



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月26日

医药

研究部

孙亮

分析员

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

推荐

恒瑞医药(600276.CH)

业绩大幅增长，创新渐入佳境

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,980	2,393	2,904	3,611
(+/-)	37.8%	20.8%	21.4%	24.3%
营业利润	410	644	838	1,049
(+/-)	50.5%	56.9%	30.2%	25.1%
净利润	415	423	719	897
(+/-)	100.4%	2.0%	70.0%	24.7%
每股盈利(元)	0.67	0.68	1.16	1.44
每股经营现金流(元)	0.66	0.35	2.43	2.32
市盈率	60.8	59.6	35.1	28.1
净资产收益率	25.7%	21.2%	27.2%	26.1%
投入资本回报率	24.5%	18.0%	26.7%	25.7%
现金分红收益率	0.9%	0.2%	1.1%	1.4%

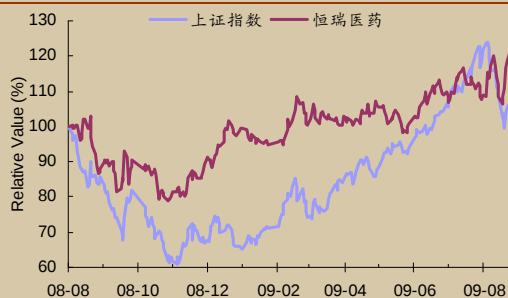
股票信息

当前股价	人民币40.61
股票代码	600276.CH
日成交量(百万股)	0.09
52周最高价/最低价	人民币60.51/24.95
总市值(百万元)	25,208
发行股数(百万股)	621
其中:流通股(百万股)	621
主要股东(持股比例)	连云港天宇投资公司(24.60%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[恒瑞医药]	+18.81	+12.59	+28.23	+26.79
[沪深300指数]	-0.97	-15.21	+12.97	+69.62
[沪深300医药指数]	+7.91	-1.73	+19.94	+58.05

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

中期业绩符合预期

- 报告期收入同比上升19%至14.3亿元，上半年净利润同比增长95%至3.7亿元，实现EPS0.60元，剔除非经常损益后净利润同比增加19%。

正面:

- 公司制药收入同比增长25%，毛利率下降0.36个百分点至85.72%。去年同期公允价值变动和投资收益合计亏损0.83亿元，而今年为0.71亿元收益；09年上半年实际所得税率从去年同期23%下降至13%，对业绩产生正面影响。
- 报告期内手术麻醉镇痛药物同比增长近50%，抗肿瘤药物销售同比增长20%，抗感染药物销售大致持平。具体品种中，依立替康、来曲唑、七氟烷、碘氟醇、阿曲库胺、厄贝沙坦等增幅均超过30%，主导产品多西他赛同比增长21%至3.3亿元。从结构看，一批二线品种经过培育已经成为新的增长点。
- 研发创新获得重大突破。瑞格列汀获得美国FDA审批进入临床一期，在国内非洛他赛和苹果酸法米替尼获批进入临床。培门冬酶等5个品种获得新药证书，卡曲沙星和艾瑞昔布也正式申报生产。

负面:

- 费用率有所上升。销售费用同比上升4.8个百分点至45.9%，管理费用率同比上升0.8个百分点至10.8%。

创新渐入佳境

未来几年公司将加强营销体系建设，加大市场渗透力度，在仿创药领域积极培育新品种。同时公司将一如既往推进创新战略，随着未来几年相关研究成果进入应用期，将会推升公司进入创新发展的良性循环。

维持“推荐”

我们维持2009、2010年业绩预期，预计EPS分别为1.16、1.44元，对应动态PE35x和28x。公司战略定位明确，运营体系成熟，正处于关键的创新发展期，是最值得期待的制剂药生产企业，维持“推荐”建议。

