

2009 年 01 月 07 日

市场数据(人民币)

市价(元)	37.49
已上市流通A股(百万股)	354.09
总市值(百万元)	19,393.05
年内股价最高最低(元)	49.99/30.59
沪深 300 指数	1942.80
上证指数	1937.15
2007 年股息率	0.22%


相关报告

- 1 《抗肿瘤业务为核心,多品类齐头并进》, 2008.11.3
- 2 《公允价值影响收益,主业继续高增长》, 2008.10.27
- 3 《已经进入新一轮业绩快速增长期》, 2008.9.4

医药行业研究小组
李敬雷

(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

(8621)61038257
zhaoli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

恒瑞医药 (600276.SH)

——税收优惠带来更大的业绩弹性


公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.636	0.623	0.958	0.910	1.350	1.698
净利润增长率	32.29%	27.38%	99.81%	13.97%	48.40%	25.76%
先前预期每股收益(元)				0.837	1.294	1.683
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.871	1.234	1.583
市盈率(倍)	23.19	51.77	59.55	40.67	27.40	21.79
行业优化市盈率(倍)	22.45	31.75	68.42	39.66	39.66	39.66
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	0.72	1.89	0.60	2.91	0.57	0.85
已上市流通A股(百万股)	76.80	124.80	249.76	354.09	354.09	354.09
总股本(百万股)	255.07	331.59	431.07	517.29	517.29	517.29

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司基本面没有发生变化,我们对公允价值波动情况作了更新如下:
 - ◆ 截至 2008 年 12 月 31 日,在假设公司三季度公布的持仓没有变动的情况下,我们推算公司 2008 年公允价值波动损失是 1.36 亿元,假设投资收益是 2500 万,则合计影响利润 1.1 亿元,影响 EPS 为 0.216 元。
- 公司已经公布了 2008-2010 三年被认定为高新技术企业,所得税享受 10% 的优惠,对公司业绩将产生增厚作用。我们做了情景假设如下:
 - ◆ 在之前按照三年 25% 的所得税率计算,公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益为 0.830 元、1.249 元、1.571 元;
 - ◆ 在现在按照三年 15% 的所得税率计算,公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益为 0.944 元、1.418 元、1.783 元;
- 我们根据谨慎的原则,预计公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益为 0.910 元、1.350 元、1.698 元。没有考虑未来两年公允价值波动影响。
 - ◆ 公司目前股价 37.13 元,对应 2009 年 PE 为 27.5 倍,在其历史合理估值范围之内。
 - ◆ 在当前的市场环境下,历来估值最高的恒瑞医药已经显得不是那么贵,而且所得税的作用使得公司未来两年业绩弹性非常大,并出现了超出市场之前预期的可能。
 - ◆ 对于恒瑞医药的持有者而言,少了高估值的担心,持有的信心可以加强;如果看好公司长期发展,希望对医药股进行基本配置,现在也不失为一良好的时机,我们维持“买入”的评级。

业绩提升、估值下降、比较优势显现

“多领域、齐发展”的基本面没有变化

- 公司最近基本面没有变化。立足于抗肿瘤药，抗感染、手术用药等多品类齐发展是基本战略。依靠“研发+销售”是其实现销售收入持续增长的基本动力。
- 对基本面不多加论述，可详见之前的报告，以及图4的公司潜力产品库。

2008年公允价值波动最终影响情况

- 截至2008年12月31日，在假设公司三季度公布的持仓（全是新股申购）没有变动的情况下，我们推算公司2008年公允价值波动如下：
 - ◆ 公允价值波动损失是1.36亿元，假设投资收益是2500万，则合计影响利润1.1亿元，影响EPS为0.216元。如下图1所示。

图表1：2008年公允价值波动影响最终结果推算

权益投资	初始投资金额	账面值				
		期初	20080331	20080630	20080930	20081231
建设银行	1591.86	2430.98	1680.71	1458.59	1167.36	945.24
中国神华	1531.39	2716.25	1656.00	1555.40	1133.95	726.16
中国石油	1275.88	2365.34	1315.61	1141.42	980.98	776.99
中国远洋	356.16	1791.72	1118.04	829.50	626.22	315.00
兴业银行	331.69	1094.25	776.90	537.42	346.67	308.06
交通银行	593.29	1173.06	750.25	561.75	449.10	355.97
北京银行	507.50	826.62	568.40	558.25	328.45	361.75
大唐发电	132.52	824.80	524.80	420.00	290.00	258.40
中煤能源	410.65	410.65	406.02	389.91	285.97	157.87
西部矿业	480.25	875.91	487.62	302.40	-	-
中国铝业	624.59	786.22	-	-	-	-
其他	2077.14	4192.52	1549.66	1939.37	1667.50	1600.00
合计	9912.92	19488.33	10834.00	9694.00	7276.20	5805.44
公允价值变动		9575	(8654)	(9794)	(12212)	(13683)
投资收益		3885	1525	2000	2274	2500
合计影响		13460	(7129)	(7794)	(9938)	(11183)
影响EPS		0.260	-0.138	-0.151	-0.192	-0.216

