

创新及国际化即将迈出关键性的一步

研究结论

- 创新药：磷酸瑞格列汀用于二型糖尿病的治疗，瑞格列汀将于 2009 年 6 月申报美国 FDA 临床。如能研发成功，其将以全球专利创新药的身份引领恒瑞进入全球药品市场，预计未来能实现年销售 20 亿美元。瑞格列汀为默克公司 Januvia 的“me-better”产品。Januvia 为默克公司 2006 年 10 月上市的新产品，2008 年度世界糖尿病日纽约会议最高年度科技成果奖，是国际新陈代谢及分泌学公认世界第一个能彻底攻克糖尿病的新药。瑞格列汀为 DPP-IV 抑制剂，其特点为：1、血糖依赖性促胰岛素分泌；2、抑制胰高血糖素分泌；3、平稳地控制血糖水平不会产生低血糖；4、维持甚至改善 2 型糖尿病患者的 B 细胞，延缓疾病进程；5、降低患者的体重，6、口服增加患者的顺应性。而不产生低血糖、改善 B 细胞，降低体重恰恰正是目前临床使用降血糖药物的缺陷，因此瑞格列汀将显示出得天独厚的优势。据摩根斯坦利分析，DPP-IV 抑制剂将在美国形成 30 亿美元的市场规模，并可能抢占磺脲类药物一半的市场份额。
- 制剂出口：公司向美国 FDA 申报了三个产品检查，包括伊利替康、加巴喷汀、长春瑞滨，现正在紧张地做一些准备工作，迎接美国 FDA 的检查。
- 2008 年的经营状况：略超市场预期。预计 2008 年实现主营业务收入 24 亿元，同比增长 20%。其中抗肿瘤药预计实现了 18 亿元的销售收入。奥沙利铂增长 10% 以上，多西他赛增长 30%，伊利替康、来曲唑增长 50%。预计手术用药实现了销售收入 3 亿元。
- 2009 年经营展望：提高每股收益至 1.3 元。2009 年公司降低抗肿瘤的销售比重，把更多的精力花在非肿瘤领域，增长更多的来自非抗肿瘤药，比如，公司的心血管药厄贝沙坦，2007 年实现销售收入 4000 万元，2008 年 8000 万元，2009 年将过亿。厄贝沙坦很多病人用后可以自己去药店去买。该产品可在大医院、药店、诊所销售，建立品牌的消费客户群，预计该产品的市场潜力很大，市场也很稳定，加大市场的推广力度。患者教育，品牌建立。公司还正在对厄贝沙坦进行深度研究，正在与诺华做成一复方制剂，目前正在做二期临床。又如，造影剂碘氟醇，2008 年实现销售收入 4000 万元，2009 年将过亿元，碘氟醇主要受产限的限制。2009 年公司有系列的新药上市，包括左亚叶酸钙、卡曲沙星、S1、培门冬酶、艾瑞昔布、乳康素等。公司 2009 年新产品的销售政策是进行前期的基础工作，但并不把主要精力花在新产品上，2009 年公司把主要精力放在前期正在花大力气推介的、正在放量产品上。麻醉药将是 2009 年主要推广的品种，2008 年的手术用药的销售人员大约为 300 多，2009 年将扩充到 500-600 人。七氟烷，在美国的销售收入达到 7 亿多美元，预计在中国销售可达 2-3 亿元人民币。公司目前的增长受到产能的限制。公司车间满负荷运转。春节期间车间里没有年假。新建一车间大概需要 30 个月的时间，1 亿元左右的资金，其中，公司的装备都是进口，进口设备需要 14 个月时间，车间设计都是按照美国 FDA 的标准进行，车间建好后要接受中国 SFDA 的检测，接着需要人员培训，公司预计花 3-5 年内使产能扩大 2 倍。
- 随着公司产能的解决、营销网络的进一步完善，公司中期目标为实现销售收入 100 亿元，销售队伍扩张到 7000-8000 人。
- 我们预计 2009 年公司的销售收入将增长 25% 左右，净利润将增长 30% 左右，我们提高公司 2009 年的盈利的预测至每股收益 1.30 元（原为 1.25 元）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

