

伊利替康将成为新的增长点

- 预计美 FDA 将于 2010 年 3 月检查恒瑞公司的冻干粉针剂伊利替康的生产线

美 FDA 原定于 2009 年 12 月 4 日检查恒瑞医药的伊利替康冻干粉针剂的生产线，由于美国本土的一些公共卫生事件，使得检查官员返回国内。现重新择日，将于 2010 年 3 月到访恒瑞医药公司检查其伊利替康冻干粉针剂的生产线。

- 美国 FDA 40 多年来继 5-氟尿嘧啶(5-FU)之后，唯一批准用于晚期大肠癌一线治疗的化疗药

盐酸伊立替康由日本研制开发，是经过化学修饰的天然喜树碱衍生物，是治疗晚期大肠癌的特效药物，对 5-氟尿嘧啶产生耐药性的病例仍然有效。盐酸伊立替康目前国内只有江苏恒瑞独家生产原料及冻干粉（艾恒）

- 2007 年在美国本土创下 9.7 亿美元的超高销售额

伊立替康（开普拓）在美国市场的专利权为辉瑞公司所有，但该专利已于 2008 年 2 月到期。2007 年辉瑞伊立替康创下 9.7 亿美元超高销售额，市场基础雄厚。

- 有望成为国内首家获得注射剂美国 FDA 认证的公司

市场所熟悉的已获得规范市场出口业务的产品，或者是原料药的出口或者是制剂的片剂，如果恒瑞医药的伊利替康的生产线获得美国 FDA 认证，意味着伊利替康冻干粉针剂获得美国市场的通行证，也将是国内首家以注射剂的剂型获得美 FDA 的认证。

- 仿制药的出口将改变公司的增长轨迹，维持买入评级

仿制药出口是恒瑞医药国际化战略的重要的一环。公司计划在未来两年内能有 20 个产品获得规范市场的通行证。仿制药的出口将改变公司的增长轨迹。我们预计 2009、2010 年公司实现扣非后每股收益 1.13 元、1.46 元，维持买入评级。



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(2010 年 01 月 11 日) 47.99

目标价格(6 个月) 73

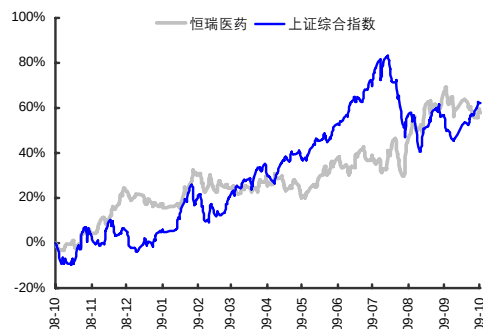
总股本/A 股(万股) 62074/62074

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 01 月 12 日

股价表现



重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2393	2991	3672	4480
同比(%)	21%	25%	23%	22%
归属母公司净利润	423	701	905	1132
同比(%)	2%	66%	29%	25%
毛利率(%)	83.2%	84.0%	84.0%	84.0%
ROE(%)	21.2%	26.5%	26.0%	24.8%
每股收益(元)	0.68	1.13	1.46	1.82

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

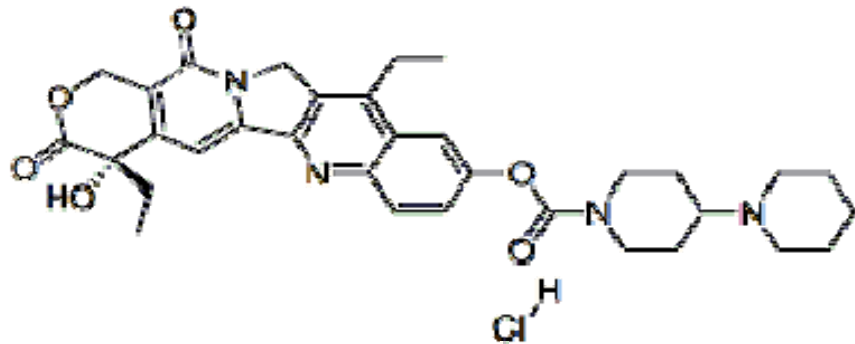
美 FDA 原定于 2009 年 12 月 4 日检查恒瑞医药的伊立替康冻干粉针注射剂的生产线，由于美国本土的一些公共卫生事件，使得检查官员返回国内。现重新择日，将于 2010 年 3 月检查生产线。

