

化学制剂

署名人: 周锐

执业证书编号: S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

恒瑞医药

600276

强烈推荐

海外认证进展加快, 国内专利药物即将上市

恒瑞医药公布 2010 年年报, 实现每股收益 0.525 元, 基本符合预期。

投资要点:

- **非经常损益导致利润增长速度较慢。**公司 2010 年上半年营业收入同比增长 30.81%, 净利润同比增长 4.81%; 利润增长速度较慢的原因是 09 年统计有 6992 万的公允价值变动收益, 扣除非经常损益后的净利润同比增长 28.81%, 当期管理费用(主要是研发费用和销售公司管理费用)的增长对公司利润增长也有影响。
- **二线产品拉动收入持续快速增长。**因为收入基数较大, 多西他赛和奥沙利铂的增速已经回落到 20% 一下, 但伊立替康和来曲唑仍然保持了快速增长, 手术用药更是达到 50% 以上的增长幅度, 碘氟醇、电解质输液等新产品迅速上量。
- **海外认证进展加快。**2010 年上半年恒瑞有 4 个原料药品种通过 FDA 认证, 奥沙利铂通过欧盟认证, 到目前为止, 恒瑞有 8 个 DMF 文号。制剂方面接受了美国 FDA 队注射剂的认证, 正在等待回复。
- **国内专利药物即将上市。**艾瑞昔布目前即将进入产前检查, 下半年有望获准生产, 阿帕替尼的二期临床年内有望完成, 瑞格列汀在美国的临床也还在进行中。
- **未来估值具备提升潜力, 维持强烈推荐评级。**我们认为公司在目前阶段主业仍将维持 25% 左右的增速, 未来随着专利药物的陆续上市, 估值有望得到提前提升。在不考虑股权激励费用的前提下, 我们维持对公司 10-12 年 1.07、1.33 和 1.69 元的盈利预测, 维持强烈推荐的评级。

6-12 个月目标价: 60.00 元

当前股价: 42.35 元

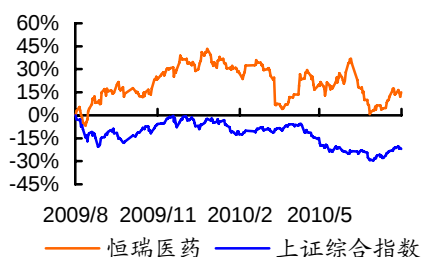
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2658.39
总股本(百万)	749
流通股本(百万)	745
流通市值(亿)	315
EPS (TTM)	0.88
每股净资产(元)	3.56
资产负债率	11.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒瑞医药	11.77	-3.11	8.92
上证综合指数	10.33	-2.97	-9.56



相关报告

《恒瑞医药-股权激励方案推出, 利于公司长期发展》2010-4-12
《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

风险提示:

- 创新药品上市影响因素较多, 存在不确定性。

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	47.4	39.6	31.8	25.1
P/B	12.1	9.4	7.4	5.8
EV/EBITDA	37.3	31.6	25.1	19.8