图表 1：2009 年第 1 半年度业绩分析

	2007A	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008A	1Q2009	2Q2009	1-2Q2009	CICC Comments
(百万元)										
主营业务收入	1,980	598	599	590	605	2,393	712	718	1,429	制药业务同比上升25%，商业收入同比下降58%。
同比增长率	37.8%	48.9%	20.2%	21.1%	2.1%	20.8%	18.9%	19.8%	19.3%	
环比增长率		0.9%	0.1%	-1.5%	2.6%		17.6%	0.8%		
主营业务成本	330	94	127	86	95	401	116	113	229	
成本率	16.7%	15.7%	21.2%	14.5%	15.7%	16.8%	16.3%	15.7%	16.0%	
主营业务税金及附加	31	10	9	10	9	38	12	11	23	
占销售收入的%	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	
主营业务利润	1,618	495	463	495	501	1,954	584	594	1,177	主营业务利润率同比上升2.4个百分点
毛利率	81.7%	82.7%	77.3%	83.9%	82.8%	81.7%	82.0%	82.7%	82.4%	
同比增长率	42.7%	48.0%	17.4%	24.0%	2.2%	20.7%	18.0%	28.2%	22.9%	
其他业务利润	0	-5	5	0	2	2	0	0	0	
营业费用	798	227	265	234	240	965	280	375	656	
营业费用率	40.3%	37.9%	44.3%	39.6%	39.7%	40.4%	39.4%	52.3%	45.9%	销售费率同比上升4.8个百分点，二季度增长较快
管理费用	406	84	36	129	93	342	97	58	155	
管理费用率	20.5%	14.0%	6.1%	21.9%	15.3%	14.3%	13.6%	8.1%	10.8%	管理费率同比上升0.8个百分点
财务费用	4	2	2	-4	4	5	1	-2	-1	
营业利润	410	177	165	136	166	644	206	162	368	
营业利润率	20.7%	29.6%	27.5%	23.1%	27.4%	26.9%	28.9%	22.6%	25.8%	
同比增长率	50.5%	61.8%	140.4%	-11.3%	110.4%	56.9%	16.4%	-1.4%	7.8%	
投资收益和公允价值变动	118	-75	-8	-20	-89	-192	41	32	72	投资收益和公允价值变动大幅增加1.55亿
补贴收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
营业外收入	5	0	0	10	15	25	1	0	1	
营业外支出	1	0	3	2	0	5	0	0	0	
税前利润	532	102	153	124	92	472	247	194	441	剔除投资收益和公允价值影响，税前利润同比增幅只有
税前利润率	26.9%	17.1%	25.6%	21.0%	15.2%	19.7%	34.7%	27.0%	30.9%	
同比增长率	83.8%	-6.8%	101.5%	-20.5%	-51.5%	-11.3%	141.8%	26.4%	72.5%	
所得税	93	26	33	37	-62	34	29	28	57	
有效税率	17.5%	25.2%	21.6%	30.0%	-66.8%	7.3%	11.6%	14.6%	12.9%	享受15%高新技术企业优惠税率
少数股东权益	6	2	3	4	4	13	6	5	11	
净利润	433	74	118	83	150	425	213	160	373	
净利润率	21.9%	12.4%	19.6%	14.0%	24.8%	17.8%	29.9%	22.4%	26.1%	
同比增长率	109.3%	1.2%	48.3%	-14.5%	-18.3%	-2.0%	186.3%	36.5%	94.6%	
环比增长率		-59.6%	58.2%	-29.6%	81.6%		41.6%	-24.6%		
每股收益 (元)	0.668	0.120	0.189	0.133	0.239	0.681	0.343	0.259	0.601	
同比增长率	100.4%	1.2%	48.3%	-14.5%	-10.2%	2.0%	186.3%	36.5%	94.6%	
环比增长率		-55.1%	58.2%	-29.6%	79.4%		43.3%	-24.6%		

