

李珊珊 0755-83734347

lishsh@cmschina.com.cn

徐列海 0755-83271609

xuliehai@cmschina.com.cn

吴斌 0755-83271617

wubin@cmschina.com.cn

恒瑞医药 (600276.SH)/46.91元

收入增速加快，主业利润保持稳定增长

2010年4月22日

日用消费·医药

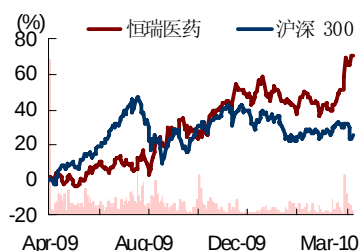
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3033
总股本(万股)	74489
已上市流通股(万股)	74489
总市值(亿元)	349
流通市值(亿元)	349
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	22.3
资产负债率	11.1%
主要股东	连云港天宇投资
主要股东持股比例	20.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	38	69
相对表现	22	42	48



相关报告

- 1、恒瑞医药—股权激励方案点评 2010/4/13
- 2、恒瑞医药—降血糖专利药正式开始 FDA I 期临床试验，看好公司创新和国际化 2009/8/20
- 3、医药行业 2009 年中期投资策略—政策受益、战略转型、立足创新、资产注入四大主题 2009/6/15
- 4、恒瑞医药—产品群优势确保高增长，专利药和国际化渐行渐近 2009/2/18
- 5、医药行业月报(09 年 1 月)—重点公司年报前瞻、政策解读和了望 2009/1/19
- 6、医药行业 2009 年度投资策略—主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域 2008/12/4
- 7、恒瑞医药—主业强劲增长，向专利药转型临近 2008/8/1

公司今日公布 1 季报：收入同比大幅增长 32.5%，净利润同比略降 4.4%，实现 EPS 0.27 元，扣除公允价值变动及资产减值损失影响后利润同比增长 22%，低于收入增速的主要原因是新产品研发、推广投入较多。公司股权激励方案优厚，有利于公司长远发展，维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级。

- **扣除非经常因素后 1 季度净利润保持稳定增长。**由于加大新产品推广力度及研发投入，营业费率和管理费用率同比上升了 2 个、2.1 个百分点，投资收益及公允价值变动损益同比下降约 4000 万元，计提资产减值损失 880 万元，净利润同比下降 4.4%，实现 EPS 0.27 元，扣除后两项非经常影响后利润同比增长 22%。毛利率同比上升 1.3 个百分点，实际税率略升 2.1 个百分点。
- **收入同比大幅增长 32.5%，环比增长 15.3%。**抗肿瘤药及麻醉用药分别实现收入约 5.3 亿元、1.4 亿元，同比增长 20%、70%。多西他赛、奥沙利铂、伊利替康及来曲唑同比增长约 24%、15%、25%和 40%；七氟烷、顺阿同比增长 86%、128%；碘氟醇、吉加同比增长 200%、95%。公司在新产品推广投入较多费用，预计未来麻醉用药和造影剂等仍将保持快速增长。
- **丰厚股权激励方案将有利于公司长远发展。**合理的考核条件将有效调动管理团队和骨干员工的积极性，吸引和保留优秀人才，提升公司在行业内的竞争地位，提高公司的核心竞争力，确保公司发展战略和经营目标的实现。
- **公司二季度的主要催化剂：**1、卡曲沙星和艾瑞昔布获批上市；2、伊利替康冻干粉针注射剂生产线通过 FDA 检查；3、其他在研药物取得进展。
- **维持预计 2010-2012 年收入同比增长 23%、22%、24%，净利润同比增长 18%、28%、30%，全面摊薄后实现 EPS 1.06 元、1.35 元和 1.76 元。**我们的业绩贡献仅考虑主业贡献，2010 年主业增长超过 30%。公司是国内最具新药创制能力的佼佼者，已经具备走出国门的竞争实力，我们看好公司创新和国际化的潜力和前景。当前股价对应 2010 年预测 PE 44 倍，估值不低，但公司在研重磅新药及国际化若取得突破，增速将超预期，维持“审慎推荐-A”评级，建议长线投资者介入。主要风险是新药研发及推广低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2393	3029	3726	4545	5636
同比增长	21%	27%	23%	22%	24%
营业利润(百万元)	450	772	957	1227	1594
同比增长	-11%	72%	24%	28%	30%
净利润(百万元)	423	666	788	1009	1308
同比增长	2%	57%	18%	28%	30%
每股收益(元)	0.57	0.89	1.06	1.35	1.76
PE	82.6	52.5	44.3	34.6	26.7
PB	17.5	13.4	10.5	8.2	6.4

