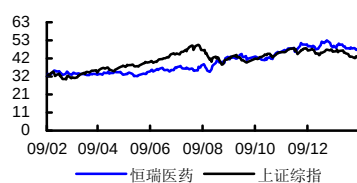


动态报告
医药保健
制药与生物
恒瑞医药(600276)
推荐
2009 年报点评

(维持评级)

2010 年 2 月 8 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	46.76
总股本/流通 A 股(百万股)	620.74/620.74
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	29,025.95/29,025.95
上证综指/深圳成指	2,939.40/11,917.14
12 个月最高/最低 (元)	52.50/31.64

财务数据

净资产值(百万元)	2,607.74
每股净资产(元)	4.20
市净率	11.13
资产负债率	11.13%
息率	0.21%

相关研究报告:

《恒瑞医药 09 年三季报点评: 三季度收入增速明显加快》——2009-10-23

《恒瑞医药中报点评: 中报业绩靓丽, 创新步履坚实》——2009-8-26

《主业稳健增长, 09 良好开局》——2009-4-22

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

分析师: 陈栋

电话: 021-60933147

E-mail: chendong1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

收入增长强劲, 创新稳步推进

●收入增长强劲, 盈利略低于预期

- 公司 09 年实现营业收入 30.29 亿元, 同比增长 26.60%; 归属于上市公司股东净利润 6.66 亿元, 同比增长 57.40%。实现 EPS 1.07 元, 每股经营性现金流 0.71 元/股, 同比大幅增长 273.8%。
- 相比 08 年证券投资亏损约 16638 万元, 09 年的的证券投资收益为 7471 万元, 扣除非经常性损益后的净利润 5.82 亿元, EPS 为每股 0.94 元, 同比增长 2.09%。净资产收益率 ROE 为 28.61%, 同比提高 5.74 个百分点
- 公司 09 年度分配方案为: 每 10 股派送现金 1 元, 每 10 股送红股 2 股。

●毛利率小幅下降, 销售费用率增长较快

- 09 年公司整体毛利率为 82.71%, 小幅下降 0.54 个百分点。
- 09 年公司的销售费用率同比增长 4.07 个百分点, 使总体期间费用率仍上升了 3.69 个百分点; 09 年实际所得税率 11.19%, 同比提高了 3.87 个百分点。期间费用率和所得税率的提高使得主营业务利润增幅低于收入增速。
- 公司资产负债率维持在 11.13% 的较低水平, 账面货币资金 7.07 亿, 财务状况优秀。

●创新药与国际化稳步推进

自主研的创新药瑞格列汀在美国进入一期临床试验; 卡曲沙星和艾瑞昔布的审批工作已基本完成, 预计 10 年上半年上市; 5 个一类新药分别处于 I 到 II 期临床, 另有 6 个创新药正申报待批; 新获 10 个临床批件和 5 个生产批件。公司将在 10 年 3 月迎接 FDA 官员对伊利替康等制剂出口的 FDA 认证检查

●维持“推荐”评级

我们预计 10-12 年公司主业 EPS 1.25、1.60、1.95 元, 同比增长 17%、27%、22%, 目前 PE37x、29x、24x。公司有望重回高增长、高盈利的轨道, 创新和国际化稳步推进、成果可期, 给与 2011 年 PE35x, 目标价 56 元, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,392.56	3,028.96	3,826	4,586	5,412
(+/-%)	20.80%	26.60%	26.3%	19.9%	18.0%
净利润(百万元)	422.95	665.73	779	993	1210
(+/-%)	1.97%	57.40%	17.0%	27.5%	21.9%
每股收益 (元)	0.82	1.07	1.25	1.60	1.95
EBIT Margin			23.3%	24.9%	25.7%
净资产收益率 (ROE)	21.21%	25.53%	23.8%	24.1%	23.5%
市盈率 (PE)	57.19	43.60	37.3	29.2	24.0
EV/EBITDA			31.4	24.6	20.3
市净率 (PB)	12.13	11.13	8.9	7.1	5.6

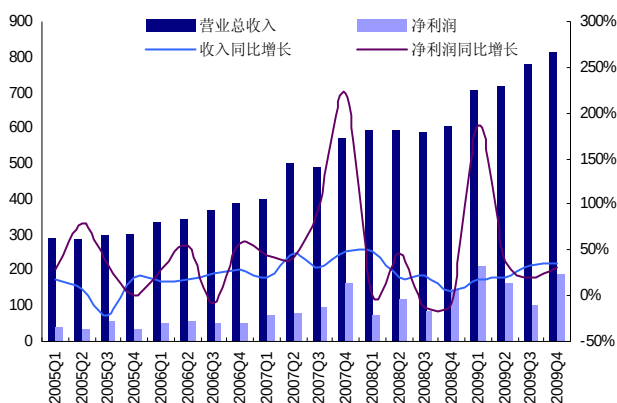
收入增长强劲，盈利低于预期

公司2009年实现营业收入30.29亿元，同比增长26.60%；营业利润7.72亿元，同比增长71.61%；归属于上市公司股东净利润6.66亿元，同比增长57.40%。实现EPS 1.07元，每股经营性现金流0.71元/股，同比大幅增长273.8%。

相比08年证券投资亏损约16638万元，09年的的证券投资收益为7471万元，扣除非经常性损益后的净利润5.82亿元，EPS为每股0.94元，同比增长2.09%。净资产收益率ROE为28.61%，同比提高5.74个百分点

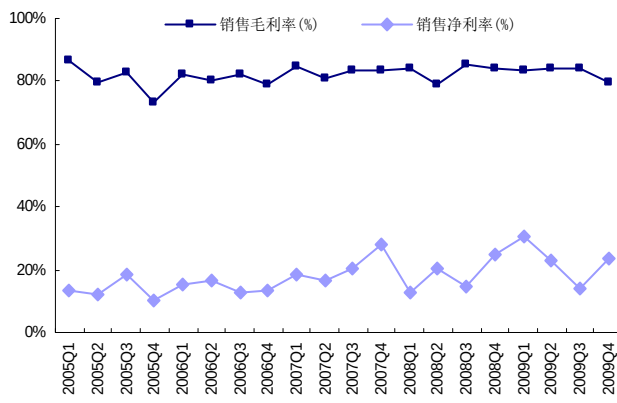
公司09年度分配方案为：每10股派送现金1元（含税），每10股送红股2股。

图 1：2005-2009 恒瑞医药单季度收入与净利润（百万元）



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 2：2005-2009 恒瑞医药盈利水平变化



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

毛利率小幅下降，销售费用率增长较快

多西他赛、奥沙利铂等重磅品种在09年继续保持20%以上的增长，收入分别达到7亿元和5亿元；碘氟醇、七氟烷、厄贝沙坦等在公司重点推广下增速可观。2009年公司整体毛利率为82.71%，小幅下降0.54个百分点；其中医药制造业销售收入29.65亿元，同比增长27.43%，毛利率84.29%，同比下降1.12个百分点。

2009年公司在拓宽销售渠道方面进展较大，实施了由中心城市向社区、周边城镇辐射的策略，全年新增销售网点30个，并在重点医院实行分科室的销售策略，确保了销售的稳定增长，但同时公司的销售费用率同比增长4.07个百分点，达到44.42%，利息收入的增加抵消了部分期间费用的增长，但总体期间费用率仍上升了3.69个百分点。

09年公司实际所得税率11.19%，同比提高了3.87个百分点。期间费用率和所得税率的提高使得主营业务利润增幅低于收入增速。

报告期末公司仅有1000万借款，资产负债率维持在11.13%的较低水平，账面货币资金7.07亿，财务状况优秀。公司09年末应收账款9.67亿元，同比增长48.9%，应收账款周转率87.2天，同比增加9天。

