

2009 年 02 月 15 日

市场数据(人民币)

市价(元)	39.45
已上市流通A股(百万股)	354.09
总市值(百万元)	20,406.93
年内股价最高最低(元)	48.13/30.59
沪深 300 指数	2399.07
上证指数	2320.79
2007 年股息率	0.22%


相关报告

- 1 《税收优惠带来更大的业绩弹性》，2009.1.7
- 2 《抗肿瘤业务为核心,多品类齐头并进》，2008.11.3
- 3 《公允价值影响收益,主业继续高速增长》，2008.10.27

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)

——创新药研发平台成果渐显

卖出

减持

持有

买入

强买

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	0.833	1.335	1.692
净利润增长率	32.29%	27.38%	99.81%	4.36%	60.25%	26.73%
先前预期每股收益(元)				0.910	1.350	1.698
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.893	1.273	1.601
市盈率(倍)	23.19	51.77	59.55	47.36	29.55	23.32
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	10.86	0.49	0.87
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”

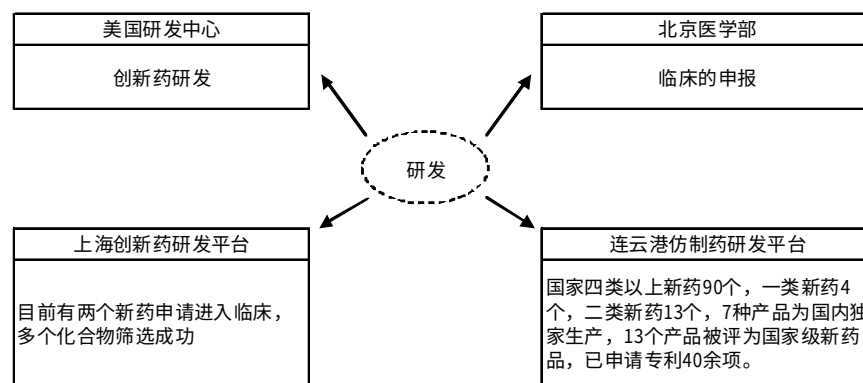
基本结论

- 当前市场关注的糖尿病新药 Retagliptin, 是上海研发中心最新筛选成功的化合物。目前临床前效果较好, 公司计划申报 FDA 临床试验。从临床到上市将是一个非常漫长的过程, 其中还包括很多的不确定性。所以我们认为该药在可预见的几年内不会对公司的经营产生实质性影响。
- 对恒瑞的研发体系我们始终是有信心的, 我们也是基于公司“研发+销售—>利润”的模式长期看好公司的发展。
 - ◆ 通过对公司产品线的分析, 我们认为公司的产品储备非常丰富, 每年都会有数个产品上市, 也会有数个产品进入快速增长期。这是一种“流水线”式的梯队, 公司的经营不会因为一个产品的成功或失败产生影响。
 - ◆ 2009 年公司可能新增的过亿产品是: 来曲唑、典氟醇、顺阿曲库胺、厄贝沙坦。可能新上市的产品是: 培门冬酶、S1、卡曲沙星、艾瑞昔布、钠钾输液等。
- 我们仍然维持公司 2008-2010 年主业 1.082 元、1.335 元、1.692 元的盈利预测, 三年复合增长率为 44.28%。根据我们最新的判断, 我们修正了 2008 年的实际每股收益为 0.833 元, 比之前下调的主要原因是公司 2008 年新增了一部分对海通证券的投资收益损失, 大约为 2500 万元。在 2009、2010 年不考虑公允价值波动的情况下, 公司 2008-2010 年的实际每股收益为 0.833 元、1.335 元、1.692 元, 维持“买入”的评级。

研发实力是公司一贯的优势

- 恒瑞医药的研发实力在国内医药行业位居前列，目前拥有连云港、上海、美国、北京四个研发中心。其中连云港的仿制药研发平台，为公司贡献了近百种新药，是公司近几年发展的重要基础。

