

证券研究报告

化学制剂


**兴业证券**  
INDUSTRIAL SECURITIES

分析师：  
项军  
xiangjun@xyzq.com.cn  
S0190512040001

买入 (维持)

恒瑞医药 (600276)

研究助理：  
孙晓东  
sunxiaodong@xyzq.com.cn

环磷酰胺获批，制剂出口有望破冰

2014年11月11日

## 投资要点

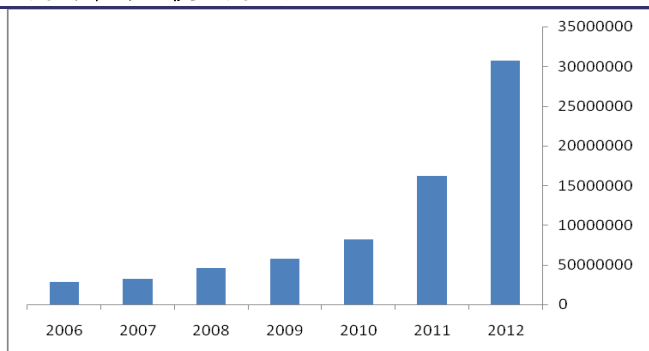
## 事件：

近日，恒瑞医药公告公司生产的注射用环磷酰胺通过美国 FDA 认证，获准在美国销售，规格分别为 500mg、1g、2g，公司全权委托美国 Sandoz 公司在美国市场销售注射用环磷酰胺，并于 11 月 7 日在美国市场销售。

## 点评：

- **环磷酰胺重磅品种，出口前景乐观。**注射用环磷酰胺为化疗药物，主要用于成年及儿科患者白血病、淋巴瘤等癌症的治疗，是经典的抗肿瘤药物。虽然环磷酰胺属于老品种，但由于此前只有 Baxter 一家企业生产，市场供给不足，Baxter 通过提价使得该品种市场规模近年来快速扩张，根据 IMS Health 的数据统计该品种在美国的销售规模达到 4.2 亿美元，属于比较重磅的品种。公司的环磷酰胺获批后将作为美国市场上的第二家供应商，考虑该品种市场竞争格局非常好，供给并不充分，而且公司委托仿制药巨头 Sandoz 在美国市场销售也有利于快速打开市场，我们预计环磷酰胺有望成为公司在海外率先取得重大突破的制剂出口品种，我们看好公司该品种在美国的市场前景，预计明年有望为公司带来一定业绩增量。

图 1、环磷酰胺美国市场规模 (美元)



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

- **制剂出口是公司国内外市场双赢的重要战略。**我们认为积极参与国际化竞争作为公司一项长期战略，目前已有伊立替康、奥沙利铂、来曲唑、环磷酰胺通过海外认证，未来大部分高端产品都将积极参与国际认证，进入国际市场，一方面公司通过精选市场竞争格局良好的优势品种进入海外市场可以为公司带来

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

一定销售收入，而且部分潜力品种也有希望在短期内为公司带来明显的业绩弹性（类似华海药业的拉莫三嗪在海外市场取得的巨大成功）；另一方面公司产品通过海外认证也有利于在药品招标中争取更好的定价权打下基础，更好的维护公司老品种的价格体系。整体来看，我们认为公司制剂出口是双赢的战略，也符合产业发展趋势，值得长期看好。

- **进入全面收获期，经营趋势不断向好。** 创新药方面，继艾瑞昔布、阿帕替尼两个 1.1 类创新药获批后，聚乙二醇重组人粒细胞集落刺激因子、法米替尼、瑞格列汀等创新药品种研发进展顺利，未来也有望陆续获批；仿制药方面，我们预计钆特酸葡胺、达托霉素、卡泊芬净、碘化油、塞来昔布、伊伐布雷定、右氯胺酮、决奈达隆等一批潜力在研品种未来 1-3 年也有望陆续获批，公司全新的产品线梯队正在打造成型；国际化方面，环磷酰胺、伊立替康、奥沙利铂、来曲唑已经通过海外认证，未来还有七氟烷、多西他赛、磺达肝癸钠等多个品种将陆续提交海外注册，制剂出口也有望逐步收获；总体来说，我们认为公司经过过去几年的研发积累，未来几年将是公司新产品群和国际化的全面收获期，随着创新药和仿制药新产品的逐步上市并放量，以及国际化进程的稳步推进，公司正在进入全面收获期，经营趋势不断向好。
- **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，恒瑞已度过了过去几年的经营低谷，多个创新药和仿制药的新品陆续获批也将改善预期，未来将形成创新药、仿制药新品种、海外制剂销售三箭齐发驱动成长的新局面，经营趋势持续向好。考虑明年制剂出口有望带来一定业绩弹性，预估公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.00、1.25、1.58 元，对应 2014-2016 年的市盈率分别为 38X、31X 和 24X，维持“买入”评级。
- **股价催化剂。** 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。

## 附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	5412	6736	8798	11481
货币资金	2169	3329	5009	7294
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1560	1653	1753	1858
其他应收款	188	214	267	325
存货	430	465	512	563
<b>非流动资产</b>	1808	2044	2020	1896
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1302	1473	1497	1425
在建工程	262	181	141	85
油气资产	0	0	0	0
无形资产	203	327	324	321
<b>资产总计</b>	7220	8780	10818	13378
<b>流动负债</b>	554	691	805	933
短期借款	0	0	0	0
应付票据	8	13	17	19
应付账款	282	400	519	617
其他	264	277	269	297
<b>非流动负债</b>	10	10	10	10
长期借款	10	10	10	10
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	564	701	815	943
股本	1360	1496	1496	1496
资本公积	332	332	332	332
未分配利润	4019	5131	6846	9025
少数股东权益	299	355	415	477
<b>股东权益合计</b>	6656	8079	10003	12434
<b>负债及权益合计</b>	7220	8780	10818	13378

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1238	1489	1865	2369
折旧和摊销	171	163	180	190
资产减值准备	3	-1	3	4
无形资产摊销	3	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-25	-68	-74	-91
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	54	57	59	62
营运资金的变动	-44	29	272	273
<b>经营活动产生现金流量</b>	1484	1597	1771	2259
<b>投资活动产生现金流量</b>	-433	-382	-165	-65
<b>融资活动产生现金流量</b>	-60	-55	74	91
现金净变动	991	1160	1680	2285
现金的期初余额	1329	2169	3329	5009
现金的期末余额	2321	3329	5009	7294

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	6203	7388	9225	11223
营业成本	1158	1334	1675	1927
营业税金及附加	106	133	166	202
销售费用	2355	2808	3496	4254
管理费用	1156	1389	1725	2099
财务费用	-25	-68	-74	-91
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1451	1790	2234	2830
营业外收入	34	35	35	35
营业外支出	7	5	5	5
<b>利润总额</b>	1479	1820	2264	2860
所得税	186	274	340	429
净利润	1292	1546	1924	2431
少数股东损益	54	57	59	62
<b>归属母公司净利润</b>	1238	1489	1865	2369
<b>EPS(元)</b>	0.83	1.00	1.25	1.58

## 主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	14.1%	19.1%	24.9%	21.7%
营业利润增长率	11.6%	23.3%	24.8%	26.7%
净利润增长率	14.9%	20.3%	25.2%	27.0%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	81.3%	81.9%	81.8%	82.8%
净利率	20.0%	20.2%	20.2%	21.1%
ROE	19.5%	19.3%	19.4%	19.8%

<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	7.8%	8.0%	7.5%	7.1%
流动比率	9.76	9.75	10.93	12.30
速动比率	8.98	9.08	10.29	11.70
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.95	0.92	0.94	0.93
应收帐款周转率	4.05	4.52	5.32	6.11
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.83	1.00	1.25	1.58
每股经营现金	0.91	1.07	1.18	1.51
每股净资产	4.25	5.16	6.41	7.99
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	45.91	38.18	30.48	24.00
PB	8.94	7.36	5.93	4.75

## 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,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
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 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
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@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					
海外销售经理					
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
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
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	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.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】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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】**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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.xyq.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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。我们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。