资料来源：招商证券（EPS为摊薄后数据，2010年主业增长超过30%）

表 1: 恒瑞医药 2010 年 1 季度合并报表、母公司经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010Q1	增长(率)	2010Q1	增长(率)
营业收入	942	32.5%	422	-23.4%
毛利率	84.9%	1.3%	73.9%	-5.2%
营业费用率	41.4%	2.0%	1.3%	-12.2%
管理费用率	15.8%	2.1%	15.2%	-1.4%
财务费用率	-0.4%	-0.5%	-0.8%	-0.9%
期间费用率	56.8%	3.7%	15.7%	-14.6%
营业利润	242	-2.0%	237	-15.1%
营业利率	25.6%	-9.0%	56.2%	5.5%
利润总额	242	-1.9%	237	-15.2%
利润率	25.7%	-9.0%	56.2%	5.5%
实际所得税率	13.7%	2.1%	15.0%	-0.1%
净利润	203	-4.4%	201	-15.1%
净利率	22.2%	-8.5%	47.8%	4.7%
应收账款周转天数	87.3	6.0	207.7	83.3
存货周转天数	111.0	-16.1	96.1	8.3
每股经营现金流(元)	0.24	-53.8%	0.23	-36.0%

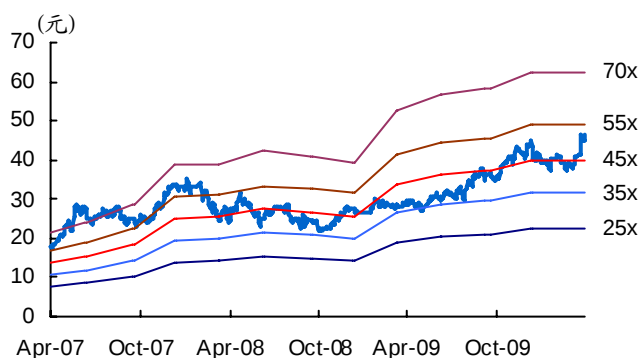
资料来源: 公司报告、招商证券研究

表 2: 恒瑞医药单季度、季度累计财务指标分析

单位: 百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2010Q1	08A	09A
一、营业总收入	402	498	487	573	598	599	590	605	712	718	782	817	942	2393	3029
二、营业总成本	292	435	339	527	422	439	452	471	506	554	644	629	701	1783	2332
其中: 营业成本	61	96	80	93	94	127	86	95	116	113	124	171	142	401	524
营业税金及附加	6.6	7.9	7.7	9.0	9.9	8.9	9.6	9.3	11.6	11.1	11.1	11.4	14.9	37.7	45.2
销售费用	152.0	222.4	160.9	262.8	226.6	265.1	233.6	240.2	280.2	375.4	352.9	336.9	390.2	965.4	1345.5
管理费用	73.8	101.3	90.0	141.2	83.8	36.5	128.9	92.8	96.9	58.2	162.5	118.2	148.5	342.0	435.7
财务费用	-1.2	1.4	0.7	3.0	2.4	2.2	-3.9	4.0	0.8	-2.2	-5.2	-1.7	-3.4	4.7	-8.3
资产减值损失	0.0	6.4	-0.5	17.2	5.1	-0.6	-1.1	29.4	0.0	-1.3	-1.5	-7.0	8.8	32.8	-9.8
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	-0.5	7.5	3.6	91.5	-90.2	-8.7	-24.2	-58.2	39.0	30.9	-17.6	33.1	0.0	-181.2	85.5
投资收益	0.2	7.5	0.0	31.1	15.3	4.7	2.7	-1.0	1.6	-0.7	1.2	-12.7	0.2	21.8	-10.6