资料来源：公司报告，中金研究部

图表 2：资产负债表项目的变化

2009上半年					2009上半年				
人民币百万	期初余额	期末余额	变动金额	变动幅度	人民币百万	期初余额	期末余额	变动金额	变动幅度
货币资金	385	759	374	97%	短期借款	-	-	-	-
应收和其他应收款	684	728	43	6%	应付票据	-	2	2	-
存货	162	165	3	2%	应付账款	132	127	-5	-4%
预付帐款	36	38	1	3%	其他应付款	73	77	3	5%
流动资产合计	1,553	1,979	425	27%	流动负债合计	230	249	19	8%
固定资产	515	457	-58	-11%	长期借款	-	-	-	-
无形资产	29	40	11	38%	负债合计	230	249	19	8%
非流动资产合计	701	627	-74	-11%	所有者权益合计	2,024	2,357	332	16%
总资产合计	2,254	2,605	351	16%	负债所有者权益合计	2,255	2,605	351	16%

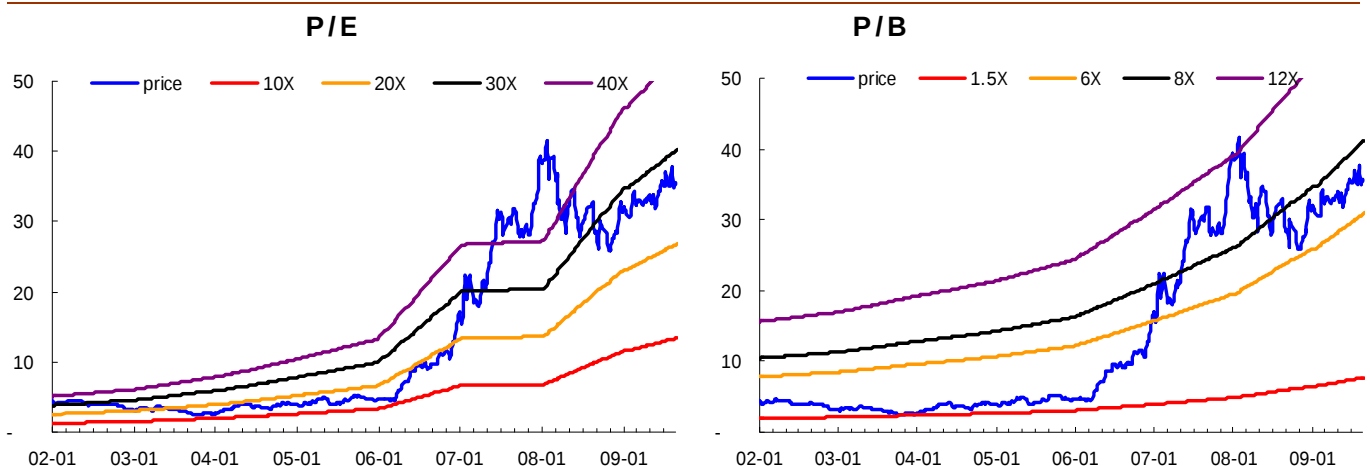
资料来源：公司报告，中金研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表						成长性指标					
主营业务收入	1,437	1,980	2,393	2,904	3,611	主营业务收入增长率	22%	38%	21%	21%	24%
主营业务成本	-279	-330	-401	-487	-605	主营业务利润增长率	22%	43%	21%	21%	24%
主营业务利润	1,135	1,618	1,954	2,370	2,947	净利润增长率	28%	100%	2%	70%	25%
营业费用	-563	-798	-965	-1,147	-1,426	盈利性指标					
管理费用	-300	-406	-342	-388	-475	毛利率	79%	82%	82%	82%	82%
财务费用	1	-4	-5	3	3	三项费用	60%	61%	55%	53%	53%
营业利润	273	410	644	838	1,049	营业利润率	19%	21%	27%	29%	29%
税前利润	289	532	472	838	1,048	税前利润率	20%	27%	20%	29%	29%
净利润	207	415	423	719	897	息税前利润率	19%	21%	27%	29%	29%
现金流量表						净利润率	14%	21%	18%	25%	25%
经营活动现金流	266	219	117	807	771	收益率指标					
营运资本的增加	4	-114	-150	-13	-240	资产收益率	14%	21%	19%	24%	23%
投资活动现金流	-78	-106	-200	-146	-206	净资产收益率	16%	26%	21%	27%	26%
资本支出	-86	-6	-110	-106	-206	营运效率性指标					
自由现金流	180	213	7	701	565	应收及其他帐款回收期(天)	57	87	103	100	100
融资活动现金流	-54	-45	-105	-36	-107	存货周转期(天)	127	125	146	110	120
货币资金增加额	134	68	-188	625	458	负债指标					
资产负债表						净债务/所有者权益	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	566	572	385	1,010	1,469	资产负债率	14%	19%	10%	9%	9%
应收款项	225	480	684	807	1,003	流动比率	6.2	4.2	6.8	8.5	9.2
存货	98	115	162	149	202	速动比例	5.5	3.9	6.1	7.9	8.6
固定资产	480	471	515	591	692	估值指标					
短期借款	0	60	0	0	0	摊薄每股收益(元)	0.33	0.67	0.68	1.16	1.44
应付款项	119	255	210	255	317	每股经营现金流(元)	0.80	0.66	0.35	2.43	2.32
股东权益	1,256	1,616	1,995	2,642	3,431	市盈率	121.8	60.8	59.6	35.1	28.1
总资产	1,468	2,014	2,254	3,047	3,909	市净率	19.9	15.4	12.5	9.4	7.2
						EV/EBITA	41	38	36	27	22
						现金分红收益率	0.39%	0.87%	0.21%	1.14%	1.42%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5：可比公司估值 (2009-08-25)

