

化学原料药



恒瑞医药（600276）

推荐（维持）

营业收入快速增长，新药研发进展良好

市场数据

报告日期	2010-8-7
收盘价(元)	42.18
总股本(百万股)	749.43
流通股本(百万股)	744.89
总市值(百万元)	31611.09
流通市值(百万元)	31419.54
净资产(百万元)	2937.36
总资产(百万元)	3451.87
每股净资产	3.92

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3029	3943	4971	6180
同比增长(%)	26.6%	30.2%	26.1%	24.3%
净利润(百万元)	666	798	1013	1268
同比增长(%)	57.4%	19.9%	26.9%	25.2%
毛利率(%)	82.7%	84.0%	83.5%	83.0%
净利率(%)	22.0%	20.2%	20.4%	20.5%
净资产收益率(%)	25.5%	23.9%	23.2%	22.5%
每股收益(元)	0.89	1.07	1.36	1.70
每股经营现金流(元)	0.59	0.76	0.89	1.20

相关报告

《恒瑞医药上海投资者见面会纪要》2010-6-24

《公司股权激励草案修订稿点评》2010-6-10

《中国的武田，世界的恒瑞》2010-6-3

投资要点

事件:

恒瑞医药公布了中报，上半年实现营业 186,941 万元，同比增长 30.81%；营业利润 47,217 万元，同比增长 7.24%；归属上市公司股东的净利润为 39,114 万元，同比增长 4.81%；由于去年同期有投资收益，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 28.81%，中期每股收益 0.52 元。

点评:

公司的中期业绩基本符合我们的预期。

- **核心产品稳定增长，重点产品快速增长。**我们预计，公司的核心产品多西他赛同比增长 20%以上；奥沙利铂增长 10%以上；伊立替康和来曲唑都增长 40%左右；手术用药增长 50%以上；心血管药增长 70%以上。
- **营销网络拓展和新产品带来新的增量。**报告期间，为确保销售稳步快速增长，公司的措施有：1）进一步完善销售网络建设，在市场开发上精耕细作，积极落实由中心城市向周边城镇、社区辐射的策略；2）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，如碘佛醇、培门冬酶、电解质输液，努力在新的治疗领域形成一批新的增长点；3）加大学术推广的力度，围绕抗肿瘤药、手术用药、造影剂和特色输液等主题在苏浙沪、湖南、广东、四川、河南等十几个省份开展了大大小小规模不等的学术活动，推动新产品销售迅速上量。公司通过向中西部地区和周边城镇拓展营销网络、推广新产品以及加大学术推广的力

王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

项军
021-38565838
xiangjun@xyzq.com.cn

度，在高基数上继续保持了快速增长。

- **综合毛利率小幅提升。**报告期间公司的综合毛利率为 84.93%，比去年同期小幅上升 0.87 个百分点，我们认为可能是生产工艺改进导致成本下降。下半年公司的药品价格是否会受发改委《药品价格管理办法》的影响，还有待观察。
- **期间费用率继续维持高位。**上半年公司的销售费用率为 44.02%，管理费用率为 13.32%，继续维持在较高的水平。我们认为，销售费用率的高企主要原因是新产品推广需要较多费用，如刚上市的培门冬酶和即将要上市的创新药卡曲沙星和艾瑞昔布等；由于瑞格列汀进入美国 FDA 二期临床的概率较大，下半年管理费用率可能将进一步提升。
- **国际化战略稳步推进。**公司已接受美国 FDA 对注射剂的认证，并根据要求对存在的问题进行了改正和反馈，目前正等待美国 FDA 的回复。着眼于国际化战略，公司也将加大对美国恒瑞的投资力度，继续向美国 FDA 申报更多的 ANDA；
- **创新研发进展良好。**报告期间，公司获得临床批件 7 个，生产批件 2 个，新药证书 1 个；创新药艾瑞昔布即将进入产前检查，有望下半年获准生产；公司寄予厚望的创新药品种阿帕替尼有望下半年结束二期临床；公司新提交中国专利和全球专利 10 件。
- **盈利预测。**我们维持之前的盈利预测，2010-2012 年 EPS 分别为：1.07、1.36 和 1.70 元，我们强烈看好恒瑞创新药的前景，维持长期“推荐”评级。
- **风险提示。**新药研发存在一定的不确定性；国家药品降价政策和反商业贿赂可能会给公司带来负面影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2148	2842	3828	5221
货币资金	707	986	1478	2288
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	855	1112	1402	1743
其他应收款	60	79	99	123
存货	177	213	277	355
非流动资产	850	1022	1108	1118
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	481	617	700	705
在建工程	78	74	62	41
油气资产	0	0	0	0
无形资产	50	70	90	110
资产总计	2999	3864	4936	6339
流动负债	324	418	434	515
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	139	187	230	303
其他	185	230	204	212
非流动负债	10	10	10	10
长期借款	10	10	10	10
其他	0	0	0	0
负债合计	334	428	444	525
股本	621	745	745	745
资本公积	316	316	316	316
未分配利润	1353	1885	2796	3938
少数股东权益	57	91	134	188
股东权益合计	2665	3436	4492	5814
负债及权益合计	2999	3864	4936	6339

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	666	798	1013	1268
折旧和摊销	64	69	80	88
资产减值准备	-11	18	21	24
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	85	0	0	0
财务费用	-8	-4	-6	-9
投资损失	11	0	0	0
少数股东损益	28	34	43	54
营运资金的变动	248	339	498	527
经营活动产生现金流量	591	563	663	897
投资活动产生现金流量	-86	-226	-176	-96
融资活动产生现金流量	-33	-58	6	9
现金净变动	471	279	492	810
现金的期初余额	385	707	986	1478
现金的期末余额	856	986	1478	2288

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3029	3943	4971	6180
营业成本	524	631	820	1051
营业税金及附加	45	61	77	94
销售费用	1346	1695	2113	2595
管理费用	436	591	746	927
财务费用	-8	-4	-6	-9
资产减值损失	-10	16	13	6
公允价值变动	85	0	0	0
投资收益	-11	0	0	0
营业利润	772	951	1208	1515
营业外收入	9	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	781	956	1213	1520
所得税	87	124	158	198
净利润	693	832	1056	1322
少数股东损益	28	34	43	54
归属母公司净利润	666	798	1013	1268
EPS (元)	0.89	1.07	1.36	1.70

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.6%	30.2%	26.1%	24.3%
营业利润增长率	71.6%	23.3%	27.0%	25.3%
净利润增长率	57.4%	19.9%	26.9%	25.2%
盈利能力(%)				
毛利率	82.7%	84.0%	83.5%	83.0%
净利率	22.0%	20.2%	20.4%	20.5%
ROE	25.5%	23.9%	23.2%	22.5%

偿债能力(%)

资产负债率	11.1%	11.1%	9.0%	8.3%
流动比率	6.63	6.81	8.81	10.13
速动比率	6.09	6.30	8.18	9.44

营运能力(次)

资产周转率	1.15	1.15	1.13	1.10
应收帐款周转率	3.87	3.78	3.73	3.71

每股资料(元)

每股收益	0.89	1.07	1.36	1.70
每股经营现金	0.59	0.76	0.89	1.20
每股净资产	3.50	4.49	5.85	7.55

估值比率(倍)

PE	47.39	39.51	31.15	24.87
PB	12.10	9.43	7.24	5.61

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。