

产品销售在外方的干扰中持续增长

事件:

2009年8月4日,公司收到法国阿文-蒂斯公司《民事再审申请书副本》以及国家最高人民法院《受理通知书》。通知书对阿文-蒂斯公司与公司和上海国大东信药房有限公司侵犯专利权及不正当竞争纠纷一案的再审申请进行立案审查,要求公司自收到再审申请书副本之日起十五日内提交书面意见。阿文-蒂斯公司《再审申请书》要求撤销2007年5月30日上海市高级人民法院作出的终审判决,维持一审判决。

点评:

- 安万特公司不服上海最高人民法院作出的关于恒瑞医药胜诉的“(2006)沪高民三(知)终字第112号”终审判决,又到北京高院去申诉,认为一审判决后,恒瑞医药的上诉不符合再审申请条件,要求北京高院对公司的再审申请进行立案审查。
- 但无论在法律程序的遵循上,还是具体法律条款的引用上,公司的做法都符合相关的规定。
- 最重要的是公司多西他赛的生产是符合避工艺路线的。公司生产多西他赛所用的工艺为“安万特”92年的工艺,92年的工艺在中国没有申请专利,公司用此工艺能够规模化的大生产;公司所生产的产品符合SFDA的质量的要求,公司用92年工艺所生产的产品能够达到成本控制的要求。而安万特本身生产是用其93版的生产工艺。
- 根据我们对国内医药上市公司的拜访,由于海外金融危机后,药品市场也受到影响,跨国药企在海外难以增长,他们把目光放在中国市场。安万特想用此策略打开中国市场,并对竞争对手的营销产生消极影响。
- 至2003年以来,公司虽然与安万特间总在磨擦,但多西他赛的销售年年持续增长,于2007达到4.66亿元,于2008年达到5.56亿元,我们认为公司多西他赛的销售将不受官司的影响。

投资建议

恒瑞医药是中国化学药板块中最好的企业,公司在研发储备和前瞻性战略发展上的优势越来越突出,该股估值在其历史估值曲线上(公司股价历史估值波动为25-80间)处于低位,基于我们2009年、2010年的每股收益1.13元、1.46元的盈利预测,该股2010年的预测市盈率仅为25倍,给予该股买入的投资评级。



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8月5日) 37.15元

目标价格(6个月) 46.00元

总股本/A股(万股) 62074/62074

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2009年8月5日

股价表现



财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1959.66	2392.56	2990.70	3887.91
增长率(%)	36.41%	22.09%	25.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	412.92	422.95	701.60	910.44
增长率(%)	99.51%	2.43%	66%	29.77%
每股收益(EPS)	0.665	0.681	1.130	1.467
每股股利(DPS)	0.085	0.069	0.189	0.245
销售毛利率	83.14%	83.25%	83.60%	83.60%
销售净利率	21.36%	18.21%	24.16%	24.12%
净资产收益率(ROE)	25.56%	21.21%	27.21%	27.28%

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测

事件：

2006 年 11 月 9 日，恒瑞医药公告：公司在法国安万特起诉其多西紫杉醇（艾素）制造方法侵犯专利及不正当竞争一案中一审败诉，公司不服一审判决，向上海市高级人民法院提起上诉。时隔半年，2007 年 6 月 12 日，恒瑞医药发布公告：公司在该专利纠纷案中二审（终审）胜诉。由于安万特不服终审的判决，要求对恒瑞医药的再审申请进行立案审查，2009 年 8 月 5 日，公司再次公告，具体公告如下：

一、2009 年 8 月 4 日，我公司收到法国阿文-蒂斯药物股份有限公司（下称阿文-蒂斯公司）《民事再审申请书副本》以及国家最高人民法院“（2009）民申字第 861 号”《受理通知书》。该通知书对阿文-蒂斯公司与我公司和上海国大东信药房有限公司侵犯专利权及不正当竞争纠纷一案的再审申请进行立案审查，要求我公司自收到再审申请书副本之日起十五日内提交书面意见。阿文-蒂斯公司《再审申请书》要求撤销 2007 年 5 月 30 日上海市高级人民法院作出的“（2006）沪高民三（知）终字第 112 号”终审判决，维持一审判决。

二、所谓立案审查，是对申请再审的案件是否符合再审立案条件进行审查。经审查，符合再审条件的，裁定再审，不符合再审条件的，裁定驳回申请。

评论：

我们先来对此公告进行分析：

- 1、安万特公司不服上海最高人民法院作出的关于恒瑞医药胜诉的“（2006）沪高民三（知）终字第 112 号”终审判决，又到北京高院去申诉，认为一审判决后，恒瑞医药的上诉不符合再审申请条件，要求北京高院对公司的再审申请进行立案审查。
- 2、但无论在法律程序的遵循上，还是具体法律条款的引用上，公司的做法都符合相关的规定。
- 3、最重要的是公司多西他赛的生产是符合避工艺路线的。公司生产多西他赛所用的工艺为“安万特”92 年的工艺，92 年的工艺在中国没有申请专利，公司用此工艺能够规模化的大生产；公司所生产的产品符合 SFDA 的质量的要求，公司用 92 年工艺所生产的产品能够达到成本控制的要求。而安万特本身生产是用其 93 版的生产工艺。
- 4、根据我们对国内医药上市公司的拜访，由于海外金融危机后，药品市场也受到影响，跨国药企在海外市场难以增长，他们把目光放在中国市场。安万特想用此策略打开中国市场，并对竞争对手的营销产生消极影响。
- 5、至 2003 年以来，公司虽然与安万特间总在磨擦，但多西他赛的销售年年持续增长，于 2007 达到 4.66 亿元，于 2008 年达到 5.56 亿元，我们认为公司多西他赛的销售将不受到官司的影响。