表 1：恒瑞医药主要财务指标对比

指标名称	2005	2006	2007	2008	2009
增长指标					
主营业务收入同比增长率%	2.98	21.82	36.41	20.80	26.60
税前利润同比增长率%	27.83	31.08	76.79	-7.24	66.10
净利润同比增长率%	32.30	27.58	99.51	1.97	54.40
盈利水平					
净资产收益率(ROE)(全面摊薄)	14.82	16.59	25.56	21.21	25.53
销售净利率%	13.57	14.29	21.36	18.21	22.89
销售毛利率%	80.50	80.55	83.14	83.25	82.71
销售费用率%	40.36	39.16	40.73	40.35	44.42
管理费用率%	20.32	20.87	20.73	14.29	14.39
财务费用率%	-0.01	-0.04	0.20	0.20	-0.28
偿债能力					
流动比率	6.52	6.17	4.21	6.76	6.63
速动比率	5.96	5.53	3.89	6.05	6.09
资产负债率%	13.78	13.69	18.90	10.20	11.13
运营效率					
存货周转天数	103.3	107.5	116.3	124.6	116.6
应收账款周转天数	47.6	37.1	52.2	78.2	87.2
收益质量					
每股收益(EPS)(全面摊薄)	0.261	0.333	0.665	0.681	1.072
每股经营性现金流量	0.893	0.803	0.508	0.227	0.707

数据来源：Wind, 国信证券经济研究所

创新药与国际化稳步推进

09 年公司在自主创新和研发上成绩靓丽：卡曲沙星和艾瑞昔布的审批工作已基本完成，预计 2010 年上半年上市；苹果酸法米替尼、分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼等 5 个一类新药分别处于 I 到 II 期临床，另有 6 个创新药正申报待批。新获 10 个临床批件、盐酸右美托咪定和培门冬酶等 5 个生产批件；全年获得专利 6 件，新提交专利申请 37 件，其中 PCT 专利申请 13 件；公司还被国家科技部、国资委确定为第三批创新型试点企业。

在国际化方面，按照美国 FDA 标准设计和建造大浦原料药基地正在加紧建设，有望整体通过美国 FDA 认证；预计将在 10 年 3 月迎接 FDA 官员对伊利替康等通用名药制剂出口的 FDA 认证检查；下一步公司还将优选科技含量高、剂型独特、仿制有较高技术壁垒的通用名药准备申请更多制剂的 FDA 认证；公司自主研发的用于治疗 II 型糖尿病的创新药——瑞格列汀在美国获批进入一期临床试验，成为我国化学制药行业首次在美国进行创新药的临床试验。

维持“推荐”评级

我们预计 10-12 年公司主业 EPS 1.25、1.60、1.95 元，同比增长 17%、27%、22%，目前 PE37x、29x、24x。公司的主要产品在 10 年又一次面临各省招标，抗肿瘤药物价格有可能下降，但销量有望放大；公司产品线不断丰富，非抗肿瘤药物的销售处于成长期，将成为公司另一个增长点；预计 10 年随着营销队伍的稳定和新开拓市场的逐步成熟，销售费用率有望得到下降，使公司重回高增长、高盈利的轨道；公司的创新和国际化稳步推进、成果可期，给与 2011 年 PE35x，目标价 56 元，维持“推荐”评级。

表 3：恒瑞医药主要产品分类及预测（万元）

产品分类	2007	2008	2009	2010E	2011E
抗肿瘤药	118000	144550	190083	231902	278281.9
同比增长	39%	23%	32%	22%	20%
毛利率	91.5%	91.5%	89.0%	89.0%	89.0%
其中：多西他赛	46110	55793	72531	90664	108797
奥沙利铂	39955	44350	53220	62800	72220
亚叶酸钙/左旋亚叶酸钙	12650	13915	15028	16080	16884
伊立替康	10800	19980	28971	39111	49671
来曲唑	8000	10000	13000	16250	19825
抗感染药	25000	26750	27553	28379	29230
同比增长	11%	7%	3%	3%	3%
毛利率	81.0%	82.0%	81.0%	81.0%	81.0%
其中：卡曲沙星（创新药）				1000	3000
手术用药	24000	29280	40114	52148	65185
同比增长	68%	22%	37%	30%	25%
毛利率	86.0%	86.0%	85.0%	85.0%	85.0%
其中：七氟烷	3800	7600	11400	15960	21546
阿曲库胺	7000	8750	10500	12390	14249
碘氟醇	1800	2520	3654	4933	6166
其它(心血管、原料药等)	31062	38676	44477	49814	54796
同比增长	43%	25%	15%	12%	10%
毛利率	51.0%	51.2%	54.8%	54.8%	54.8%
其中：厄贝沙坦	5000	7000	9100	11375	13650
收入合计	198062	239256	302226	362242	427493
同比增长	36.41%	20.80%	26.32%	19.86%	18.01%
综合毛利率	83.14%	83.25%	82.71%	83.09%	83.46%

数据来源：国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	707	949	1364	1924	营业收入	3029	3826	4586	5412
应收款项	1234	1572	1885	2224	营业成本	524	645	756	873
存货净额	177	270	317	367	营业税金及附加	45	57	69	81
其他流动资产	30	38	46	54	销售费用	1346	1684	1972	2300
流动资产合计	2148	2830	3612	4569	管理费用	436	549	648	765
固定资产	559	603	629	628	财务费用	(8)	(5)	(6)	(8)
无形资产及其他	50	49	47	45	投资收益	(11)	0	0	0
投资性房地产	240	290	340	540	资产减值及公允价值变动	95	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2999	3773	4629	5783	营业利润	772	896	1147	1401
短期借款及交易性金融负债	0	50	50	100	营业外净收支	9	15	15	15
应付款项	139	180	190	196	利润总额	781	911	1162	1416
其他流动负债	185	173	136	158	所得税费用	87	100	128	156
流动负债合计	324	404	376	454	少数股东损益	28	32	41	50
长期借款及应付债券	10	10	10	10	归属于母公司净利润	666	779	993	1210
其他长期负债	0	5	10	15					
长期负债合计	10	15	20	25	现金流量表 (百万元)				
负债合计	334	419	396	479		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	57	85	120	162	净利润	666	779	993	1210
股东权益	2608	3270	4114	5142	资产减值准备	(43)	11	0	0
负债和股东权益总计	2999	3773	4629	5783	折旧摊销	64	46	56	63
					公允价值变动损失	(95)	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	(8)	(5)	(6)	(8)
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	(386)	(444)	(439)	(565)
每股收益	1.07	1.25	1.60	1.95	其它	68	16	35	42
每股红利	0.08	0.19	0.24	0.29	经营活动现金流	274	408	645	751
每股净资产	4.20	5.27	6.63	8.28	资本开支	(160)	(100)	(80)	(60)
ROIC	26%	27%	31%	34%	其它投资现金流	80	0	0	0
ROE	26%	24%	24%	24%	投资活动现金流	(80)	(100)	(80)	(60)
毛利率	83%	83%	84%	84%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	23%	25%	26%	负债净变化	10	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	26%	27%	支付股利、利息	(52)	(117)	(149)	(182)
收入增长	27%	26%	20%	18%	其它融资现金流	211	50	0	50
净利润增长率	57%	17%	28%	22%	融资活动现金流	128	(67)	(149)	(132)
资产负债率	13%	13%	11%	11%	现金净变动	322	241	416	560
息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	385	707	949	1364
P/E	43.6	37.3	29.2	24.0	货币资金的期末余额	707	949	1364	1924
P/B	11.1	8.9	7.1	5.6	企业自由现金流	187	295	552	678
EV/EBITDA	39.5	31.4	24.6	20.3	权益自由现金流	408	350	558	735

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	黄学军	021-60933142	黄金香	010-82252922
		崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
		廖 喆	021-60933162	郑 武	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	