

动态报告

医药保健

制药与生物

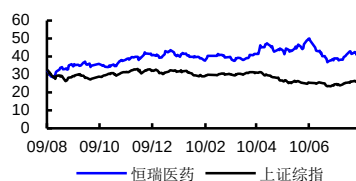
恒瑞医药(600276)
推荐

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 9 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

昨收盘 (元)	42.35
总股本/流通 A 股(百万股)	749.43/744.89
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	31,738/31,546
上证综指/深圳成指	2,658.39/10,942.93
12 个月最高/最低 (元)	52.50/34.18

财务数据

净资产值(百万元)	2,937.36
每股净资产(元)	3.92
市净率	10.81
资产负债率	12.89%
息率	0.24%

相关研究报告:

《恒瑞医药股权激励计划点评:股权激励有望构成发展助推器》——2010-4-14

《恒瑞医药:2010 年有望保持稳健快速增长》——2010-3-3

《恒瑞医药 09 年报点评:收入增长强劲,创新稳步推进》——2010-2-8

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

联系人: 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

主业稳健增长, 新品储备丰富

●主业稳健增长, 实现 EPS 0.53 元略高于预期

- 公司 10H1 实现营业收入 18.69 亿元, 同比增长 30.81%; 归属于上市公司股东净利润 3.91 亿元, 同比增长 4.81%。实现 EPS0.53 元, 略高于我们中报预览中 0.51 元预测, 每股经营性现金流 0.38 元/股, 同比下降 27.88%。
- 去年同期有近 7000 万元公允价值变动收益, 今年已无股票投资, 因此扣除非经常性损益后的净利润 3.89 亿元, EPS 为每股 0.52 元, 主业业绩同比增长 28.81%好于我们预计的 25%增速。净资产收益率 ROE 为 14.11%。

●毛利率、期间费用率均小幅提升

10H1 公司整体毛利率为 84.93%, 其中医药工业毛利率 86.17%, 同比提升 0.45 个百分点。上半年公司销售费用率同比下降 1.86 个百分点至 44.02%, 销售公司管理人员费用的转入使管理费用率上升 2.47 个百分点至 13.32%, 总体期间费用率上升 0.48 个百分点。

●营销拓展与研发创新进程顺利

- 公司通过进一步完善销售网络建设、加大传统优势产品推广力度的同时重点培育新领域新产品的增长点、加大学术推广等方式实现对细分市场拓展和渗透, 确保了销售的稳步增长。预计公司的手术麻醉用药增长 50%以上, 抗肿瘤药则维持 20%的增速。
- 公司的研发创新进展顺利, 上半年新获临床批件 10 个、生产批件 2 个、新药证书 1 个; 接受了美国 FDA 官员对注射剂的认证并进行了反馈; 下半年创新药艾瑞昔布有望获准生产, 阿帕替尼有望结束 2 期临床; 公司大量的通用名药申请美国 FDA 的进程也将加快。

●维持“推荐”评级

我们预计 10-12 年实现 EPS 1.04、1.33、1.62 元, 同比增长 17%、28%、22%, 目前 PE41x、32x、26x。股权激励计划有望助推业绩继续保持稳健增长, 创新和国际化稳步推进且成果可期, 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	5,411
(+/-%)	20.80%	26.60%	26.3%	19.9%	18.0%
净利润(百万元)	422.95	665.73	776	993	1208
(+/-%)	1.97%	57.40%	16.5%	28.0%	21.6%
每股收益 (元)	0.82	1.07	1.04	1.33	1.62
EBIT Margin			23.0%	24.7%	25.5%
净资产收益率 (ROE)	21.21%	25.53%	23.7%	24.2%	23.5%
市盈率 (PE)	51.80	39.49	40.7	31.8	26.1
EV/EBITDA			28.7	22.3	18.4
市净率 (PB)	10.98	10.08	8.0	6.4	5.1

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	707	850	1204	1687	营业收入	3029	3826	4586	5411
应收款项	1234	1572	1885	2224	营业成本	524	648	765	888
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	1691	1972	2300
流动资产合计	2148	2731	3451	4332	管理费用	436	549	648	765
固定资产	559	700	787	860	财务费用	(8)	(12)	(15)	(21)
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	3771	4626	5779	营业利润	772	893	1147	1398
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	908	1162	1413
其他流动负债	185	174	136	158	所得税费用	87	100	128	155
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	776	993	1208
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					

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

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.07	1.04	1.33	1.62
每股红利	0.08	0.16	0.20	0.24
每股净资产	4.20	4.39	5.52	6.90
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%	0.6%	0.7%
P/E	39.5	40.7	31.8	26.1
P/B	10.1	8.0	6.4	5.1
EV/EBITDA	35.8	28.7	22.3	18.4

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
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	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	