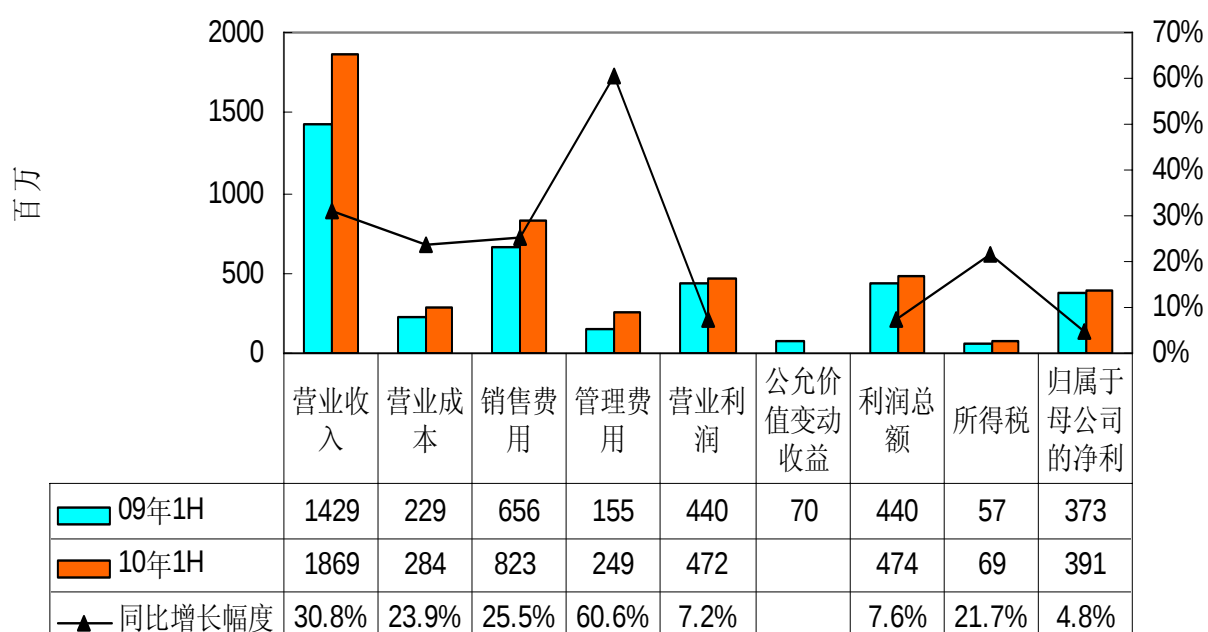
资料来源: 中投证券研究所

一、营业收入仍保持快速增长

恒瑞医药公布 2010 年半年报，营业收入同比增长 30.81%，归属于母公司的净利润同比增长 4.81%，实现每股收益 0.525 元；

恒瑞利润增长幅度小于收入增长幅度的主要原因是因为 2009 年同期有 6992 万的公允价值变动收益，2010 年已经不再有这部分收益；另一方面公司的管理费用大幅增长 60.6%，主要是 1 季度新产品研发费用和 2 季度销售公司的管理费用转入导致的。

图 1 恒瑞医药主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

从季度数据来看，恒瑞医药 10 年 2 季度单季实现的收入和利润与 1 季度基本相仿，其中管理费用较 1 季度已经有所下降。

表 1：恒瑞医药的季度盈利性数据

财务指标	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业收入	71156	71758	78233	81749	94248	92693	29.2%	-1.65%
营业成本	11619	11277	12378	17111	14203	14164	25.6%	-0.27%
营业费用	28024	37544	35293	33689	39024	43275	15.3%	10.89%
管理费用	9687	5815	16251	11819	14847	10044	72.7%	-32.35%
财务费用	80	-218	-524	-172	-344	-77	-64.6%	-77.57%
营业利润	24647	19384	12232	20909	24163	23221	19.8%	-3.90%
公允价值变动收益								
投资收益	3899	3093	-1758	3312		0		
利润总额	161	-67	124	-1273	20	77	-214.3%	282.44%
所得税	24698	19395	12247	21728	24223	23162	19.4%	-4.38%
归属于母公司净利润	2870	2834	1399	1636	3317	3623	27.9%	9.25%
EPS*	21271	16047	9961	19294	20332	18782	17.0%	-7.63%
毛利率	0.29	0.22	0.13	0.26	0.27	0.25	17.0%	-7.63%
营业费用率	83.7%	84.3%	84.2%	79.1%	84.9%	84.7%	0.4%	-0.2%
管理费用率	39.38%	52.32%	45.11%	41.21%	41.41%	46.69%	-5.6%	5.3%
实际所得税率	13.61%	8.10%	20.77%	14.46%	15.75%	10.84%	2.7%	-4.9%
	11.62%	14.61%	11.42%	7.53%	13.69%	15.64%	1.0%	2.0%

资料来源：恒瑞医药历年报表、中投证券研究所 * EPS 按最新股本摊薄

二、手术用药高速增长，海外认证取得突破

针剂是恒瑞最大的一类产品，公司包括多西他赛、奥沙利铂、伊立替康在内的等多数肿瘤药都属于针剂产品，手术用药也基本上都属于针剂产品。

多西他赛和奥沙利铂因为基数已经很大，增速回落到 20%以下，而伊立替康则保持快速增长，相对而言，手术用药整体增长幅度达到 50%，拉动了针剂整体增长 30%以上。