公司名称	代码	收盘价(元)	总市值	流通市值	每股收益(元)			P/E			股息收益率	净资产收益率			市净率		
		2009-8-25	(百万元)	(百万元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
大宗原料药																	
海正药业	600267	16.05	7,211	7,211	0.43	0.57	0.73	37	28	22	0.6%	14%	16%	22%	4.8	4.4	4.8
华海药业	600521	13.07	3,911	3,911	0.50	0.56	0.73	26	23	18	0.8%	15%	13%	14%	3.6	2.9	2.4
华北制药	600812	8.12	8,352	8,352	0.26	0.35	0.44	31	23	18	0.0%	20%	18%	23%	5.7	4.5	3.3
浙江医药	600216	30.50	13,727	13,724	2.16	1.72	1.94	14	18	16	0.1%	73%	36%	33%	7.6	5.8	4.5
新和成	002001	36.76	12,574	12,442	4.02	2.98	3.43	9	12	11	0.3%	103%	37%	32%	6.9	4.5	3.4
天药股份	600488	7.84	4,256	2,835	0.09	0.18	0.29	85	43	27	0.3%	3.5%	7.1%	10.2%	2.9	2.6	2.2
东北制药	000597	26.52	8,853	7,951	1.07	1.39	1.57	25	19	17	0.3%	29.1%	0.0%	0.0%	5.6	4.5	3.8
中间值			4,084	3,515				51	23	18	0.2%	13.9%	10.0%	12.1%	5.2	4.5	3.6
品牌中药																	
云南白药	000538	43.01	22,970	20,816	0.87	1.14	1.47	49	38	29	0.7%	20%	17%	18.3%	7.3	6.4	5.4
同仁堂	600085	16.84	8,771	8,771	0.50	0.57	0.66	34	30	26	1.2%	9%	10%	11.0%	3.1	3.0	2.8
广州药业	600332	7.66	6,211	4,527	0.23	0.19	0.26	34	40	30	0.5%	6%	5%	6.0%	2.0	1.9	1.8
东阿阿胶	000423	18.28	11,956	9,184	0.44	0.65	0.79	42	28	23	0.0%	22%	22%	24.1%	8.5	6.2	5.6
片仔癀	600436	30.14	4,220	1,918	1.01	0.85	0.98	30	36	31	1.8%	19%	15%	15.4%	5.8	5.4	4.7
中新药业	600329	21.92	8,103	1,943	0.49	0.71	0.81	45	31	27	0.0%	16%	18%	17%	6.6	5.3	4.4
中恒集团	600252	16.37	4,272	3,287	0.18	0.50	0.82	91	32	20	0.1%	11%	20%	26%	9.6	6.2	4.9
金陵药业	000919	9.27	4,672	1,802	0.16	0.40	0.45	57	23	21	1.6%	5%	12%	12%	2.7	2.5	2.3
马应龙	600993	25.91	4,296	3,174	0.49	0.71	0.81	53	37	32	0.4%	11%	13%	14%	5.5	2.9	2.8
中间值			5,442	3,075				45	34	26	0.5%	13%	14%	14%	5.7	5.4	4.5
现代中药																	
天士力	600535	18.06	8,813	8,813	0.52	0.65	0.80	34	28	23	2.2%	14%	14%	16.3%	4.6	4.0	3.7
康缘药业	600557	13.59	4,345	3,210	0.44	0.58	0.71	31	23	19	1.1%	19%	16%	17.9%	4.6	3.7	3.4
桂林三金	002275	27.05	12,281	995	0.60	0.74	0.88	45	37	31	0.0%	37%	23%	23%	15.8	8.4	7.0
亚宝药业	600351	12.73	4,029	4,029	0.27	0.43	0.58	47	30	22	1.6%	15%	15%	17%	5.0	4.6	4.2
仁和药业	000650	18.14	5,081	1,555	0.25	0.54	0.73	72	34	25	0.0%	26%	16%	17%	16.6		
江中药业	600750	16.57	4,903	3,254	0.44	0.55	0.67	38	30	25	2.4%	15%	16%	18%	5.3	4.8	4.3
沃华医药	002107	24.85	4,075	1,091	0.33	0.56	0.64	76	44	39	0.0%	11%	13%	13%	6.4	4.1	3.6
中间值			4,345	3,020				38	30	25	1.1%	14.9%	15.1%	17.4%	5.2	4.1	3.7
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	40.61	25,208	25,208	0.68	1.16	1.44	60	35	28	0.2%	23%	27%	26%	12.6	9.4	7.2
康美药业	600518	9.47	16,046	16,046	0.17	0.27	0.36	54	36	26	0.6%	11%	12%	14%	5.5	2.5	2.1
白云山A	000522	7.52	3,527	3,527	0.16	0.26	0.34	46	29	22	0.0%	10%	14%	16%	4.4	3.6	3.2
华邦制药	002004	23.45	3,095	2,333	0.67	0.86	0.94	35	27	25	1.4%	12%	14%	14%	4.1	3.6	3.2
华东医药	000963	14.07	6,107	3,467	0.39	0.57	0.71	36	25	20	0.0%	25%	24%	24%	8.1	5.1	4.1
中间值			3,527	3,467				54	35	26	0.2%	12.5%	13.8%	16.5%	5.8	4.5	3.8
生物制药																	
双鹭药业	002038	36.45	9,090	5,071	0.87	1.10	1.38	42	33	26	0.5%	33%	28%	27%	12.0	8.9	6.8
天坛生物	600161	18.18	8,876	8,876	0.27	0.43	0.56	67	42	32	0.0%	20%	20%	21%	13.4	7.4	6.2
华兰生物	002007	35.16	12,662	12,661	0.52	0.78	0.99	68	45	35	0.6%	22%	21%	21%	11.5	7.9	6.3
科华生物	002022	16.70	6,851	5,776	0.40	0.51	0.65	41	33	26	1.2%	31%	28%	29%	11.1	8.4	6.8
通化东宝	600867	10.37	4,969	3,253	0.10	0.25	0.41	106	42	25	0.0%	3%	9%	13%	3.6	2.6	2.2
达安基因	002030	12.80	3,082	2,945	0.16	0.23	0.30	79	57	43	0.2%	12%	14%	16%	9.4	7.2	6.1
中牧股份	600195	19.59	7,640	3,938	0.41	0.68	0.80	47	29	24	0.6%	15%	23%	23%	6.9	5.7	4.9
金宇集团	600201	7.80	2,190	2,190	0.26	0.31	0.44	30	25	18	1.3%	10%	16%	17%	3.1		
中间值			5,910	3,595				44	33	25	0.6%	17.5%	19.4%	20.2%	8.2	7.3	6.1
保健品																	
健康元	600380	7.11	7,806	4,343	-0.02	0.28	0.30		26	24	1.7%	19%	11.5%	12.3%	1.4	2.1	2.0
交大昂立	600530	8.15	2,543	2,543	-0.45	0.00	0.00				0.0%	-15.6%	0.0%	0.0%	3.2		
人福科技	600079	10.25	3,988	3,334	0.20	0.26	0.36	51	40	29	0.4%	8.1%	9.0%	11.2%	4.0	3.7	3.3
