

恒瑞医药 (600276)

海外市场开疆辟土，制剂出口又下一城

	丁丹 (分析师)	于溯洋 (研究助理)
	0755-23976735	0755-23976115
	dingdan@gtjas.com	yusuyang@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880115070047

本报告导读：

公司公告苯磺顺阿曲库铵注射液新获美国 ANDA 文号，制剂出口再下一城。创新+出口双轮驱动持续发展，维持增持评级。

投资要点：

维持增持评级。公司公告苯磺顺阿曲库铵注射液新获美国 ANDA 文号，制剂出口再下一城。考虑到国内当前招标政策的不确定性，未来药价仍有下行风险，且公司后续研发投入进一步加大，小幅下调公司 2016-2018 年 EPS 预测至 1.15(-0.02)/1.34(-0.14)/1.62(-0.29) 元。作为 A 股最优质的体系化研发企业，公司创新+出口双轮持续驱动，维持目标价 59.20 元，维持增持评级。

制剂出口再下一城。苯磺顺阿曲库铵注射液是目前最为优秀的肌松药，主要用于手术和外科重症监护的镇静作用。该品种是临床应用较多的肌松药阿曲库铵的顺式旋光异构体，与之相比顺阿曲库铵副作用小，不会引起因大量组胺释放而导致的低血压、心率加快甚至休克，对心血管的影响较轻。美国已上市同类品种“NIMBEX”由艾伯维开发，公司是第三家获批上市的仿制药公司。由于美国外科手术需求较小，同时该品种定价较低，根据 IMS 数据库，其 2015 年美国市场销售额为 0.51 亿美元，而同期中国市场销售额达到 1.65 亿美元。这是公司第 7 个 ANDA 品种。

行业典范厚积薄发。公司是国内制药工业体系化研发的典范，创新与国际化双轮驱动，未来 3-5 年将有望肿瘤和糖尿病梯队 10 多个重磅品种在国内外陆续上市。从实现仿制药制剂出口到推进创新药海外上市，公司国际化战略不断落实，发展潜力再上台阶。

风险提示：招标价格下降的风险；在研品种研发的不确定性。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,452	9,316	11,216	13,216	15,910
(+/-)%	20%	25%	20%	18%	20%
经营利润 (EBIT)	1,699	2,420	3,046	3,535	4,251
(+/-)%	19%	42%	26%	16%	20%
净利润	1,516	2,172	2,695	3,149	3,800
(+/-)%	22%	43%	24%	17%	21%
每股净收益 (元)	0.65	0.93	1.15	1.34	1.62
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	22.8%	26.0%	27.2%	26.8%	26.7%
净资产收益率 (%)	19.1%	21.7%	21.9%	20.9%	20.6%
投入资本回报率 (%)	30.6%	40.1%	49.8%	51.7%	55.9%
EV/EBITDA	35.9	33.6	26.3	22.2	18.0
市盈率	74.3	51.8	41.8	35.7	29.6
股息率 (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：59.20

上次预测：59.20

当前价格：47.95

2017.02.08

交易数据

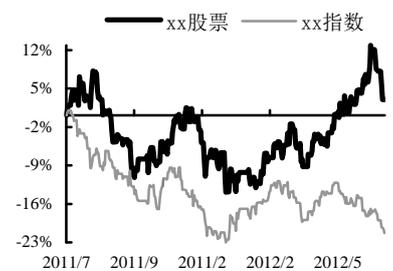
52 周内股价区间 (元)	38.42-50.16
总市值 (百万元)	112,561
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,347/2,344
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	536.82
日均成交值 (百万元)	248.99

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,724
每股净资产	4.99
市净率	9.6
净负债率	-52.82%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.23	0.35
Q2	0.22	0.27
Q3	0.22	0.26
Q4	0.26	0.27
全年	0.93	1.15

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	6%	27%
相对指数	4%	5%	13%

相关报告

《业绩符合预期，创新品种持续贡献》
2016.10.31

《业绩符合预期，“创新+国际化”比翼齐飞》
2016.08.30

《“创新”+“国际化”比翼齐飞》
2016.05.10

《业绩符合预期，创新+出口持续推进》
2016.04.26

《创新+出口双轮驱动，拉动业绩略超预期》
2016.04.13

模型更新时间: 2017.02.08

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: **59.20**

上次预测: 59.20

当前价格: 47.95

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。

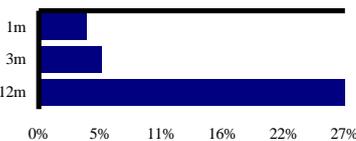
公司在美国、上海和连云港建有四大研究中心和一个临床医学部,并建立了国家级企业技术中心和博士后科研工作站。