片剂类产品包括来曲唑、厄贝沙坦、吡格列酮、克拉霉素等产品的销售额同比增长 33.58%。

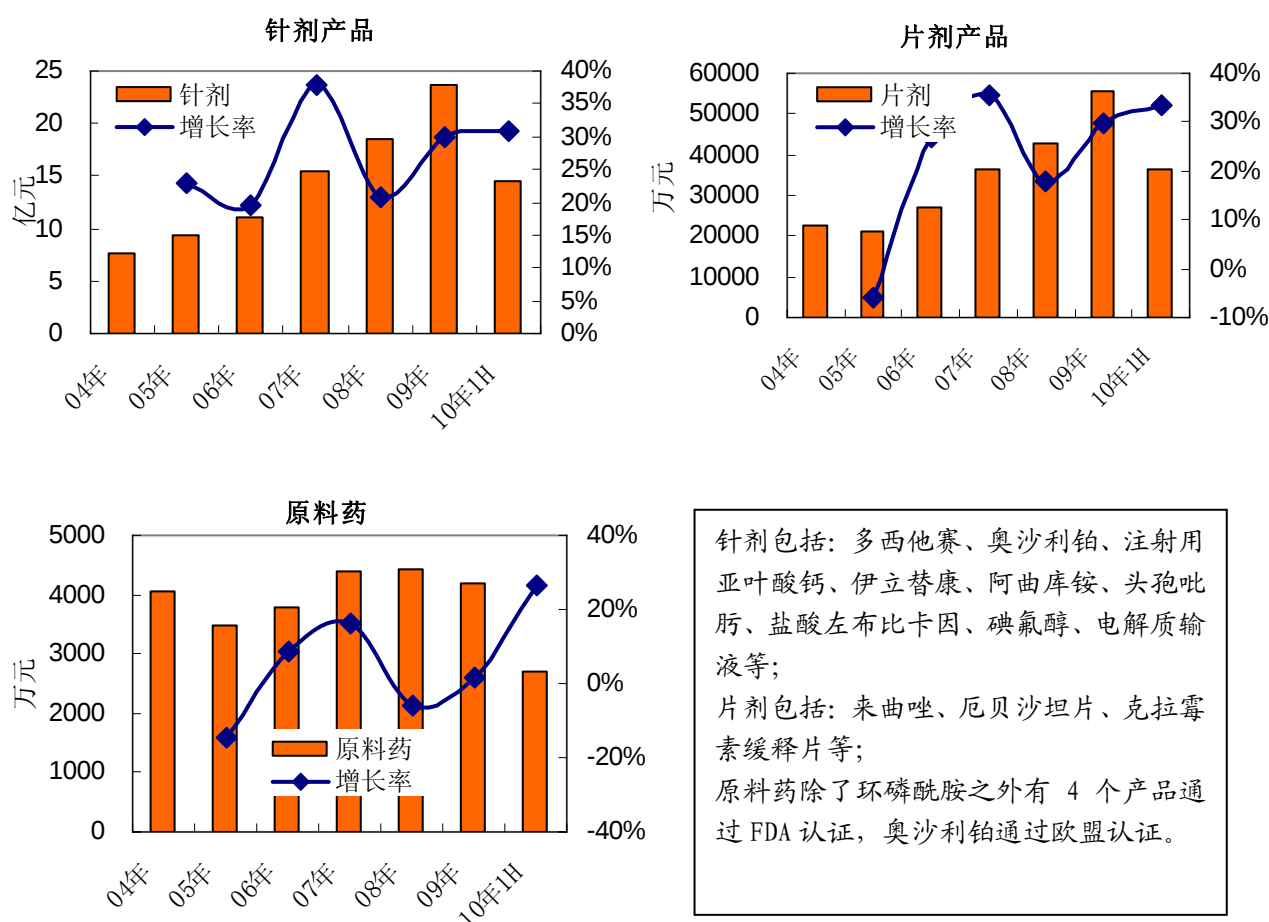
原料药目前还处于市场开拓期，销售额较低，但增长速度有所加快，年内，恒瑞有 4 个原料药产品通过美国 FDA 认证。

目前恒瑞具有 DMF 文号的原料药有依托泊甙、异磷酰胺、塞替派、伊立替康、奥沙利铂、加巴喷丁、坦索罗辛、来曲唑、其中坦索罗辛和来曲唑是 2010 年刚刚获得 DMF 文号的。

可见，恒瑞在原料药的海外认证方面有后来居上之势。

在制剂海外认证方面，注射剂型现场检查后正在等待 FDA 的回复。

图 2：恒瑞医药历年主要业务的增长情况



资料来源：公司历年报表、中投证券研究所

三、前景预期和盈利预测

恒瑞目前虽然利润增长速度有所放缓，但实际上公司已经到了逐步要突破的阶段。

在创新药物方面，艾瑞昔布即将进入产前检查，下半年有望获得生产批文；阿帕替尼下半年有望结束 II 期临床。

在海外认证方面，有 4 个原料药通过美国 FDA 认证，1 个通过欧盟认证。

公司在目前阶段仍将维持 25% 左右的增速，未来随着专利药物的陆续上市，估值有望得到提前提升。

在不考虑股权激励费用的前提下，我们维持对公司 10-12 年 1.07、1.33 和 1.69 元的盈利预测，维持强烈推荐的评级。

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	47.39	39.56	31.83	25.06
					P/B	12.10	9.43	7.40	5.81
					EV/EBITDA	37	32	25	20

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

研究团队简介

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, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 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;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

訾猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434