来源：国金证券研究所

所得税率调整对业绩影响情景假设

- 公司已经公布了2008-2010三年被认定为高新技术企业，所得税享受10%的优惠，对公司业绩将产生增厚作用。情景假设如下：
 - ◆ 在之前按照三年25%的所得税率计算，公司2008年、2009年、2010年每股收益为0.830元、1.249元、1.571元；
 - ◆ 在现在按照三年15%的所得税率计算，公司2008年、2009年、2010年每股收益为0.944元、1.418元、1.783元；
 - ◆ 实际所得税率可能在此范围之间，相应的业绩也在此范围之间。

图表2：所得税率对公司业绩影响情景假设

		2007	2008E	2009E	2010E
我们之前的预测	所得税率假设(%)	18.17%	25.00%	25.00%	25.00%
	经营性净利润(万元)	291.35	533.42	643.93	812.50
	同比增长率(%)	54.19%	83.08%	20.72%	26.18%
	经营性每股收益(元)	0.676	1.031	1.245	1.571
	净利润(万元)	412.92	429.59	645.93	812.50
	同比增长率(%)	99.82%	4.04%	50.36%	25.79%
	每股收益EPS(元)	0.958	0.830	1.249	1.571
税率充分调整后的预测	所得税率假设(%)	18.17%	15.00%	15.00%	15.00%
	经营性净利润(万元)	291.35	592.03	731.39	922.16
	同比增长率(%)	54.19%	103.20%	23.54%	26.08%
	经营性每股收益(元)	0.676	1.144	1.414	1.783
	净利润(万元)	412.92	488.20	733.39	922.16
	同比增长率(%)	99.82%	18.23%	50.22%	25.74%
	每股收益EPS(元)	0.958	0.944	1.418	1.783

来源：国金证券研究所

- 我们根据谨慎的原则，预计公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益为 0.910 元、1.350 元、1.698 元。我们的预测基础可见图 3，没有考虑公允价值波动影响。
 - ◆ 公司目前股价 37.13 元，对应 2009 年 PE 为 27.5 倍，在其历史合理估值范围之内。
 - ◆ 在当前的市场环境下，历来估值最高的恒瑞医药已经显得不是那么贵，而且所得税的作用使得公司未来两年业绩弹性非常大，并出现了超出市场之前预期的可能。
 - ◆ 对于恒瑞医药的持有者而言，少了高估值的担心，持有的信心可以加强；如果看好公司长期发展，希望对医药股进行基本配置，现在也不失为一良好的时机，我们维持“买入”的评级。

图表3：公司主营业务分类别预测

		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
抗肿瘤药	主营业务收入	69000.00	84180.00	116680.00	147774.00	181288.80	217810.56
	同比增长率	19.53%	22.00%	38.61%	26.65%	22.68%	20.15%
	主营业务成本	8280.00	9259.80	11084.60	15516.27	20848.21	26137.27
	同比增长率	25.37%	11.83%	19.71%	39.98%	34.36%	25.37%
	毛利率	88.00%	89.00%	90.50%	89.50%	88.50%	88.00%
抗感染药	主营业务收入	23752.20	22564.59	25000.00	29352.50	35132.25	35815.84
	同比增长率	-7.00%	-5.00%	10.79%	17.41%	19.69%	1.95%
	主营业务成本	4750.44	4512.92	5000.00	6017.26	7377.77	7879.48
	同比增长率	-21.43%	-5.00%	10.79%	20.35%	22.61%	6.80%
	毛利率	80.00%	80.00%	80.00%	79.50%	79.00%	78.00%
手术用药	主营业务收入	10050.00	13969.50	23469.00	31600.00	44250.00	59500.00
	同比增长率	38.01%	39.00%	68.00%	34.65%	40.03%	34.46%
	主营业务成本	1608.00	2793.90	3525.04	5214.00	7522.50	10115.00
	同比增长率	36.27%	73.75%	26.17%	47.91%	44.28%	34.46%
	毛利率	84.00%	80.00%	84.98%	83.50%	83.00%	83.00%
其他（含心血管、原料药、OTC等）	主营业务收入	15100.00	21500.00	30800.00	41300.00	47500.00	60000.00
	同比增长率	25.78%	42.38%	43.26%	34.09%	15.01%	26.32%
	主营业务成本	8352.43	10083.61	16632.00	21476.00	23750.00	27000.00
	同比增长率	27.70%	20.73%	64.94%	29.12%	10.59%	13.68%
	毛利率	44.77%	47.00%	46.00%	48.00%	50.00%	55.00%