52 周价格范围 38.42-50.16
市值 (百万) 112,561

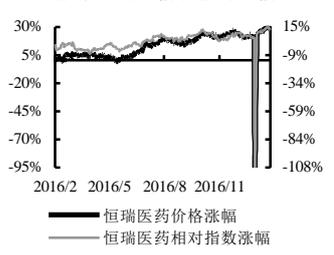
财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	7,452	9,316	11,216	13,216	15,910
营业成本	1,313	1,372	1,493	1,739	2,048
税金及附加	133	156	191	225	270
销售费用	2,844	3,525	4,244	5,001	6,020
管理费用	1,464	1,843	2,242	2,716	3,320
EBIT	1,699	2,420	3,046	3,535	4,251
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	0	0	0
财务费用	-81	-148	-130	-177	-229
营业利润	1,772	2,559	3,176	3,712	4,480
所得税	227	338	419	490	591
少数股东损益	57	52	65	76	92
净利润	1,516	2,172	2,695	3,149	3,800
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,449	5,133	7,433	9,647	12,486
其他流动资产	42	108	0	0	0
长期投资	5	79	72	72	72
固定资产合计	1,624	1,770	1,773	1,689	1,545
无形及其他资产	200	196	194	193	192
资产合计	9,087	11,497	14,551	17,370	21,417
流动负债	715	1,053	1,823	1,807	2,350
非流动负债	82	86	1	3	6
股东权益	7,937	10,201	12,324	15,082	18,491
投入资本(IC)	4,848	5,245	5,312	5,933	6,598
现金流量表					
NOPLAT	1,485	2,101	2,644	3,069	3,690
折旧与摊销	213	222	239	257	265
流动资金增量	-226	-100	-551	-708	-809
资本支出	-298	-394	-238	-168	-118
自由现金流	1,173	1,829	2,094	2,450	3,029
经营现金流	1,574	2,277	2,626	2,771	3,345
投资现金流	-298	-470	-231	-168	-118
融资现金流	4	-132	-95	-389	-389
现金流净增加额	1,280	1,675	2,300	2,214	2,839
财务指标					
成长性					
收入增长率	20.1%	25.0%	20.4%	17.8%	20.4%
EBIT 增长率	18.9%	42.5%	25.9%	16.0%	20.3%
净利润增长率	22.4%	43.3%	24.1%	16.8%	20.7%
利润率					
毛利率	82.4%	85.3%	86.7%	86.8%	87.1%
EBIT 率	22.8%	26.0%	27.2%	26.8%	26.7%
净利润率	20.3%	23.3%	24.0%	23.8%	23.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.1%	21.7%	21.9%	20.9%	20.6%
总资产收益率(ROA)	16.7%	18.9%	18.5%	18.1%	17.7%
投入资本回报率(ROIC)	30.6%	40.1%	49.8%	51.7%	55.9%
运营能力					
存货周转天数	136	143	143	143	143
应收账款周转天数	82	76	76	76	75
总资产周转天数	399	403	424	441	445
净利润现金含量	1.04	1.05	0.97	0.88	0.88
资本支出/收入	4%	4%	2%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	8.8%	9.9%	12.5%	10.4%	11.0%
净负债率	-43.3%	-51.1%	-60.3%	-63.9%	-67.5%
估值比率					
PE	74.3	51.8	41.8	35.7	29.6
PB	9.1	9.4	7.6	6.2	5.1
EV/EBITDA	35.9	33.6	26.3	22.2	18.0
P/S	9.7	10.1	8.4	7.1	5.9
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

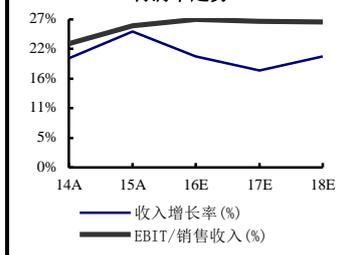
绝对价格回报 (%)



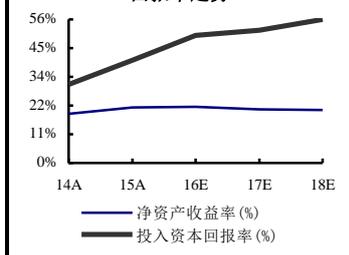
股票绝对涨幅和相对涨幅



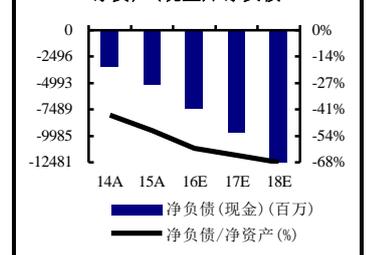
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



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作为作出投资决策的唯一参考因素，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

	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。	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
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。	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

国泰君安证券研究所

	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		