盐酸伊立替康由日本研制开发，是经过化学修饰的天然喜树碱衍生物，是治疗晚期大肠癌的特效药物，对 5-氟尿嘧啶产生耐药性的病例仍然有效；同时对小细胞和非小细胞肺癌及宫颈癌和卵巢癌亦有疗效。该药已获得美国 FDA 和欧盟的共同批准，在全球 100 多个国家上市。它是美国 FDA 40 多年来继 5-氟尿嘧啶(5-FU)之后，唯一批准用于晚期大肠癌一线治疗的化疗药。盐酸伊立替康目前国内只有江苏恒瑞独家生产原料及冻干针（艾恒），恒瑞推出该药（艾恒）当年便实现销售收入近千万。

盐酸伊立替康注射液是一种疗效确切、毒副作用小的抗癌药。能特异性抑制 DNA 拓扑异构酶 I。适用于晚期大肠癌患者的治疗：与 5-氟尿嘧啶和亚叶酸联合治疗既往未接受化疗的晚期大肠癌患者；作为单一用药，治疗经含 5-氟尿嘧啶化疗方案治疗失败的患者。伊立替康在体内和体外研究中均有广谱的抗肿瘤活性，重要的是伊立替康和它的代谢产物对表达多药耐药的肿瘤仍然有效。

伊立替康抗癌谱较广，同时还对小细胞、非小细胞肺癌、宫颈癌、卵巢癌、结肠癌、直肠癌、卵巢癌、宫颈癌、胃癌、淋巴瘤、乳腺癌及白血病等也有疗效。

图：盐酸伊立替康分子结构



资料来源：chemicalbook，东方证券研究所

伊立替康（开普拓）在美国市场的专利权为辉瑞公司所有，但该专利已于 2008 年 2 月到期。2007 年辉瑞伊立替康创下 9.7 亿美元超高销售额，市场基础雄厚。

恒瑞伊立替康 2008 年国内销售额为 1.47 亿元，同比增长 34%，2009 年前三季已超过 08 年全年销售额，达 1.5 亿元，同比增长 38%。此次恒瑞伊立替康申请美国 ANDA 认证一旦通过，可进一步扩大销售额，以价格优势占有国际市场一定份额。

表：公司主要产品销售(20090931)

百万元	1Q2008	1-2Q2008	1-3Q2008	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009
抗肿瘤药	381.94	725.00	1100.00	440.00	870.00	1330.00
同比增长				15.20%	20.00%	21.00%
奥沙利铂	110.7	207.2	291.0	114.0	230.0	305.0
同比增长				3.00%	11.00%	4.81%
多西他赛	143.35	272.70	420.00	167.00	330.00	503.00
同比增长				16.50%	21.00%	20.00%
伊利替康	38.5	71.4	108.7	50.0	100.0	150.0
同比增长				30.00%	40.00%	38.00%
来曲唑	26.1	48.6	74.0	35.0	69.0	102.0
同比增长				34.00%	42.00%	37.83%
亚叶酸钙	31.82	59.60	89.00	35.00	68.00	101.0
同比增长				10.00%	14.00%	13.48%
唑来磷酸	5.33			8.00		
				50.00%		
手术用药	59.3	119.2	192.0	83.0	180.0	303.0
同比增长				40.00%	51.00%	58.00%
顺阿曲库胺		11.10			41.00	
阿曲库胺(加上顺)	24.0		76.00	36.0	38.0	130.40
同比增长				50.00%		71.58%
七氟烷	13.53	27.40	45.00	23.00	52.00	90.20
同比增长				70.00%	90.00%	100.40%
速卡			31.00	9.0	20.0	29.98
布托啡诺	5.66			9.00	20.00	
				59.0%	60.0%	
抗生素		155.30		80.00	160.00	250.00
同比增长					3.0%	
克拉霉素片	44.25	79.60	130.00	50.00	90.00	150.00
同比增长				13.0%	13.0%	15.38%
恒苏	13.08			14.00		
同比增长				7.0%		
加替沙星				7.00		
心血管				26.00		
厄贝沙坦	15.76	31.00		26.00	54.00	80.00
同比增长				65.0%	74.0%	
化痰						
贝莱		42.00		24.00	37.00	50.00
原料药	6.88	42.00		15.00	22.00	
同比增长				118.0%		
造影剂		8.1		12.0	30.0	
碘氟醇	3.00	8.10		12.00	30.00	50.00
同比增长				300.0%	270.0%	