来源：国金证券研究所

图表4：公司销量过亿的产品线（蓝色：老的过亿产品；黄色：新增过亿产品；绿色：新上潜力产品）

产品类别	老的过亿产品梯队（4个）		2008年过亿产品梯队（7个）		2009年过亿产品梯队（预期11个）		2010年及以后过亿产品梯队（预期16个）	
	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注
抗肿瘤药	亚叶酸钙	1亿多	亚叶酸钙	稳定规模	亚叶酸钙	稳定规模	亚叶酸钙	稳定规模
	奥沙利铂	3亿多	奥沙利铂	稳定增长	奥沙利铂	稳定规模	奥沙利铂	稳定规模
	多西他赛	4亿多	多西他赛	快速增长	多西他赛	快速增长	多西他赛	稳定增长
			伊立替康	1亿多	伊立替康	快速增长	伊立替康	快速增长
			来曲唑	新品上市	来曲唑	1亿多	来曲唑	快速增长
					培门冬酶	新品上市	培门冬酶	接近1亿
					S1替加氟复方制剂	新品上市	S1替加氟复方制剂	接近1亿
							PEG干扰素	新品上市
							厄多斯坦氨溴索	新品上市
							YN-968	新品上市
抗感染药	克拉霉素	1亿多	克拉霉素	快速增长	克拉霉素	快速增长	克拉霉素	快速增长
							头孢他啶/他唑	新品上市
手术用药			七氟烷	1亿多	七氟烷	快速增长	七氟烷	快速增长
			碘佛醇	新品上市	碘佛醇	1亿多	碘佛醇	快速增长
			顺阿曲库胺	新品上市	顺阿曲库胺	1亿多	顺阿曲库胺	快速增长
					钠钾输液	新品上市	钠钾输液	1亿多
					钠钾镁钙输液	新品上市	钠钾镁钙输液	1亿多
							其他品种	新品上市
心血管药			厄贝沙坦	接近1亿	厄贝沙坦	1亿多	厄贝沙坦	快速增长
					阿斯匹林缓释剂	新品上市	阿斯匹林缓释剂	接近1亿
创新药					卡曲沙星	报生产	卡曲沙星	新品上市
					艾瑞昔布	三期临床创新药	艾瑞昔布	新品上市
							阿帕替尼	一期临床创新药
OTC			贝莱	08年过亿	贝莱	稳定增长	贝莱	稳定增长
制剂出口					伊立替康	已上报FDA		
					甲巴喷丁	已上报FDA		
					利培酮	已上报FDA		
原料药	美司那	已过FDA认证						
	异环磷酸胺	已过FDA认证						
	噻替哌	已过FDA认证						
	VP16	已过FDA认证						