图表1：恒瑞医药自主研发体系介绍



来源：国金证券研究所

- 上海恒瑞医药研发中心，是公司于 2004 年建成并投入使用的创新药研发平台。是国内少有的能够从目标化合物设计合成，体外体内筛选，药代毒理，药理到 GMP 生产一条龙的研发中心之一。
 - ◆ 研发中心负责人邓炳初博士拥有 20 多年的新药研发经验，发表过 100 多篇的专利和文献，研发出的 6 个化合物已在美国、欧洲和日本做临床，并有一个抗肿瘤新药在美国上市。
 - ◆ 邓博士加入恒瑞上海研发中心后，强化了新药研发实力，已经搭建成集肿瘤、糖尿病、心血管、生化等多领域的化合物筛选平台。目前已经有三个化合物处于申报临床阶段。
- 当前市场关注的糖尿病新药 Retaglipitin，是上海研发中心最新筛选成功的化合物。目前临床前效果较好，公司计划申报 FDA 临床试验。从临床到上市将是一个非常漫长的过程，其中还包括很多的不确定性。所以我们认为该药在可预见的几年内不会对公司的经营产生实质性影响。如对该药感兴趣，可参见我们后文的详细分析。

公司发展并不依赖于单一产品

- 对恒瑞的研发体系我们始终是有信心的，我们也是基于公司“研发+销售—>利润”的模式长期看好公司的发展。
 - ◆ 通过对公司产品线的分析，我们认为公司的产品储备非常丰富，每年都会有数个产品上市，也会有数个产品进入快速增长期，如图 2 所示。这是一种“流水线”式的梯队，公司的经营不会因为一个产品的成功或失败产生影响。
 - ◆ 2009 年公司可能新增的过亿产品是：来曲唑、典氟醇、顺阿曲库胺、厄贝沙坦。可能新上市的产品是：培门冬酶、S1、卡曲沙星、艾瑞昔布、钠钾输液等。
- 我们仍然维持公司 2008-2010 年主业 1.082 元、1.335 元、1.692 元的盈利预测，三年复合增长率为 44.28%。根据我们最新的判断，我们修正了 2008 年的实际每股收益为 0.833 元，比之前下调的主要原因是公司 2008 年新增了一部分对海通证券的投资收益损失，大约为 2500 万元。在

2009、2010 年不考虑公允价值波动的情况下，公司 2008-2010 年的实际每股收益为 0.833 元、1.335 元、1.692 元，维持“买入”的评级。

图表2：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	2007年过亿产品（4个）		2008年过亿产品（7个）		2009年过亿产品（预期11个）		2010年及以后过亿产品（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	1.0亿	亚叶酸钙	1.1亿	亚叶酸钙	稳定规模	亚叶酸钙	稳定规模
	奥沙利铂	3.7亿	奥沙利铂	4.1亿	奥沙利铂	稳定规模	奥沙利铂	稳定规模
	多西他赛	4.7亿	多西他赛	5.7亿	多西他赛	快速增长	多西他赛	稳定增长
			伊立替康	1.2亿	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	1.2亿	克拉霉素	1.7亿	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	1.1亿	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							其他品种	新品上市
			目前较受关注的一个创新药，其实还很长远		卡曲沙星	报生产	卡曲沙星	新品上市
					艾瑞昔布	报生产	艾瑞昔布	新品上市
					阿帕替尼	二期临床	阿帕替尼	三期临床
					抗肿瘤药	申报临床	抗肿瘤药	一期临床
					DPP-IV降糖药	临床前研究	DPP-IV降糖药	申报临床
OTC			贝莱	1.1亿	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						
	异环磷酰胺	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