资料来源：东方证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1553	2253	3175	4337	营业收入	2393	2991	3672	4480
现金	385	1200	1884	2763	营业成本	401	479	588	717
应收账款	612	748	918	1120	营业税金及附加	38	45	55	67
其它应收款	72	70	84	102	营业费用	965	1205	1469	1792
预付账款	36	43	53	65	管理费用	342	449	529	627
存货	162	191	235	287	财务费用	5	-25	-48	-72
其他	285	1	1	1	资产减值损失	33	10	10	10
非流动资产	701	593	577	556	公允价值变动收益	-181	0	0	0
长期投资	1	2	2	2	投资净收益	22	0	0	0
固定资产	462	466	456	438	营业利润	450	828	1070	1339
无形资产	29	29	28	28	营业外收入	25	4	4	4
其他	208	96	91	88	营业外支出	5	1	1	1
资产总计	2254	2845	3752	4893	利润总额	470	831	1073	1342
流动负债	230	149	185	220	所得税	34	108	139	174
短期借款	0	0	0	0	净利润	436	723	933	1167
应付账款	132	124	159	194	少数股东损益	13	22	28	35
其他	98	25	26	27	归属于母公司净利润	423	701	905	1132
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	515	862	1087	1338
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	1.13	1.46	1.82
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	230	149	185	220	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	30	52	80	114	成长能力				
股本	517	621	621	621	营业收入	20.8%	25.0%	22.8%	22.0%
资本公积	316	316	316	316	营业利润	-10.6%	84.1%	29.2%	25.2%
留存收益	1162	1708	2551	3622	归属于母公司净利润	2.0%	65.8%	29.1%	25.1%
归属母公司股东权益合计	1994	2644	3488	4558	获利能力				
负债和股东权益	2254	2845	3752	4893	毛利率	83.2%	84.0%	84.0%	84.0%
现金流量表					净利率	17.7%	23.5%	24.7%	25.3%
单位:百万元					ROE	21.2%	26.5%	26.0%	24.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	32.4%	55.8%	62.8%	68.4%
经营活动现金流	117	711	748	920	偿债能力				
净利润	436	723	933	1167	资产负债率	10.2%	5.2%	4.9%	4.5%
折旧摊销	60	58	65	72	净负债比率				
财务费用	5	-25	-48	-72	流动比率	6.76	15.08	17.19	19.69
投资损失	-22	0	0	0	速动比率	6.05	13.80	15.92	18.39
营运资金变动	-519	6	-209	-254	营运能力				
其它	158	-52	6	7	总资产周转率	1.12	1.17	1.11	1.04
投资活动现金流	-200	131	-50	-50	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	111	50	50	50	应付账款周转率	3.92	3.73	4.15	4.07
长期投资	-110	-101	0	0	每股指标 (元)				
其他	-199	80	0	0	每股收益	0.68	1.13	1.46	1.82
筹资活动现金流	-105	-27	-14	10	每股经营现金流	0.19	1.15	1.20	1.48
短期借款	-60	0	0	0	每股净资产	3.21	4.26	5.62	7.34
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	86	103	0	0	P/E	61.94	37.35	28.94	23.13
资本公积增加	-2	0	0	0	P/B	13.13	9.91	7.51	5.75
其他	-128	-131	-14	10	EV/EBITDA	50	30	24	19
现金净增加额	-188	815	683	880					

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。本报告清晰准确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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn