6%	24.1%	20.6%	-3.6%	20.3%	23.3%	3.0%

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	9378	11824	15404	19712
货币资金	5133	6822	9701	13217
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2092	2302	2532	2785
其他应收款	87	318	386	464
存货	523	579	637	700
非流动资产	2118	2161	2109	1953
可供出售金融资产	79	40	47	50
长期股权投资	0	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1424	1601	1608	1509
在建工程	346	223	162	96
油气资产	0	0	0	0
无形资产	196	196	196	196
资产总计	11497	13985	17513	21665
流动负债	1053	1005	1168	1335
短期借款	0	0	0	0
应付票据	14	16	19	23
应付账款	492	484	600	724
其他	547	505	549	588
非流动负债	86	0	53	46
长期借款	0	0	0	0
其他	86	0	53	46
负债合计	1139	1005	1221	1381
股本	1956	2348	2348	2348
资本公积	420	420	420	420
未分配利润	6655	8528	11522	15139
少数股东权益	426	481	539	600
股东权益合计	10358	12980	16292	20284
负债及权益合计	11497	13985	17513	21665

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2172	2675	3255	3931
折旧和摊销	222	196	214	225
资产减值准备	7	20	10	11
无形资产摊销	4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-148	-131	-132	-137
投资损失	3	0	0	0
少数股东损益	52	55	58	61
营运资金的变动	244	933	548	637
经营活动产生现金流量	2062	1783	2919	3447
投资活动产生现金流量	-288	-117	-171	-68
融资活动产生现金流量	109	23	132	137
现金净变动	1883	1689	2879	3515
现金的期初余额	3449	5133	6822	9701
现金的期末余额	5332	6822	9701	13217

利润表 单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9316	11460	13923	16757
营业成本	1372	1613	1934	2263
营业税金及附加	156	191	233	280
销售费用	3525	4401	5346	6435
管理费用	1843	2258	2743	3335
财务费用	-148	-131	-132	-137
资产减值损失	7	8	8	8
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	2559	3120	3791	4573
营业外收入	28	40	40	40
营业外支出	25	15	15	15
利润总额	2562	3145	3816	4598
所得税	338	415	503	607
净利润	2224	2730	3312	3992
少数股东损益	52	55	58	61
归属母公司净利润	2172	2675	3255	3931
EPS(元)	0.92	1.14	1.39	1.67

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.0%	23.0%	21.5%	20.4%
营业利润增长率	44.4%	21.9%	21.5%	20.6%
净利润增长率	43.3%	23.2%	21.7%	20.8%
盈利能力(%)				
毛利率	85.3%	85.9%	86.1%	86.5%
净利率	23.3%	23.3%	23.4%	23.5%
ROE	21.9%	21.4%	20.7%	20.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	9.9%	7.2%	7.0%	6.4%
流动比率	8.90	11.76	13.19	14.77
速动比率	8.40	11.19	12.64	14.24
营运能力(次)				
资产周转率	0.91	0.90	0.88	0.86
应收帐款周转率	4.71	5.12	5.66	6.19
每股资料(元)				
每股收益	0.92	1.14	1.39	1.67
每股经营现金	0.97	0.76	1.24	1.47
每股净资产	4.23	5.32	6.71	8.38
估值比率(倍)				
PE	51.84	42.1	34.6	28.6
PB	11.34	9.01	7.15	5.72

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推　　荐：相对表现优于市场;

中　　性：相对表现与市场持平

回　　避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买　　入：相对大盘涨幅大于 15% ；

增　　持：相对大盘涨幅在 5%～15%之间

中　　性：相对大盘涨幅在-5%～5%;

减　　持：相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓　名	**办公电话**	**邮　箱**	**姓　名**	**办公电话**	**邮　箱**
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjg@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓　名	**办公电话**	**邮　箱**	**姓　名**	**办公电话**	**邮　箱**
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓浈	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文剀	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓　名	**办公电话**	**邮　箱**	**姓　名**	**办公电话**	**邮　箱**
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓　名	**办公电话**	**邮　箱**	**姓　名**	**办公电话**	**邮　箱**
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓　名	**办公电话**	**邮　箱**	**姓　名**	**办公电话**	**邮　箱**
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室			传真：(852)3509-5900		

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”)在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。