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,179	1,422	1,960	2,501	3,082	3,732
增长率		20.6%	37.8%	27.6%	23.2%	21.1%
主营业务成本	-230	-266	-330	-435	-545	-674
% 销售收入	19.5%	18.7%	16.9%	17.4%	17.7%	18.1%
毛利	949	1,156	1,629	2,066	2,537	3,057
% 销售收入	80.5%	81.3%	83.1%	82.6%	82.3%	81.9%
营业税金及附加	-19	-23	-31	-40	-47	-58
% 销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%
营业费用	-476	-563	-798	-1,004	-1,233	-1,493
% 销售收入	40.4%	39.5%	40.7%	40.2%	40.0%	40.0%
管理费用	-240	-301	-406	-330	-385	-410
% 销售收入	20.3%	21.2%	20.7%	13.2%	12.5%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	215	270	394	691	872	1,096
% 销售收入	18.2%	19.0%	20.1%	27.7%	28.3%	29.4%
财务费用	0	1	-4	-2	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	102	-137	0	0
投资收益	0	18	39	25	0	0
% 税前利润	0.0%	6.3%	7.6%	4.3%	0.0%	0.0%
营业利润	215	289	508	578	873	1,097
营业利润率	18.2%	20.3%	25.9%	23.1%	28.3%	29.4%
营业外收支	6	1	4	8	2	0
税前利润	221	289	511	586	875	1,097
利润率	18.7%	20.3%	26.1%	23.4%	28.4%	29.4%
所得税	-61	-84	-93	-106	-166	-208
所得税率	27.5%	29.2%	18.2%	18.0%	19.0%	19.0%
净利润	160	205	419	481	708	888
少数股东损益	-2	-2	6	10	10	10
归属于母公司的净利润	162	207	413	471	698	878
净利率	13.8%	14.5%	21.1%	18.8%	22.7%	23.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	162	207	419	481	708	888
少数股东损益	-2	-2	0	0	0	0
非现金支出	69	57	81	62	66	70
非经营收益	7	-15	-137	92	-2	0
营运资金变动	-8	19	-144	-207	-149	-147
经营活动现金净流	228	266	219	429	623	812
资本开支	-63	-85	-66	-75	-77	-80
投资	0	-11	-158	134	20	20
其他	0	18	57	-112	0	0
投资活动现金净流	-63	-78	-167	-53	-57	-60
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	-51	0	12	-60	0	1
其他	6	6	-57	-2	-67	-67
筹资活动现金净流	-44	6	-45	-62	-67	-66
现金净流量	121	194	7	314	499	686

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	431	566	572	886	1,385	2,070
应收款项	291	265	528	725	843	977
存货	69	98	115	143	179	222
其他流动资产	10	16	279	164	145	132
流动资产	801	945	1,495	1,918	2,552	3,401
% 总资产	62.3%	64.8%	74.2%	78.4%	82.5%	86.1%
长期投资	4	4	4	5	4	4
固定资产	480	509	471	481	486	486
% 总资产	37.3%	34.9%	23.4%	19.7%	15.7%	12.3%
无形资产	0	0	30	39	48	57
非流动资产	485	513	519	527	541	550
% 总资产	37.7%	35.2%	25.8%	21.6%	17.5%	13.9%
资产总计	1,285	1,458	2,014	2,445	3,093	3,951
短期借款	0	0	60	0	0	0
应付款项	87	101	249	310	314	356
其他流动负债	36	40	46	89	91	85
流动负债	123	141	355	399	405	442
长期贷款	48	48	0	0	0	1
其他长期负债	6	12	25	0	0	0
负债	177	201	381	399	405	443
普通股股东权益	1,095	1,246	1,616	2,019	2,650	3,461
少数股东权益	13	11	17	27	37	47
负债股东权益合计	1,285	1,458	2,014	2,445	3,093	3,951

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.636	0.623	0.958	0.910	1.350	1.698
每股净资产	4.293	3.756	3.748	3.903	5.123	6.691
每股经营现金净流	0.893	0.803	0.508	0.829	1.204	1.569
每股股利	0.220	0.160	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.82%	16.59%	25.56%	23.31%	26.35%	25.37%
总资产收益率	12.62%	14.17%	20.51%	19.25%	22.58%	22.23%
投入资本收益率	14.17%	14.71%	18.75%	27.71%	26.29%	25.30%
增长率						
主营业务收入增长率	2.98%	20.62%	37.77%	27.60%	23.24%	21.09%
EBIT增长率	20.33%	20.04%	45.27%	75.59%	26.16%	25.68%
净利润增长率	32.30%	27.39%	99.82%	13.97%	48.40%	25.76%
总资产增长率	2.38%	13.44%	38.12%	21.43%	26.48%	27.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.3	38.0	52.9	78.0	70.0	65.0
存货周转天数	104.8	114.4	117.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	98.4	71.3	65.5	90.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	140.4	113.6	87.2	63.8	50.0	39.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.60%	-42.05%	-47.97%	-49.94%	-55.84%	-61.71%
EBIT利息保障倍数	-2,874.7	-509.6	100.9	456.0	-3,841.0	-3,526.5
资产负债率	13.78%	13.79%	18.90%	16.30%	13.10%	11.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	7	14	32	41
买入	1	3	6	12	21
持有	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.36	1.32	1.32	1.35

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-02-08	买入	25.08	N/A
2 2008-09-04	买入	34.98	45.00 ~ 45.00
3 2008-10-27	买入	30.59	N/A
4 2008-11-03	买入	31.60	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。