四、营业利润	109.5	78.1	151.5	168.6	102.0	156.2	115.9	75.6	246.5	193.8	122.3	209.1	241.6	449.7	771.7
加: 营业外收入	0.1	0.2	2.4	2.0	0.2	0.4	9.6	15.0	0.5	0.1	0.2	8.3	0.7	25.2	9.1
减: 营业外支出	0.0	0.0	0.1	0.6	0.0	3.1	1.6	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	4.9	0.2
五、利润总额	109.6	78.2	153.8	169.9	102.2	153.5	124.0	90.4	247.0	194.0	122.5	217.3	242.2	470.0	780.7
减: 所得税	35.5	-4.0	53.2	8.2	25.8	33.1	37.2	-61.6	28.7	28.3	14.0	16.4	33.2	34.4	87.4
六、净利润	74.0	82.2	100.6	161.7	76.4	120.4	86.8	152.1	218.3	165.6	108.5	200.9	209.1	435.6	693.3
减: 少数股东损益	0.6	1.9	4.9	-1.8	2.1	2.8	4.1	3.7	5.6	5.1	8.9	8.0	5.7	12.7	27.6
七、归属母公司净利润	73.4	80.3	95.7	163.5	74.3	117.5	82.7	148.4	212.7	160.5	99.6	192.9	203.3	423.0	665.7
EPS	0.10	0.11	0.13	0.22	0.10	0.16	0.11	0.20	0.29	0.22	0.13	0.26	0.27	0.57	0.89
收入增长率	19.0%	46.2%	31.5%	47.7%	48.9%	20.2%	21.1%	5.7%	18.9%	19.8%	32.6%	35.1%	32.5%	22.1%	26.6%
毛利率	84.9%	80.8%	83.5%	83.7%	84.3%	78.8%	85.5%	84.3%	83.7%	84.3%	84.2%	79.1%	84.9%	83.2%	82.7%
营业利润率	27.3%	15.7%	31.1%	29.4%	17.0%	26.1%	19.6%	12.5%	34.6%	27.0%	15.6%	25.6%	25.6%	18.8%	25.5%
净利率	18.4%	16.5%	20.7%	28.2%	12.8%	20.1%	14.7%	25.1%	30.7%	23.1%	13.9%	24.6%	22.2%	18.2%	22.9%
营业费率	37.8%	44.6%	33.0%	45.9%	37.9%	44.3%	39.6%	39.7%	39.4%	52.3%	45.1%	41.2%	41.4%	40.4%	44.4%
管理费费率	18.3%	20.3%	18.5%	24.7%	14.0%	6.1%	21.9%	15.3%	13.6%	8.1%	20.8%	14.5%	15.8%	14.3%	14.4%
实际税率	32.4%	-5.1%	34.6%	4.8%	25.2%	21.6%	30.0%	-68.2%	11.6%	14.6%	11.4%	7.5%	13.7%	7.3%	11.2%
净利润增长率	43.4%	42.8%	97.2%	220.7%	1.2%	46.3%	-13.6%	-9.2%	186.3%	36.5%	20.4%	30.0%	-4.4%	2.4%	57.4%

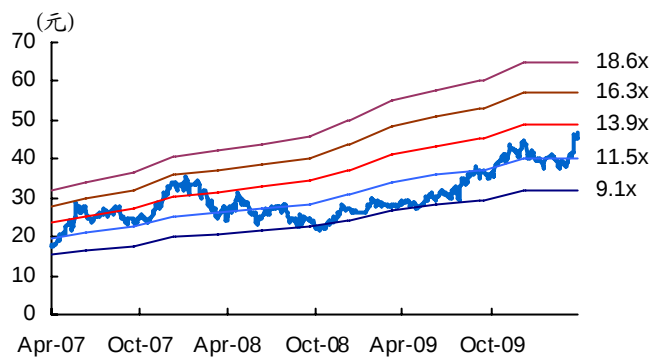
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 1: 恒瑞医药历史 PE Band