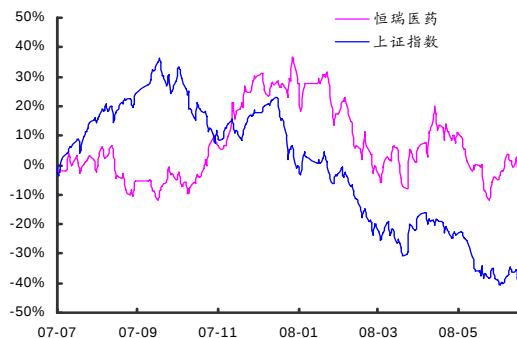
医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 02 月 11 日)	39.55 元
目标价格 (6 个月)	50.00 元
总股本/A 股 (万股)	51729/51729
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2009 年 02 月 11 日

股价表现



财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1960	2389	2986	3882
同比(%)	36%	22%	25%	30%
归属母公司净利润	413	526	670	881
同比(%)	100%	27%	28%	31%
毛利率(%)	83.1%	83.1%	83.0%	83.3%
ROE(%)	25.6%	25.9%	25.3%	25.6%
每股收益(元)	0.80	1.02	1.30	1.70
P/E	46.77	36.73	30.52	23.23
P/B	11.95	9.52	7.30	5.61
EV/EBITDA	33	28	23	18

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

国际化进展：

创新药：磷酸瑞格列汀用于二型糖尿病的治疗，瑞格列汀将于 2009 年 6 月申报美国 FDA 临床。如能研发成功，其将以全球专利创新药的身份引领恒瑞进入全球药品市场，预计未来能实现年销售 20 亿美元。瑞格列汀为默克公司 Januvia 的“me-better”产品。Januvia 为默克公司 2006 年 10 月上市的新产品，2008 年度世界糖尿病日纽约会议最高年度科技成果奖，是国际新陈代谢及分泌学公认世界第一个能彻底攻克糖尿病的新药。瑞格列汀为 DPP-IV 抑制剂，其特点为：1、血糖依赖性促胰岛素分泌；2、抑制胰高血糖素分泌；3、平稳地控制血糖水平不会产生低血糖；4、维持甚至改善 2 型糖尿病患者的 B 细胞，延缓疾病进程；5、降低患者的体重，6、口服增加患者的顺应性。而不产生低血糖、改善 B 细胞、降低体重恰恰正是目前临床使用降血糖药物的缺陷，因此瑞格列汀将显示出得天独厚的优势。据摩根斯坦利分析，DPP-IV 抑制剂将在美国形成 30 亿美元的市场规模，并可能抢占磺脲类药物一半的市场份额。

制剂出口：公司向美国 FDA 申报了三个产品检查，包括伊利替康、加巴喷汀、长春瑞滨，现正在紧张地做一些准备工作，迎接美国 FDA 的检查。

2008 年的经营总结及 2009 年的经营展望：

2008 年的经营状况：略超市场预期

预计 2008 年实现主营业务收入 24 亿元，同比增长 20%。其中抗肿瘤药预计实现了 18 亿元的销售收入。奥沙利铂增长 10%以上，多西他赛增长 30%，伊利替康、来曲唑增长 50%。预计手术用药实现了销售收入 3 亿元。

2009 年经营展望：提高每股收益至 1.3 元

2009 年公司将降低抗肿瘤的销售比重，把更多的精力花在非肿瘤领域，增长更多的来自非抗肿瘤药，比如，公司的心血管药厄贝沙坦，2007 年实现销售收入 4000 万元，2008 年 8000 万元，2009 年将过亿。厄贝沙坦很多病人用后可以自己去药店去买。该产品可在大医院、药店、诊所销售，建立品牌的消费客户群，预计该产品的市场潜力很大，市场也很稳定，加大市场的推广力度。患者教育，品牌建立。公司还正在对厄贝沙坦进行深度研究，正在与络活喜做成一复方制剂，目前正在做二期临床。又如，造影剂碘氟醇，2008 年实现销售收入 4000 万元，2009 年将过亿元，碘氟醇主要受产限的限制。2009 年公司系列的新药上市，包括左亚叶酸钙、卡曲沙星、S1、培门冬酶、艾瑞昔布、乳康素等。公司 2009 年新产品的销售政策是进行前期的基础工作，但并不把主要精力花在新产品上，2009 年公司把主要精力放在前期正在花大力气推介的、正在放量产品上。麻醉药将是 2009 年主要推广的品种，2008 年的手术用药的销售人员大约为 300 多，2009 年将扩充到 500-600 人。七氟烷，在美国的销售收入达到 7 亿多美元，预计在中国销售可达 2-3 亿元人民币。公司目前的增长受到产能的限制。公司车间满负荷运转。春节期间车间里没有年假。新建一车间大概需要 30 个月的时间，1 亿元左右的资金，其中，公司的装备都是进口，进口设备需要 14 个月时间，车间设计都是按照美国 FDA 的标准进行，车间建好后要接受中国 SFDA 的检测查，接着需要人员培训，公司预计花 3-5 年内使产能扩大 2 倍。