糖尿病新药：Retaglipitin 介绍

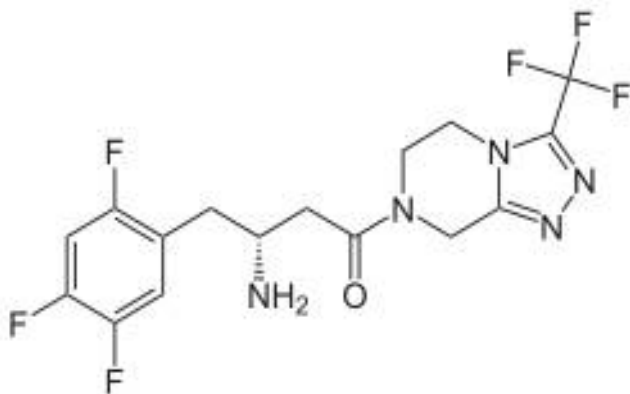
属于最先进的 DPPIV 抑制类降糖药

- 胰岛素的分泌对血糖含量有至关重要的作用，人体内会分泌多种对胰岛素的刺激素，其中回肠 L 细胞合成分泌的胰高糖素样肽-1 (GLP-1)，对胰岛素分泌的刺激作用最强。
- 二肽基肽酶-IV (DPPIV) 是一种丝氨酸蛋白酶，可以裂解 GLP-1。减少体内的 DPPIV 含量，也就可以增加 GLP-1 的含量，也就可以促进胰岛素的分泌，也就有利于血糖的控制。这就为治疗糖尿病提供了一种全新的思路。
- 在这样的背景下，就产生了一类 DPPIV 抑制剂类降糖药。其在治愈糖尿病的同时，还具备传统口服糖尿病药不具备的优势，可以降低患者体重，更平稳地控制血糖水平，不会产生低血糖。

国外默克和诺华的同类产品已经上市

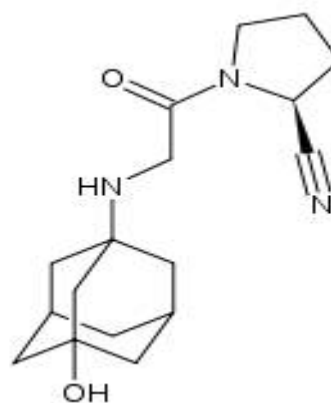
- 默克公司的 Januvia (Sitagliptin、单方) 和 Janumet (复方)：2006 年 Januvia 上市就实现了 4290 万美元的销售额，Janumet 作为 sitagliptin 和二甲双胍的合剂，于 2007 年 4 月上市。这两种药物销售增长迅猛，2008 年就快接近 20 亿美元：
- 诺华公司的 Galvus (Vildagliptin)：2007 年 9 月被欧盟批准低剂量用药，在巴西和墨西哥也已经被批准，但 FDA 对于其安全性的担忧，向诺华索要更多的数据。目前诺华不打算继续向 FDA 递交申请，07 年和 08 年的销售额分别为 800 万和 4300 万美元。由于失去了美国这个市场，所以其前景不如默克。
- 其他公司同类产品也有在申报和研发过程中，包括恒瑞医药。

图表3：默克产品 sitagliptin 分子结构



来源：国金证券研究所

图表4：诺华产品 vildagliptin 分子结构



恒瑞的 retaglipitin 属于仿创药

- 作为 Metoo Mebetter 类药物，恒瑞医药的 DPPIV 类降糖药在机理上应该与上述两种药物类似，疗效上可能还会有所突破。但这都需要经过临床试验的验证。
- 如果公司最终决定要向 FDA 申报临床，我们目前判断进程和结果还是比较难以把握的。
- 但这再次验证了恒瑞强大的研发实力，公司虽然目前还是靠仿制药盈利，但个别领域的研发实力已经与跨国巨头处在了同一水平，将来创新药上有所作为指日可待。

