

恒瑞医药 (600276.sh)

主营业务增长迅速，增长后劲十足

葛峰 医药行业 研究员

电话: 020-8755888-340

eMail: gz2@gf.com.cn

杨挺 医药行业 研究助理

电话: 020-8755888-897

eMail: yt8@gf.com.cn

公司主营增长迅速

公司 2008 年全年实现销售收入 24 亿元，同比 20.08%；实现毛利 19.91 亿元，同比增长 20.75%；受公允价值大幅缩水影响，公司净利润 4.23 亿元，同比增长 1.97%；若扣除非经常性损益后公司 08 年净利润为 5.70 亿元，同比增长 100.06%。

盈利能力上升，财务数据或现隐忧

公司获得高新技术企业认证，所得税率下降到 15%，使得实际税率降低至 7%。另外，公司管理费用率大幅下降 6 个百分点，销售费用率下降 1 个百分点，财务费用率继续保持较低水平，净利率、ROE 为 18%和 21%，若剔除非经常性损益，净利率、ROE 则可高达 24%和 32%，体现出较强的盈利能力。但同时公司的经营活动先进流、应收账款、存货周转率等指标的变化也应引起警觉。

销售增长明显，后劲十足

公司各个销售区域的增长都超过了 20%。公司三大板块：抗肿瘤药、抗感染药、手术用药在 08 年都有不错表现。另外公司产品储备丰富，国际化进展顺利。

盈利预测与投资评级

我们得到公司 09 至 11 年的 EPS 为 1.29 元、1.54 元、1.82 元。09 年到 11 年动态 PE 为 32 倍、27 倍、23 倍。我们看好公司长期成长性，给予公司“买入”的投资评级，目标价格 45.1 元。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1,959.66	2,392.56	2,928.49	3,619.62	4,390.60
EBITDA(百万元)	516.02	527.60	879.76	1015.97	1230.67
净利润(百万元)	412.92	435.59	689.39	820.88	973.18
净利润增长率	99.82%	3.62%	58.26%	19.07%	18.55%
每股收益(元)	0.958	0.818	1.291	1.537	1.822
市盈率	59.55	59.55	32.53	27.32	23.05
市净率	15.22	10.87	8.45	6.61	5.22
EV/EBITDA	31.47	41.17	24.69	21.38	17.65
每股红利(元)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
股息率(%)	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18

来源: 江苏恒瑞医药股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	41.99
目标价格(元)	45.10
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	13.18%	27.75%	-12.47%
上证综指	18.68%	21.92%	-49.23%

股票数据

总股本(万股)	51,728.60
流通 A 股(万股)	35,408.73
主要股东:	

连云港天宇投资有限公司

主要股东持股比例	24.60%
流通 A 股比例	68.45%

财务比率

ROE	25.56%
ROA	20.51%
资产负债率	18.90%
每股净资产(元)	3.75

2007 年报数据

公司主营增长迅速

公司2008年全年实现销售收入24亿元，同比20.08%；实现毛利19.91亿元，同比增长20.75%；受公允价值大幅缩水影响，公司净利润4.23亿元，同比增长1.97%；若扣除非经常性损益后公司08年净利润为5.70亿元，同比增长100.06%。

公司的营业收入连续多年实现了高速增长，毛利率保持在相对稳定的水平。公司业绩受公允价值缩水影响严重，但目前公司所持有的可交易性金融资产公允价值已经处于相对低位，继续下跌空间不大，将来不会继续对公司业绩造成负面影响。

图1：公司营业增长情况

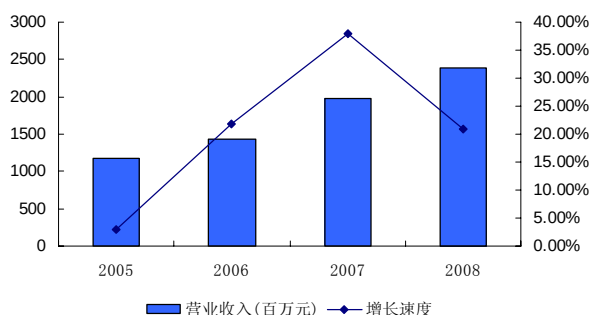
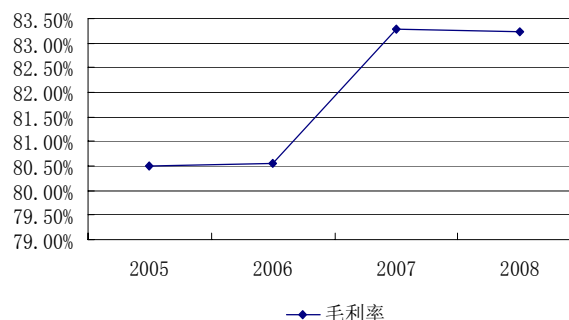


图2：公司毛利率变化情况

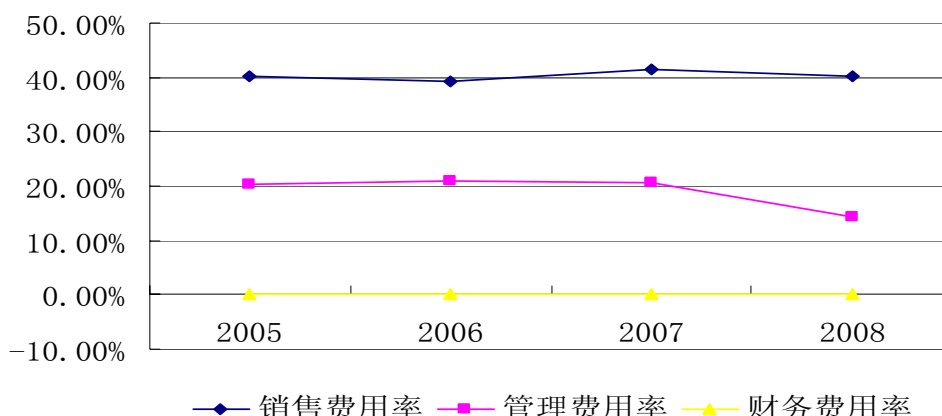


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利能力上升，财务数据或现隐忧

公司扣除非经常性损益后净利润大幅增长，除了营业收入增长迅速，毛利率稳定以外，还由于所得税率下降和期间费用率降低。公司获得高新技术企业认证，所得税率从33%大幅下降到15%，并使得实际税率从07年的17%降低至08年的7%。另外，公司控制管理费用和销售费用也收到了明显的效果，管理费用率大幅下降6个百分点，销售费用率下降1个百分点，财务费用率继续保持较低水平，净利率、ROE为18%和21%，若剔除非经常性损益，净利率、ROE则可高达24%和32%，体现出较强的盈利能力。

图3: 公司三项费用率情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司营业外收入的主要部分是政府补助和补贴收入,其中包括的项目是科技成果转化专项经费、国家高技术研究发展计划课题研究经费、吡格列酮07年第三批贷款贴息、省科技三项费用和其他,总计2459万元。另外,公司入选国家重大新药创制项目,期间共获补助7200万元。

在众多指标趋好的同时,一些财务指标的变化也应该引起警觉。公司经营活动产生的现金流净额同比减少了1.01亿元,主要原因是应收票据和应收账款分别增加了1.57亿元和1.85亿元。其中应收票据大部分为银行承兑票据,问题不大,但应收账款同比增长43%,速度远远高于20%的销售增长速度,应该要引起充分注意。另外08年存货周转天数达到146天,同比增长21天,也值得我们关注。

销售增长明显,发展后劲十足

08年公司的销售取得了全线胜利,包括销售额最高的华东区在内,各个销售区域的增长都超过了20%。公司三大产品板块:抗肿瘤药、抗感染药、手术用药在08年都有不错表现。

抗肿瘤药物:

抗肿瘤药物是公司最大的产品板块,08年实现销售约15亿元,增长20%左右,过亿元的品种中,奥沙利铂和亚叶酸钙进入成熟期,销售增长趋于稳定,多西他赛、伊利替康、来曲唑增长迅速,预计09年这几个品种仍然将保持快速成长的趋势。

手术用药:

公司的手术用药在08年实现了快速放量,由阿曲库胺和七氟烷推动这一类药品增长约80%,而这两个品种在09年仍然有很大潜力,销售业绩在09年可能实现翻番。

抗感染药:

公司抗感染药表现平稳,主要产品克拉霉素在09年仍然将带领这一板

块平稳增长。

其他:

公司的其他药品也有不俗表现, 心血管药厄贝沙坦和OTC药贝莱表现稳定, 并将在未来保持上升趋势, 造影剂碘氟醇上升迅速, 09年极有可能成为新的上亿元品种。

在现有品种继续快速稳定发展的同时, 公司的储备产品中又有新进展。公司创新药物卡曲沙星和艾瑞昔布已经结束临床, 有望在09年获得生产批文, 抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼进展顺利, 有望在3年左右实现上市, 另外公司在抗肿瘤、糖尿病、高血压等多个大病种领域有丰富的产品储备, 可以支撑企业长期发展。

目前公司有4个原料药通过FDA认证, 另有3个制剂提交了FDA认证申请, 正按计划走上国际化道路。

盈利预测与投资评级

我们预计公司主要产品增长趋势不变, 部分品种如碘氟醇、多西他赛、伊利替康、阿曲库胺和七氟烷等能保持高速增长。在公司毛利率基本不变, 三项费用率基本稳定, 股本不发生变化的情况下, 我们得到公司09至11年的EPS为1.29元、1.54元、1.82元。

表 1: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009 (E)	2010 (E)	2011 (E)
营业总收入	1,980.62	2,392.56	2,928.49	3,619.62	4,390.60
同比增长	37.87%	20.80%	22.40%	23.60%	21.30%
营业总成本	331.22	400.87	486.13	598.69	723.57
毛利率	83.28%	83.25%	83.40%	83.46%	83.52%
营业税金及附加	31.54	37.71	46.29	57.30	69.37
营业费用	819.31	965.44	1,171.40	1,484.04	1,800.15
管理费用	407.25	341.97	424.63	524.84	658.59
财务费用	4.15	4.67	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	24.99	32.82	14.00	14.00	14.00
公允价值变动净收益	102.00	-181.15	0.00	0.00	0.00
营业利润	503.00	449.71	786.04	940.74	1,124.92
营业外收支	4.62	25.18	25.00	25.00	20.00
利润总额	506.73	470.02	811.04	965.74	1,144.92
所得税	86.34	34.43	121.66	144.86	171.74
归属母公司净利润	414.78	422.95	667.56	794.90	942.38
EPS (摊薄)	0.802	0.818	1.291	1.537	1.822

公司是国内高端制剂生产企业的标杆, 仿创药开发进展顺利, 国际化进程正稳步实施, 成长稳定, 经营状况健康。根据我们的盈利预测, 公司

09年到11年动态PE为32倍、27倍、23倍。短期来看公司处于合理价值区间，但我们更看好公司在不确定的经济环境中较为确定的长期的成长性，给予公司“买入”的投资评级，目标价格45.1元。

风险提示

- 1、新产品上市或慢于预期；
- 2、公司产品众多，部分产品销售情况或低于预期。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

恒瑞医药(600276)行情走势



相关研究报告

恒瑞医药(600276.sh)	张力	2007-02-08
-----------------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。