随着公司产能的解决、营销网络的进一步完善，公司中期目标为实现销售收入 100 亿元，销售队伍扩张到 7000-8000 人。

我们预计 2009 年公司的销售收入将增长 25%左右，净利润将增长 30%左右，我们提高公司 2009 年的盈利的预测至每股收益 1.30 元（原为 1.25 元）。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1495	1884	2582	3501	营业收入	1960	2389	2986	3882
现金	572	863	1553	2104	营业成本	330	404	508	648
应收账款	427	559	674	931	营业税金及附加	31	38	47	62
其它应收款	53	64	77	95	营业费用	798	896	1117	1456
预付账款	8	10	12	16	管理费用	406	385	537	718
存货	115	145	186	246	财务费用	4	-13	-26	-39
其他	319	244	79	108	资产减值损失	23	6	6	6
非流动资产	519	457	408	359	公允价值变动收益	102	-70	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	39	20	0	16
固定资产	468	421	373	324	营业利润	508	624	797	1047
无形资产	30	30	30	30	营业外收入	5	3	3	3
其他	16	1	1	0	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2014	2341	2990	3859	利润总额	511	627	799	1050
流动负债	355	288	310	370	所得税	93	94	120	157
短期借款	60	0	0	0	净利润	419	533	679	892
应付账款	72	74	96	121	少数股东损益	6	7	9	12
其他	223	214	213	249	归属于母公司净利润	413	526	670	881
非流动负债	25	0	0	0	EBITDA	570	660	820	1057
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	1.02	1.30	1.70
其他	25	0	0	0					
负债合计	381	288	310	370	主要财务比率				
少数股东权益	17	24	33	45	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	431	517	517	517	成长能力				
资本公积	318	318	318	318	营业收入	36.4%	21.9%	25.0%	30.0%
留存收益	866	1263	1882	2679	营业利润	75.2%	23.0%	27.6%	31.4%
归属母公司股东权益合计	1616	2028	2647	3445	归属于母公司净利润	99.5%	27.3%	27.5%	31.4%
负债和股东权益	2014	2341	2990	3859	获利能力				
					毛利率	83.1%	83.1%	83.0%	83.3%
现金流量表				单位:百万元	净利率	21.1%	22.0%	22.5%	22.7%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	25.6%	25.9%	25.3%	25.6%
经营活动现金流	219	274	532	579	ROIC	59.6%	61.0%	68.7%	73.0%
净利润	419	533	679	892	偿债能力				
折旧摊销	58	49	49	49	资产负债率	18.9%	12.3%	10.4%	9.6%
财务费用	4	-13	-26	-39	净负债比率				
投资损失	-39	-20	0	-16	流动比率	4.21	6.53	8.34	9.46
营运资金变动	-143	-208	-180	-335	速动比率	3.89	6.03	7.74	8.80
其它	-80	-67	10	28	营运能力				
投资活动现金流	-167	107	184	16	总资产周转率	1.13	1.10	1.12	1.13
资本支出	67	0	0	0	应收账款周转率	6	5	5	5
长期投资	-158	-0	0	0	应付账款周转率	5.57	5.52	5.95	5.96
其他	-258	107	184	16	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-45	-90	-26	-44	每股收益	0.80	1.02	1.30	1.70
短期借款	60	-60	0	0	每股经营现金流	0.42	0.53	1.03	1.12
长期借款	-48	0	0	0	每股净资产	3.12	3.92	5.12	6.66
普通股增加	99	86	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	46.77	36.73	28.81	21.93
其他	-156	-116	-26	-44	P/B	11.95	9.52	7.30	5.61
现金净增加额	7	290	691	551	EV/EBITDA	33	28	23	18

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

本人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，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn