

动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

恒瑞医药 (600276)

调研简报

推荐

(维持评级)

2010年3月3日

2010年有望保持稳健快速成长

分析师: 陈栋 chendong1@guosen.com.cn 021-60933147

分析师: 贺平鸽 hepg@guosen.com.cn 0755-82133396

事项:

3月1日我们参加了恒瑞医药股东大会, 与公司高管就09年经营回顾和10年展望进行了交流。

评论:

■ 2009年重点产品稳步快速增长, 2010年渠道下沉维持高增长

2009年, 恒瑞医药实现营业收入30.29亿元、净利润6.93亿元, 同比增长了26.6%、59.16%, EPS1.07元。扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润为5.82亿元, 同比增长2.1%, EPS0.94。

2009年自产药品收入29.6亿元, 同比增长27%、毛利率高达84.3%, 其中2个产品的销售在5亿元级别, 另有7个产品销售额超过1亿元。细分来看:

- 抗肿瘤药物销售收入17.9亿元, 同比增长21%。其中多西他赛增长21%至6.8亿元; 奥沙利铂增长15%至4.7亿元; 来曲唑增长40%至1.4亿元, 市场份额已经超过了诺华; 伊立替康增长35%至2亿元; 亚叶酸钙增长12%至1.3亿元。
- 手术用药销售收入4.1亿元, 增速高达53%。其中七氟烷增长77%至1.2亿元; 顺阿曲库铵增长192%至1.05亿元; 阿曲库铵增长3%至7300万元。
- 抗生素销售收入3.3亿元, 同比持平。其中克拉霉素缓释片增长12%至2亿元。

2010年, 公司的经营重点是销售下沉, 中西部的县城级医院目前还是空白点, 公司将会在2-3年内逐步覆盖; 七氟烷、碘氟醇都有过5亿元的潜力;

2010年是恒瑞建厂40周年之际, 公司目标: 力争使销售收入突破40亿。如果实现, 则意味着10年收入增速有望达到32%!

对于公立医院改革取消药品加成、以及招标带来的药品降价, 公司已有应对之策: 将以销量提升来弥补降价的损失。

■ 承兑汇票推高应收账款, 费用率仍将维持较高水平

银行承兑汇票的增加使应收账款从09年初的6.12亿元增加到8.55亿元(其中70-80%的账期在4个月以内, 09年以前未收回的货款只有几百万)。09年公司的销售费用率同比增长4.07个百分点, 达到44.42%; 销售和管理费用率合计为58.81%, 同比增加4.17个百分点。预计随着后续新产品营销费用的增加以及市场的深度开拓, 销售和管理费用率仍将维持在较高的58-60%水平。

■ 改革销售体系，逐步建立专利药销售队伍

公司目前销售骨干队伍稳定，基层销售人员的流动是正常现象。专利药上市后将首先依靠现有的销售队伍，艾瑞昔布等新药将按现有肿瘤药模式推广，然后再考虑将专利药与非专利药的销售队伍分开，专利药的最终销售队伍将达到 2000 人左右。公司不考虑代理外资厂商的产品。

逐步细化市场、挖掘潜力：上海等城市的销售代表原先同时覆盖区域内的大医院、区级医院和社区医院，容易忽视区级医院和社区卫生中心的销售，现增加销售代表单独覆盖中小医院，以充分挖掘市场的潜力。

■ FDA 认证稳步推行

伊立替康、加巴喷丁等三个制剂将在 3 月份迎接美国 FDA 检查，公司力争一次通过认证；10 年公司将向 FDA 申报更多的制剂认证品种。

■ 2010 年新药将陆续上市，有力支撑收入增长

公司 09 年获得盐酸右美托咪定和培门冬酶等 5 个生产批件，盐酸右美托咪定市场前景看好，有望成为明星产品；培门冬酶预计将达到来曲唑的收入规模，也将贡献可观利润。创新药卡曲沙星和艾瑞昔布、仿制药 S1 替加氟预计在 2010 年上半年上市，并在 2012 年前有力支撑收入增长。

■ 创新药研发进展顺利

苹果酸法米替尼、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；阿帕替尼争取 2012-13 年上市；法米替尼将在 2010 年进入 II 期临床；糖尿病创新药—瑞格列汀在美国获批进入 I 期临床试验。

09 年公司研发费用近 3 亿元，其中前期研发费用占 20-30%，后期临床研究占 70%，每年的研发费用都计入当年损益，不进行资本化。

公司 90%的技术和产品源于自身研发成果，目前化学药研发能力较强，未来将强化生物制剂的研究。在品种的选择方面，在考虑产品市场潜力的前提下，集中于某一个治疗领域以使边际投入产出较大；乙肝用药领域除了 PEG-干扰素，未来还考虑增加新品种。