中间值			3,988	3,334				51	33	26	0.4%	8.1%	9.0%	11.2%	3.2	2.9	2.7
医疗器械																	
鱼跃医疗	002223	23.69	3,660	924	0.40	0.60	0.84	59	39	28	1.3%	23%	17%	19%	9.0	6.6	5.4
万东医疗	600055	8.08	1,749	1,749	0.13	0.20	0.24	62	41	33	0.7%	5.9%	7.9%	8.6%	3.5	3.2	3.0
新华医疗	600587	14.04	1,887	1,887	0.22	0.33	0.40	63	43	35	0.4%	5.0%	6.8%	7.4%	3.1	2.7	2.6
山东药玻	600529	12.15	3,127	3,127	0.55	0.66	0.78	22	18	16	0.5%	10.3%	10.7%	11.7%	2.2	2.0	1.8
中间值			2,507	1,818				60	40	31	0.6%	8.1%	9.3%	10.1%	3.3	3.0	2.8
综合性制药企业																	
丽珠集团	000513	29.20	8,936	4,626	0.17	0.99	1.18	172	29	25	0.3%	3%	15%	14.9%	5.0	4.3	3.7
哈药股份	600664	16.47	20,456	13,346	0.69	0.75	0.85	24	22	19	3.6%	16%	15%	15%	3.5	3.4	2.9
复星医药	600196	17.52	21,686	12,013	0.56	0.65	0.77	31	27	23	0.6%	18%	17%	17%	5.4	4.6	4.0
双鹤药业	600062	21.64	12,372	6,836	0.67	0.90	1.11	33	24	19	0.6%	14%	14%	16%	4.0	3.0	2.7
三九医药	000999	18.69	18,296	6,317	0.51	0.66	0.79	37	28	24	1.1%	17%	17%	18%	5.7	4.8	4.1
三精制药	600829	16.38	6,332	2,861	0.70	0.84	0.94	24	19	17	4.5%	20%	18%	17%	4.3	3.6	3.0
上实医药	600607	19.33	7,110	7,110	0.53	1.41	0.52	36	14	37	0.9%	10%	21%	9%	3.5	2.7	2.8
中间值			12,372	6,836				33	24	23	0.9%	15.9%	16.6%	16.0%	4.3	3.6	3.0
医药流通企业																	
国药股份	600511	19.54	9,356	5,425	0.40	0.53	0.67	48	37	29	0.8%	25%	20%	23.3%	11.3	7.6	6.8
一致药业	000028	24.26	6,991	5,659	0.54	0.75	0.92	45	32	27	0.4%	28%	28%	27%	11.1	8.8	6.8
上海医药	600849	12.18	6,933	4,874	0.14	0.25	0.33	85	48	37	0.4%	5%	8%	9%	4.1	3.9	3.5
海王生物	000078	7.61	4,966	3,343	0.04	0.00	0.00	204			0.0%	3%	0%	0%	7.1		
南京医药	600713	8.23	2,477	1,956	0.10	0.22	0.30	82	37	28	0.1%	6%	10%	13%	5.1	3.3	3.1
中国医药	600056	15.91	3,806	3,806	0.68	0.63	0.62	23	25	26	0.0%	13%	12%	12%	3.6	2.3	2.8
中间值			3,806	3,343				66	37	29	0.1%	6.2%	8.1%	9.4%	5.1	3.7	3.5
全行业中间值			4,934	3,338				45	30	25	0.4%	14.3%	14.5%	15.5%	5.3	4.5	3.7

资料来源：Wind, 中金公司研究部，非覆盖公司数据采用 wind 资讯一致预期

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。