资料来源: 招商证券研究

图 2: 恒瑞医药历史 PB Band



资料来源: 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1553	2148	2884	3913	5243
现金	385	707	1420	2134	3041
交易性投资	80	0	0	0	0
应收票据	205	319	320	391	485
应收款项	612	855	804	981	1216
其它应收款	72	60	112	136	169
存货	162	177	218	260	318
其他	36	30	10	11	14
非流动资产	701	850	916	885	855
长期股权投资	1	1	100	100	100
固定资产	462	481	466	440	415
无形资产	29	50	45	41	37
其他	208	318	304	304	304
资产总计	2254	2999	3799	4799	6098
流动负债	230	324	374	413	468
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	132	139	192	229	281
预收账款	7	5	0	0	0
其他	91	180	182	184	188
长期负债	0	10	10	10	10
长期借款	0	10	10	10	10
其他	0	0	0	0	0
负债合计	230	334	384	423	478
股本	517	621	745	745	745
资本公积金	316	316	192	192	192
留存收益	1162	1671	2389	3307	4497
少数股东权益	30	57	90	132	187
母公司所有者权益	1995	2608	3325	4243	5433
负债及权益合计	2254	2999	3799	4799	6098

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	117	439	873	798	1012
净利润			788	1009	1308
折旧摊销			50	51	50
财务费用			(14)	(12)	(18)
投资收益			(15)	(15)	(15)
营运资金变动			24	(280)	(373)
其它			40	45	59
投资活动现金流	(200)	(75)	(119)	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			(99)	0	0
筹资活动现金流	(105)	(42)	(42)	(63)	(85)
借款变动			0	0	0
普通股增加			124	0	0
资本公积增加			(124)	0	0
股利分配			(71)	(91)	(118)
其他			29	27	33
现金净增加额	(187)	322	713	714	907

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2393	3029	3726	4545	5636
营业成本	401	524	641	764	936
营业税金及附加	38	45	60	73	90
营业费用	965	1346	1565	1864	2254
管理费用	342	436	533	645	795
财务费用	5	(8)	(14)	(12)	(18)
资产减值损失	33	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	(181)	85	0	0	0
投资收益	22	(11)	15	15	15
营业利润	450	772	957	1227	1594
营业外收入	25	9	9	9	9
营业外支出	5	0	0	0	0
利润总额	470	781	966	1236	1603
所得税	34	87	145	185	240
净利润	436	693	821	1051	1362
少数股东损益	13	28	33	42	54
母公司所有者净利润	423	666	788	1009	1308
EPS (元)	0.57	0.89	1.06	1.35	1.76

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	21%	27%	23%	22%	24%
营业利润	-11%	72%	24%	28%	30%
净利润	2%	57%	18%	28%	30%
获利能力					
毛利率	83.2%	82.7%	82.8%	83.2%	83.4%
净利率	17.7%	22.0%	21.2%	22.2%	23.2%
ROE	21.2%	25.5%	23.7%	23.8%	24.1%
ROIC	20.8%	25.3%	23.4%	23.5%	23.8%
偿债能力					
资产负债率	10.2%	11.1%	10.1%	8.8%	7.8%
净负债比率	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	6.8	6.6	7.7	9.5	11.2
速动比率	6.1	6.1	7.1	8.8	10.5
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
存货周转率	2.8	3.1	3.2	3.2	3.2
应收帐款周转率	4.5	4.1	4.5	5.1	5.1
应付帐款周转率	3.6	3.9	3.9	3.6	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.57	0.89	1.06	1.35	1.76
每股经营现金	0.16	0.59	1.17	1.07	1.36
每股净资产	2.68	3.50	4.46	5.70	7.29
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.12	0.16
估值比率					
PE	82.6	52.5	44.3	34.6	26.7
PB	17.5	13.4	10.5	8.2	6.4
EV/EBITDA	60.0	37.3	31.1	24.4	19.0

分析师简介

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。