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	2,431	3,042	3,732
增长率		20.6%	37.8%	24.0%	25.1%	22.7%
主营业务成本	-230	-266	-330	-426	-544	-692
% 销售收入	19.5%	18.7%	16.9%	17.5%	17.9%	18.6%
毛利	949	1,156	1,629	2,005	2,497	3,039
% 销售收入	80.5%	81.3%	83.1%	82.5%	82.1%	81.4%
营业税金及附加	-19	-23	-31	-39	-46	-58
% 销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%
营业费用	-476	-563	-798	-976	-1,217	-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	-340	-411	-448
% 销售收入	20.3%	21.2%	20.7%	14.0%	13.5%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	215	270	394	649	824	1,041
% 销售收入	18.2%	19.0%	20.1%	26.7%	27.1%	27.9%
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	-162	0	0
投资收益	0	18	39	25	0	0
% 税前利润	0.0%	6.3%	7.6%	4.8%	0.0%	0.0%
营业利润	215	289	508	511	824	1,041
营业利润率	18.2%	20.3%	25.9%	21.0%	27.1%	27.9%
营业外收支	6	1	4	8	0	0
税前利润	221	289	511	519	824	1,041
利润率	18.7%	20.3%	26.1%	21.3%	27.1%	27.9%
所得税	-61	-84	-93	-78	-124	-156
所得税率	27.5%	29.2%	18.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	160	205	419	441	701	885
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	431	691	875
净利率	13.8%	14.5%	21.1%	17.7%	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	441	701	885
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	118	0	0
营运资金变动	-8	19	-144	-189	-156	-156
经营活动现金净流	228	266	219	432	611	799
资本开支	-63	-85	-66	-75	-79	-80
投资	0	-11	-158	134	20	20
其他	0	18	57	-137	0	0
投资活动现金净流	-63	-78	-167	-78	-59	-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	292	485	673

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	864	1,349	2,022
应收款项	291	265	528	704	832	977
存货	69	98	115	140	179	228
其他流动资产	10	16	279	163	145	132
流动资产	801	945	1,495	1,872	2,505	3,359
% 总资产	62.3%	64.8%	74.2%	78.0%	82.3%	85.9%
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%	20.0%	15.9%	12.4%
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%	22.0%	17.7%	14.1%
资产总计	1,285	1,458	2,014	2,400	3,046	3,909
短期借款	0	0	60	0	0	0
应付款项	87	101	249	304	315	365
其他流动负债	36	40	46	88	91	85
流动负债	123	141	355	393	405	450
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	393	405	451
普通股股东权益	1,095	1,246	1,616	1,979	2,603	3,411
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	2,400	3,046	3,909

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.636	0.623	0.958	0.833	1.335	1.692
每股净资产	4.293	3.756	3.748	3.826	5.031	6.593
每股经营现金净流	0.893	0.803	0.508	0.835	1.181	1.545
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%	21.77%	26.53%	25.66%
总资产收益率	12.62%	14.17%	20.51%	17.96%	22.67%	22.38%
投入资本收益率	14.17%	14.71%	18.75%	27.50%	26.53%	25.58%
增长率						
主营业务收入增长率	2.98%	20.62%	37.77%	24.03%	25.15%	22.68%
EBIT增长率	20.33%	20.04%	45.27%	64.87%	26.91%	26.35%
净利润增长率	32.30%	27.39%	99.82%	4.36%	60.25%	26.73%
总资产增长率	2.38%	13.44%	38.12%	19.16%	26.92%	28.37%
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	65.6	50.6	39.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.60%	-42.05%	-47.97%	-49.84%	-55.48%	-61.21%
EBIT利息保障倍数	-2,874.7	-509.6	100.9	425.7	-3,723.2	-3,442.5
资产负债率	13.78%	13.79%	18.90%	16.37%	13.31%	11.55%

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	2	3	10	17	38
买入	0	1	4	6	16
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.25	1.26	1.30

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 2008-09-04	买入	34.98	45.00~45.00
2 2008-10-27	买入	30.59	N/A
3 2008-11-03	买入	31.60	N/A
4 2009-01-07	买入	37.12	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。