借此机会我们重述一下多西他赛官司的来龙去脉：

多西紫杉醇是跨国制药企业赛诺菲—安万特（法国）旗下的专利产品，是肿瘤化疗药物中的一线用药，该产品在 2002 年前后进入中国市场，但很快被恒瑞医药仿制，商品名为“艾素”。中国目前的专利法不保护 1993 年之前的产品专利，但保护该产品生产的工艺专利。由于多西紫杉醇是在 1993 年之前申请的产品专利，因此，该药品的产品专利在中国不受保护，恒瑞医药通过避工艺专利路线在 2002 年成功仿制该产品，并获得了我国的新药证书。

恒瑞医药在 2003 年正式开始推广多西紫杉醇，当年的销售额达到 3,000 万元；之后，该产品的销售额每年都迅速增长，于 2006 年达到 3.3 亿元，于 2007 年达到 4.66 亿元，于 2008 年达到 5.56 亿元（占公司总销售额的 20% 以上），该产品也成为恒瑞医药销售额最大的拳头产品和公司业绩增长的重要驱动力量。

2003 年，恒瑞医药的多西紫杉醇刚刚进入市场，赛诺菲—安万特就对恒瑞医药涉嫌侵犯多西紫杉醇中间体合成的工艺专利进行起诉；但这一诉讼历时 3 年之久，始终没有什么结果。作为当事人，恒瑞医药在工艺路线上也请专家进行了审定；在案件审理期间，专家组也亲自去恒瑞的生产线进行了检查。历次检查结果都证明，无论是在理论上还是生产中，专家组检查的多西紫杉醇生产确实符合避工艺路线，不存在专利侵权问题。但 2006 年 11 月，上海第二中级人民法院的裁决中，法院以“举证不足”为由一审判决恒瑞医药败诉。这里所说的“举证不足”是指：恒瑞医药无法证明在专家没有去现场检查的时候也是按照避工艺路线来生产多西紫杉醇，而不是采用了赛诺菲—安万特的中间体合成路线。

恒瑞医药不服一审判决结果，立即于 2006 年 11 月向上海市高级人民法院提出上诉；半年之后，2007 年 6 月 12 日，公司收到上海市高级人民法院“（2006）沪高民三（知）终字第 112 号”《民事判决书》，终审判定恒瑞医药胜诉。

投资建议：

2009 年以来，由于市场配置重心都在具有高弹性的周期性行业上，医药行业虽然业绩增长稳健，但仍不受资金的青睐，根据我们对投资者的拜访，多数基金对医药的配置都非常轻，有些甚至就没有配，我们认为时间已经走到了 2009 年下半年的 8 月份，离 2010 年仅有 4 个月之久，到时市场将审视 2010 年各行业的经营状态及各公司的业绩增长情况，医药行业的稳健增长必将受到市场的关注。

虽然医药指数 2009 年以来其涨幅也不小，但主要是前期超跌的没有业绩支撑的题材股上涨所致，而基金重仓医药股远远跑输行业指数及市场指数，我们认为下半年的某个时间，估值合理的一线医药股会有表现的机会。

恒瑞医药是中国化学药板块中最好的企业，公司在研发储备和前瞻性战略发展上的优势越来越突出，其良好的资产情况、充裕的现金支持及民营企业的科学投资决策都将有助于企业获得超出行业

的快速发展。至今，恒瑞医药已经保持了连续多年 30%左右的年均利润增长，并在未来仍将维持 25-30%的净利润增长。净资产收益率稳步提高，2008 年 ROE 达到 21.21%。

该股估值在其历史估值曲线上（公司股价历史估值波动为 25-80 间）处于低位，基于我们 2009 年、2010 年的每股收益 1.13 元、1.46 元的盈利预测，该股 2010 年的预测市盈率仅为 25 倍，给予该股买入的投资评级。

附表：财务报表预测
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1436.61	1959.66	2392.56	2990.70	3887.91
增长率(%)	21.82%	36.41%	22.09%	25.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	206.97	412.92	422.95	701.60	910.44
增长率(%)	27.58%	99.51%	2.43%	#NUM!	29.77%
每股收益(EPS)	0.333	0.665	0.681	1.130	1.467
每股股利(DPS)	0.090	0.085	0.069	0.189	0.245
销售毛利率	80.55%	83.14%	83.25%	83.60%	83.60%
销售净利率	14.29%	21.36%	18.21%	24.16%	24.12%
净资产收益率(ROE)	16.48%	25.56%	21.21%	27.21%	27.28%
投入资本回报率(ROIC)	28.22%	71.24%	30.00%	48.78%	107.06%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1436.61	1959.66	2392.56	2990.70	3887.91
减: 营业成本	279.49	330.37	400.87	490.48	637.62
营业税金及附加	22.61	31.17	37.71	47.25	61.43
营业费用	562.56	798.09	965.44	1202.26	1566.83
管理费用	299.86	406.23	341.97	424.68	555.97
财务费用	-0.53	3.90	4.67	-24.07	-37.07
资产减值损失	1.03	23.09	32.82	0.00	0.00
加: 投资收益	18.15	38.85	21.76	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	102.00	-181.15	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	289.75	507.64	449.71	850.10	1103.14
加: 其他非经营损益	-0.46	3.82	20.31	0.00	0.00
利润总额	289.30	511.46	470.02	850.10	1103.14
减: 所得税	84.07	92.93	34.43	127.51	165.47
净利润	205.22	418.53	435.59	722.58	937.67
减: 少数股东损益	-1.75	5.61	12.65	20.98	27.22
归属母公司股东净利润	206.97	412.92	422.95	701.60	910.44
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
货币资金	536.51	536.09	427.53	1711.77	1583.35
应收和预付款项	270.20	536.37	925.82	289.01	1290.26
存货	98.24	115.13	162.31	152.97	256.89
其他流动资产	10.97	270.88	80.04	0.00	0.00
长期股权投资	4.48	4.48	1.34	1.34	1.34
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	479.85	471.37	514.74	533.65	442.55
无形资产和开发支出	28.67	29.91	29.23	25.82	22.40
其他非流动资产	0.00	0.00	101.47	101.47	101.47
资产总计	1428.93	1964.24	2242.46	2816.02	3698.27
短期借款	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	101.34	249.24	211.81	#DIV/0!	#DIV/0!
长期借款	48.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.22	21.82	6.20	#DIV/0!	#DIV/0!
负债合计	161.56	331.06	218.01	#DIV/0!	#DIV/0!
股本	331.59	431.07	517.29	517.29	517.29
资本公积	318.28	318.14	315.68	315.68	315.68

留存收益	606.11	866.49	1161.41	1745.72	2503.95
归属母公司股东权益	1255.98	1615.70	1994.38	2578.69	3336.92
少数股东权益	11.38	17.48	30.07	51.05	78.28
股东权益合计	1267.37	1633.18	2024.45	2629.74	3415.20
负债和股东权益合计	1428.93	1964.24	2242.46	#DIV/0!	#DIV/0!
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营性现金净流量	266.32	222.78	122.13	1397.43	-13.28
投资性现金净流量	-78.27	-167.03	-200.10	-19.96	0.00
筹资性现金净流量	-53.78	-44.91	-104.56	-93.23	-115.14
现金流量净额	134.26	10.84	-182.93	1284.24	-128.42
财务分析和估值指标汇总					
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
收益率					
毛利率	80.55%	83.14%	83.25%	83.60%	83.60%
三费/销售收入	59.99%	61.65%	54.84%	53.60%	53.65%
EBIT/销售收入	20.09%	26.10%	19.65%	27.62%	27.42%
EBITDA/销售收入	24.07%	29.08%	22.16%	30.45%	29.85%
销售净利率	14.29%	21.36%	18.21%	24.16%	24.12%
资产获利率					
ROE	16.48%	25.56%	21.21%	27.21%	27.28%
ROA	20.20%	26.04%	20.96%	29.33%	28.83%
ROIC	28.22%	71.24%	30.00%	48.78%	107.06%
增长率					
销售收入增长率	21.82%	36.41%	22.09%	25.00%	30.00%
EBIT 增长率	30.93%	77.21%	-8.10%	75.74%	29.06%
EBITDA 增长率	24.66%	64.80%	-6.95%	71.71%	27.46%
净利润增长率	28.21%	103.94%	4.08%	65.88%	29.77%
总资产增长率	14.39%	37.46%	14.16%	25.58%	31.33%
股东权益增长率	14.70%	28.64%	23.44%	29.30%	29.40%
经营营运资本增长率	-8.51%	48.58%	123.49%	#DIV/0!	#DIV/0!
资本结构					
资产负债率	11.31%	16.85%	9.72%	#DIV/0!	#DIV/0!
投资资本/总资产	51.39%	46.11%	64.19%	30.06%	47.84%
带息债务/总负债	0.00%	18.12%	0.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
流动比率	8.07	4.41	7.32	#DIV/0!	#DIV/0!
速动比率	7.20	4.06	6.57	#DIV/0!	#DIV/0!
股利支付率	27.11%	12.85%	10.19%	16.72%	16.72%
收益留存率	72.89%	87.15%	89.81%	83.28%	83.28%
资产管理效率					
总资产周转率	1.01	1.00	1.07	1.06	1.05
固定资产周转率	3.38	4.18	5.18	6.90	8.79
应收账款周转率	7.93	4.12	2.93	13.97	3.45
存货周转率	2.84	2.87	2.47	3.21	2.48

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn