

化学制剂

周锐 S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

恒瑞医药

600276

强烈推荐

股权激励方案推出，利于公司长期发展

4 月 13 日恒瑞医药公布了股权激励草案。

投资要点：

■ 股权激励的主要内容如下：

激励对象：高管、核心技术、业务和关键岗位人员共 58 人；

股票来源：向激励人员定向增发 603 万股，其中首次授予 543 万股；

股票价格：《激励计划》首次公告前 20 个交易日均价 40.56 元的 50%；

股权解锁：自授予日起 12 个月后、24 个月后、36 个月后各申请解锁授予限制性股票总量的 40%、30%、30%，解锁条件为公司自授予日起 3 年的净利润分别不低于 7 亿、8.5 亿和 10.3 亿。

■ 我们的看法：

1、股权激励有利于调动公司管理层积极性。虽然本次股权激励股份占公司股本比例有限，但从期权价值来看，603 万股总价值仍然达到 1.22 亿，获得股权的 58 人均获得激励目前价值 210 万，预计将取得良好的激励效果；

2、增发股份和激励成本增加对公司利润的稀释有限。本次股权激励定增股份仅占公司总股本 0.8095%，对公司每股收益的稀释可以忽略；激励成本预计股权激励授予后 3 年成本分别为 8000 万，3000 万和 1200 万，对公司利润的影响将逐步减弱；

3、公司正逐步进入专利药时代，维持强烈推荐评级。2010 年开始恒瑞医药的专利药将逐步上市，公司未来增长速度有望提速；股权激励的实施有利于公司潜力释放，有利于豪森资产注入等问题的解决，恒瑞目前仍然具备明显的投资价值。我们维持对恒瑞医药 10-12 年每股收益 1.07、1.33 和 1.69 元的预测，维持强烈推荐评级。

6-12 个月目标价： 65.00 元

当前股价： 41.58 元

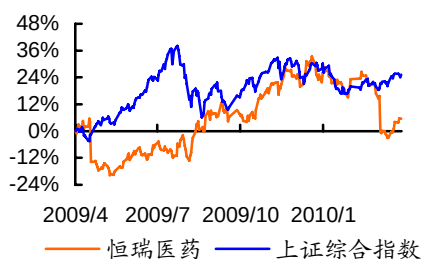
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3129.26
总股本(百万)	745
流通股本(百万)	745
流通市值(亿)	310
EPS (TTM)	0.89
每股净资产 (元)	3.58
资产负债率	11.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒瑞医药	8.61	0.69	18.04
上证综合指数	3.84	-4.42	8.11



相关报告

《恒瑞医药-主业保持快速增长，专利药研发即将突破》2010-2-8

《恒瑞医药-短期业绩低于预期不影响公司长期价值》2009-10-22

《恒瑞医药-创新药物研发顺利，高层次国际化拉开序幕》2009-8-25

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3029	3760	4687	5755
同比(%)	27%	24%	25%	23%
归属母公司净利润(百万元)	693	797	991	1259
同比(%)	57%	20%	24%	27%
毛利率(%)	82.7%	83.0%	83.2%	83.2%
ROE(%)	25.5%	23.8%	23.3%	23.2%
每股收益(元)	0.89	1.07	1.33	1.69
P/E	46.5	38.8	31.2	24.6
P/B	11.9	9.3	7.3	5.7
EV/EBITDA	36.4	30.9	24.5	19.3

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2148	3396	4305	5491	营业收入	3029	3760	4687	5755
现金	707	1531	2084	2764	营业成本	524	638	787	967
应收账款	855	1061	1322	1624	营业税金及附加	45	56	70	86
其它应收款	60	75	94	115	营业费用	1346	1617	2015	2417
预付账款	30	37	45	56	管理费用	436	545	680	834
存货	177	216	266	327	财务费用	-8	3	8	3
其他	319	476	493	606	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	850	680	727	754	公允价值变动收益	85	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-11	0	0	0
固定资产	481	589	656	693	营业利润	772	901	1126	1447
无形资产	50	50	50	50	营业外收入	9	1	0	0
其他	318	39	20	10	营业外支出	0	3	0	0
资产总计	2999	4075	5032	6246	利润总额	781	899	1126	1447
流动负债	324	649	688	736	所得税	87	102	135	188
短期借款	0	300	300	300	净利润	693	797	991	1259
应付账款	139	169	208	256	少数股东损益	28	0	0	0
其他	185	180	180	180	归属母公司净利润	666	797	991	1259
非流动负债	10	25	25	25	EBITDA	828	977	1229	1564
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.89	1.07	1.33	1.69
其他	0	15	15	15					
负债合计	334	674	713	761	主要财务比率				
少数股东权益	57	57	57	57	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	621	745	745	745	成长能力				
资本公积	316	316	316	316	营业收入	26.6%	24.1%	24.6%	22.8%
留存收益	1672	2284	3200	4367	营业利润	71.6%	16.8%	24.9%	28.5%
归属母公司股东权益	2608	3344	4261	5427	归属于母公司净利润	57.4%	19.8%	24.3%	27.0%
负债和股东权益	2999	4075	5032	6246	获利能力				
					毛利率	82.7%	83.0%	83.2%	83.2%
					净利率	22.0%	21.2%	21.1%	21.9%
					ROE	25.5%	23.8%	23.3%	23.2%
					ROIC	44.2%	42.8%	44.4%	47.6%
					偿债能力				
					资产负债率	11.1%	16.5%	14.2%	12.2%
					净负债比率				
					流动比率	6.63	5.23	6.25	7.46
					速动比率	6.09	4.90	5.87	7.02
					营运能力				
					总资产周转率	1.15	1.06	1.03	1.02
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.87	4.15	4.18	4.17
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.07	1.33	1.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.83	0.94	1.23
					每股净资产(最新摊薄)	3.50	4.49	5.72	7.29
					估值比率				
					P/E	46.52	38.84	31.25	24.60
					P/B	11.88	9.26	7.27	5.71
					EV/EBITDA	36	31	25	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434