■ 产能瓶颈将逐步缓解

公司将用 2 年时间初步解决产能瓶颈，造影剂生产车间的设计产值为 12 亿元，将在 10 年下半年完工。10 年固定资产投入约需 3 亿元，后续 3-4 年每年还需 2 亿元的投入（共需投入 10-15 亿元），期间不排除再融资的可能。

■ 维持“推荐”评级和一年期目标价 56-58 元

09 年公司的抗肿瘤药在高基数的情况下，仍保持了较快的增长速度，手术用药更是实现了 50%以上的高速增长；10 年公司将在精细化销售策略的指引下充分挖掘抗肿瘤药的增长潜力，并重点推广手术用药和心血管用药；10 年上市的新药将在 11 年后有力支撑收入增长；同时公司的创新和国际化稳步推进、成果可期。

09 年公司主业收入 27%，但扣非后净利润仅 2%，低于市场预期。我们认为可能因为 09 年获得了较丰厚证券投资收益（约 8400 万元），使得公司在研发、销售、管理等费用方面体现充分。2010 年股票投资已无，未来业绩不再受扰，恒瑞也将迎来 40 年大庆，因此公司在力争收入超过 30%的增速之下，我们预计净利润增速至少与收入增速同步。11、12 年，在丰富产品梯队的支持之下，公司仍将保持良好增长。

我们维持 10-12 年公司主业 EPS 1.25、1.60、1.95 元，同比增长 17%（扣非后增速 33%）、27%、22%，目前 PE39x、30x、25x。维持“推荐”评级和一年期目标价 56-58 元（10PE35-36x）。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	707	850	1204	1687
应收款项	1234	1572	1885	2224
存货净额	177	270	317	367
其他流动资产	30	38	46	54
流动资产合计	2148	2731	3451	4332
固定资产	559	700	787	860
无形资产及其他	50	49	47	45
投资性房地产	240	290	340	540
长期股权投资	1	1	1	1
资产总计	2999	3771	4626	5779
短期借款及交易性金融负债	0	50	50	100
应付款项	139	180	190	196
其他流动负债	185	174	136	158
流动负债合计	324	404	376	454
长期借款及应付债券	10	10	10	10
其他长期负债	0	5	10	15
长期负债合计	10	15	20	25
负债合计	334	419	396	479
少数股东权益	57	85	119	162
股东权益	2608	3267	4111	5138
负债和股东权益总计	2999	3771	4626	5779

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.07	1.25	1.60	1.95
每股红利	0.08	0.19	0.24	0.29
每股净资产	4.20	5.26	6.62	8.28
ROIC	26%	26%	30%	32%
ROE	26%	24%	24%	24%
毛利率	83%	83%	83%	84%
EBIT Margin	22%	23%	25%	25%
EBITDA Margin	25%	24%	26%	27%
收入增长	27%	26%	20%	18%
净利润增长率	57%	17%	28%	22%
资产负债率	13%	13%	11%	11%
息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
P/E	45.3	38.9	30.4	25.0
P/B	11.6	9.2	7.3	5.9
EV/EBITDA	41.0	32.9	25.5	21.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3029	3826	4586	5412
营业成本	524	648	765	888
营业税金及附加	45	57	69	81
销售费用	1346	1691	1972	2300
管理费用	436	549	648	765
财务费用	(8)	(12)	(15)	(21)
投资收益	(11)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	95	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	772	893	1147	1398
营业外净收支	9	15	15	15
利润总额	781	908	1162	1413
所得税费用	87	100	128	155
少数股东损益	28	32	41	50
归属于母公司净利润	666	776	993	1208

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	666	776	993	1208
资产减值准备	(43)	11	0	0
折旧摊销	64	49	65	78
公允价值变动损失	(95)	0	0	0
财务费用	(8)	(12)	(15)	(21)
营运资本变动	(386)	(444)	(439)	(564)
其它	68	16	35	42
经营活动现金流	274	409	653	764
资本开支	(160)	(200)	(150)	(150)
其它投资现金流	80	0	0	0
投资活动现金流	(80)	(200)	(150)	(150)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	10	0	0	0
支付股利、利息	(52)	(116)	(149)	(181)
其它融资现金流	211	50	0	50
融资活动现金流	128	(66)	(149)	(131)
现金净变动	322	142	354	483
货币资金的期初余额	385	707	850	1204
货币资金的期末余额	707	850	1204	1687
企业自由现金流	187	189	483	590
权益自由现金流	408	250	496	658

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

分析师承诺:

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。

免责条款:

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。