

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年4月21日

恒瑞医药 (600276.SH)/40.19元

二季度增速将显著加快，全年仍将保持快速增长

日用消费·医药

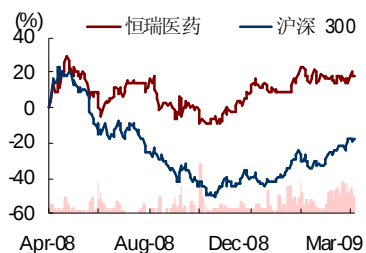
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2557
总股本(万股)	51729
已上市流通股(万股)	35409
总市值(亿元)	208
流通市值(亿元)	142
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	28.6
资产负债率	10.2%
主要股东	连云港天宇投资有限公司
主要股东持股比例	24.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	20	15
相对表现	-12	-23	32



相关报告

- 1、医药行业2009年第二季度投资策略——遵循成长源动力和新医改导向，收集持有五类个股 2009/4/9
- 2、恒瑞医药——产品群优势确保高速增长，专利药和国际化渐行渐近 2009/2/18
- 3、医药行业月报(09年1月)——重点公司年报前瞻、政策解读和了望 2009/1/19
- 4、《医药行业2009年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域》 2008/12/4
- 5、新医改推动行业整合，布局产业巨头——医药行业2008年第四季度投资策略 2008/9/17
- 6、恒瑞医药——主业强劲增长，向专利药转型临近 2008/8/1
- 7、医药行业2008年中期投资策略——剖析药品大类，锁定成长性和防御性兼备品种 2008/6/12

报告原因：公司公布09年1季报。

- q 08年1季度较高销售基数对09年1季度带来短期压力。08年1季度为了消化9000多万元交易性金融资产损失，药品发货量明显增加，较高销售基数为09年1季度同比增长带来短期压力，实现EPS 0.41元，每股经营现金流高达0.63元。合并销售收入同比增长了18.9%，公允价值变动收益3899万元，实际所得税率同比大幅下降了13.6个百分点，净利润同比大幅增长186%。母公司销售收入同比增长4.3%，期间费用率同比大幅下降19.9个百分点。
- q 分产品来看，一线和二线产品1季度都实现较快增长。多西他赛同比增长了21%、伊力替康同比增长了35%。血管造影剂“碘氟醇”、全麻药“七氟烷和顺阿曲库铵”3个产品是公司09年的主推产品，1季度销售均实现大幅增长，碘氟醇同比增长300%、七氟烷同比增长83%、顺阿曲库铵同比增长325%。吉加同比增长67%，来曲唑片同比增长40%。奥沙利铂1季度同比持平。
- q 公司抓住全球经济危机机遇，恒瑞医药大力从海外引进研发人才，美国研发中心、上海闵行研发中心、连云港工艺研发都引入了较多高端人才，公司研发力量获得进一步提升。我们看好公司创新和国际化的战略和增长步伐。
- q 我们预计公司2季度增速将显著加快，全年仍将保持快速增长。2009~2011年销售收入同比增长25%、22%和21%，不考虑公允价值变动损益，净利润同比增长39%、36%和30%，按09年10送2除权后，实现EPS 0.94元、1.28元和1.67元。我们建议投资者不必拘泥于公司短期业绩，我们看好公司丰富产品梯队和产品群、强大研发能力和完善的销售网络，公司有能力和盈利水平较快增长，长期来看，投资者必能分享到公司快速成长带来的股价上涨。维持“强烈推荐—A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1981	2393	2991	3649	4415
同比增长	38%	21%	25%	22%	21%
营业利润(百万元)	503	450	710	964	1254
同比增长	74%	-11%	58%	36%	30%
净利润(百万元)	415	423	586	796	1035
同比增长	100%	2%	39%	36%	30%
每股收益(元)	0.96	0.82	0.94	1.28	1.67
PE	41.8	49.2	42.6	31.4	24.1
PB	10.6	10.4	9.5	7.5	5.9

资料来源：招商证券

一、短期压力导致 09 年 1 季度增速较低

08 年 1 季度较高销售基数对 09 年 1 季度带来短期压力。08 年 1 季度为了消化 9000 多万元交易性金融资产损失，药品发货量明显增加，较高销售基数为 09 年 1 季度同比增长带来短期压力，实现 **EPS 0.41 元**，每股经营现金流高达 0.63 元。合并销售收入同比增长了 18.9%，公允价值变动收益 3899 万元，实际所得税率同比大幅下降了 13.6 个百分点，净利润同比大幅增长 186%。母公司销售收入同比增长 4.3%，期间费用率同比大幅下降 19.9 个百分点。

表1：恒瑞医药09年一季度经营指标分析

	合并报表		母公司报表	
	09Q1	增长率	09Q1	增长率
营业收入(百万元)	712	18.9%	551	4.3%
营业成本(百万元)	116	23.9%	115	29.0%
毛利率	83.7%	-0.7%	79.1%	-4.0%
营业费用率	39.4%	1.5%	13.5%	-21.0%
管理费用率	13.6%	-0.4%	16.6%	1.4%
财务费用率	0.1%	-0.3%	0.1%	-0.3%
期间费用率	53.1%	0.8%	30.2%	-19.9%
营业利润率	34.6%	103.3%	50.7%	214.2%
利润总额(百万元)	247	141.8%	279	227.1%
利润率	34.7%	17.6%	50.7%	34.5%
实际所得税率	11.6%	-13.6%	15.1%	-11.9%
净利润(百万元)	213	186.3%	237	280.3%
净利率	29.9%	17.5%	43.1%	31.2%
每股经营现金流(元)	0.63	0.51	0.52	0.42

数据来源：公司季报，招商证券研究

表 2: 恒瑞医药单季度, 季度累积财务指标

单位:百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07A	08A
一、营业总收入	338	341	370	388	402	498	487	593	598	599	590	605	712	1981	2393
二、营业总成本	260	278	297	329	292	435	339	552	422	439	452	471	506	1618	1783
其中:营业成本	64	68	67	80	61	96	80	94	94	127	86	95	116	331	401
营业税金及附加	5	5	6	6	7	8	8	9	10	9	10	9	12	32	38
销售费用	127	133	141	162	152	222	161	284	227	265	234	240	280	819	965
管理费用	65	71	71	93	74	101	90	142	84	36	129	93	97	407	342
财务费用	-1	0	-2	1	-1	1	1	3	2	2	-4	4	1	4	5
资产减值损失	0	0	14	-13	0	6	-1	19	5	-1	-1	29	0	25	33
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	-1	7	4	91	-90	-9	-24	0	39	102	-181
投资收益	0	0	0	18	0	8	0	31	15	5	3	-1	2	39	22
四、营业利润	78	63	73	76	110	78	151	164	102	156	116	76	246	503	450
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	10	15	1	5	25
减: 营业外支出	0	0	1	0	0	0	0	1	0	3	2	0	0	1	5
五、利润总额	78	63	73	76	110	78	154	165	102	153	124	90	247	507	470
减: 所得税	28	6	25	25	36	-4	53	2	26	33	37	-62	29	86	34
六、净利润	50	57	48	51	74	82	101	164	76	120	87	152	218	420	436
减: 少数股东损益	-1	0	-1	0	1	2	5	-2	2	3	4	4	6	6	13
七、归属母公司所有者净利润	51	56	49	51	73	80	96	165	74	118	83	148	213	415	423
EPS	0.20	0.22	0.15	0.15	0.17	0.19	0.22	0.38	0.17	0.23	0.16	0.26	0.41	0.96	0.82
收入增长率	16%	18%	24%	28%	19%	46%	31%	53%	49%	20%	21%	2%	19%	38%	21%
毛利率	81%	80%	82%	79%	85%	81%	84%	84%	84%	79%	86%	84%	84%	83%	83%
营业利润率	23%	18%	20%	20%	27%	16%	31%	28%	17%	26%	20%	13%	35%	25%	19%
净利率	15%	17%	13%	13%	18%	17%	21%	28%	13%	20%	15%	25%	31%	21%	18%
营业费率	38%	39%	38%	42%	38%	45%	33%	48%	38%	44%	40%	40%	39%	41%	40%
管理费率	19%	21%	19%	24%	18%	20%	18%	24%	14%	6%	22%	15%	14%	21%	14%
实际税率	36%	10%	34%	33%	32%	-5%	35%	1%	25%	22%	30%	-69%	12%	17%	7%
净利润增长率	29%	54%	-9%	58%	43%	43%	97%	224%	1%	46%	-14%	-10%	186%	101%	2%

数据来源: 公司季报, 半年报, 年报, 招商证券研究

二、预计公司 2 季度增速将显著加快, 全年仍将保持快速增长

公司抓住全球经济危机机遇, 恒瑞医药大力从海外引进研发人才, 美国研发中心、上海闵行研发中心、连云港工艺研发都引入了较多高端人才, 公司研发力量获得进一步提升。我们看好公司创新和国际化的战略和增长步伐。

我们预计公司 2 季度增速将显著加快, 全年仍将保持快速增长。2009~2011 年销售收入同比增长 25%、22%和 21%, 不考虑公允价值变动损益, 净利润同比增长 39%、36%和 30%, 按 09 年 10 送 2 除权后, 实现 EPS 0.94 元、1.28 元和 1.67 元。我们建议投资者不必拘泥于公司短期业绩, 我们看好公司丰富产品梯队和产品群、强大研发能力和完善的销售网络, 公司有能力保持盈利水平较快增长, 长期来看, 投资者必能分享到公司快速成长带来的股价上涨。维持“强烈推荐—A”评级。

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1532	1553	2399	3161	4149
现金	573	385	1140	1671	2381
交易性投资	271	80	80	80	80
应收票据	49	205	257	314	380
应收款项	439	612	645	787	953
其它应收款	67	72	90	109	132
存货	120	162	179	192	215
其他	13	36	7	7	8
非流动资产	526	701	516	488	460
长期股权投资	4	1	4	4	4
固定资产	469	462	447	422	396
无形资产	30	29	26	24	21
其他	23	208	38	38	38
资产总计	2058	2254	2915	3649	4608
流动负债	377	230	254	264	282
短期借款	60	0	0	0	0
应付账款	93	132	133	142	159
预收账款	0	7	0	0	0
其他	225	91	121	121	123
长期负债	25	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	25	0	0	0	0
负债合计	403	230	254	264	282
股本	431	517	621	621	621
资本公积金	338	316	213	213	213
留存收益	869	1162	1677	2378	3288
少数股东权益	17	30	47	71	102
母公司所有者权益	1638	1995	2614	3314	4225
负债及权益合计	2058	2254	2915	3649	4608

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	210	117	792	795	991
净利润			586	796	1035
折旧摊销			48	49	48
财务费用			(11)	(10)	(14)
投资收益			159	159	151
营运资金变动			(67)	(224)	(263)
其它			77	26	34
投资活动现金流	(167)	(200)	78	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			98	0	0
筹资活动现金流	(39)	(105)	(115)	(244)	(261)
借款变动			0	0	0
普通股增加			103	0	0
资本公积增加			(103)	0	0
股利分配			(70)	(95)	(124)
其他			(148)	(149)	(137)
现金净增加额	4	(187)	755	531	710

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1981	2393	2991	3649	4415
营业成本	331	401	443	474	530
营业税金及附加	32	38	48	58	71
营业费用	819	965	1214	1481	1792
管理费用	407	342	428	522	631
财务费用	4	5	(11)	(10)	(14)
资产减值损失	25	33	0	0	0
公允价值变动收益	102	(181)	(181)	(181)	(181)
投资收益	39	22	22	22	30
营业利润	503	450	710	964	1254
营业外收入	5	25	0	0	0
营业外支出	1	5	0	0	0
利润总额	507	470	710	964	1254
所得税	86	34	107	145	188
净利润	420	436	604	819	1066
少数股东损益	6	13	18	24	31
母公司所有者净利润	415	423	586	796	1035
EPS (元)	0.96	0.82	0.94	1.28	1.67

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	38%	21%	25%	22%	21%
营业利润	74%	-11%	58%	36%	30%
净利润	100%	2%	39%	36%	30%
获利能力					
毛利率	83.3%	83.2%	85.2%	87.0%	88.0%
净利率	20.9%	17.7%	19.6%	21.8%	23.4%
ROE	25.3%	21.2%	22.4%	24.0%	24.5%
ROIC	24.5%	20.8%	22.3%	24.0%	24.4%
偿债能力					
资产负债率	19.6%	10.2%	8.7%	7.2%	6.1%
净负债比率	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.1	6.8	9.5	12.0	14.7
速动比率	3.7	6.1	8.8	11.3	14.0
营运能力					
资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.0	2.8	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	6.8	4.5	4.8	5.1	5.1
应付帐款周转率	4.8	3.6	3.3	3.4	3.5
每股资料(元)					
每股收益	0.96	0.82	0.94	1.28	1.67
每股经营现金	0.49	0.23	1.28	1.28	1.60
每股净资产	3.80	3.86	4.21	5.34	6.81
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.15	0.20
估值比率					
PE	41.8	49.2	42.6	31.4	24.1
PB	10.6	10.4	9.5	7.5	5.9
EV/EBITDA	39.0	42.8	29.5	22.0	17.1

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。