

主营业务收入强劲增长

- 公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 28.81%。公司扣非后 EPS 为 0.52 元，略超预期。公司 2010 年上半年实现营业收入 18.69 亿元，同比增长 30.79%，实现主营业务利润 15.57 亿元，同比增长 32.3%，实现营业利润 4.72 亿元，同比增长 7.24%，实现利润总额 4.74 亿元，同比增长 7.46%，实现归属于母公司所有者的净利润为 3.91 亿元，同比增长 4.81%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 3.89 亿元，同比增长 28.81%。扣非后净利润增速显著上升是由于去年同期交易性金融资产公允价值为 7000 万元，今年则基本没有。
- **抗肿瘤药和手术用药驱动主业成长。**驱动业绩增长的主要动力是抗肿瘤药和手术用药的强劲增长，其中抗肿瘤药实现销售收入 10.53 亿元，同比增长 21%，抗感染用药实现销售收入 1.76 亿元，同比增长 10%，手术用药继续放量成长，实现销售收入 3.04 亿元，同比增长 69%，其他产品中心血管用药厄贝沙坦同比增长 81.8%，OTC 品种化痰类药物贝莱同比增长 35.1%，造影剂碘氟醇同比增长 178.1%。
- **研发和国际化双轨并进。**创新药艾瑞昔布即将进入产前检查，有望下半年获准生产，阿帕替尼有望下半年结束 II 临床，最快可能明年后半年推出市场，或许能走绿色通道，不进行三期临床直接上市。公司的国际化步伐上半年进一步加快，公司于 6 月 28 日接受了美国 FDA 官员对注射剂的认证，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。
- **毛利率水平保持稳定，三费控制良好。**上半年公司总体毛利率水平为 84.8%，同比上升 0.8 个百分点，基本保持稳定，总体期间费用率为 57.1%，同比上升 0.5 个百分点，其中管理费用率为 13.3%，同比上升 2.5 个百分点，说明公司进一步提高研发的投入力度。
- **应收帐款增幅较大，但难掩充沛的现金流。**公司帐上现金达到 7.63 亿元，比期初增加 5600 万元，同期应收帐款为 10.45 亿元，比年初增加 1.9 亿元，幅度较大，在多个重磅专利药尚未贡献利润的情况下，公司原有抗肿瘤类和抗感染类老产品均已进入成熟期，为保持继续增长，适当放宽信用额度已成为短期内的必然
- **投资建议：**我们预计公司 2010-2012 年实现归属于母公司股东的净利润为 8.17 亿元、9.84 亿元、11.77 亿元，同比增长 23%、21%、20%，以新股本 7.49 亿计，每股收益为 1.09 元、1.31 元、1.57 元，维持对公司买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

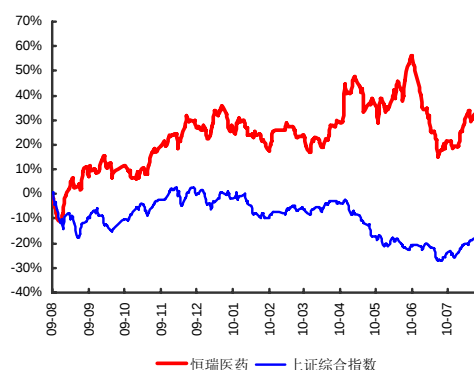
8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 8 月 6 日)	42.35 元
目标价格	60 元
总股本/A 股 (万股)	74943/74943
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2010 年 8 月 9 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3029	3999	4999	5999
同比(%)	27%	32%	25%	20%
归属母公司净利润	666	817	984	1177
同比(%)	57%	23%	21%	20%
毛利率(%)	82.7%	82.7%	82.2%	82.7%
ROE(%)	25.5%	24.2%	23.0%	21.9%
每股收益(元)	0.89	1.09	1.31	1.57
P/E (X)	47.67	38.87	32.24	26.96
P/B (X)	12.17	9.42	7.42	5.90

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 28.81%

公司扣非后 EPS 为 0.52 元，略超预期。公司 2010 年上半年实现业务收入 18.69 亿元，同比增长 30.79%，实现主营业务利润 15.57 亿元，同比增长 32.3%，实现营业利润 4.72 亿元，同比增长 7.24%，实现利润总额 4.74 亿元，同比增长 7.46%，实现归属于母公司所有者的净利润为 3.91 亿元，同比增长 4.81%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 3.89 亿元，同比增长 28.81%。扣非后净利润增速显著上升是由于去年同期交易性金融资产公允价值为 7000 万元，今年则基本没有。

上半年公司加大对中西部地区，第三终端市场的开拓力度，从而为业绩增长开拓新的成长空间。报告期内公司一方面完善销售网络建设，积极由中心城市向周边城镇、社区辐射，另一方面公司在苏浙沪、湖南、广东、四川、河南等十几个省份开展了大量的学术活动，2010 年公司计划在现有 3000 多名销售人员的基础上再招收销售人员 500 人，主要为满足上述活动的需要。

抗肿瘤药和手术用药驱动主业成长

驱动业绩增长的主要动力是抗肿瘤药和手术用药的强劲增长：

- 抗肿瘤药实现销售收入 10.53 亿元，同比增长 21%，其中老品种继续稳定增速，如奥沙利铂同比增长 15%，多西他赛同比增长 24.2%，亚叶酸钙同比增长 2%，二线品种继续放量成长，如伊利替康同比增长 35%，来曲唑同比增长 44.9%，唑来磷酸同比增长 59%，异环磷酰胺同比增长 43.8%；
- 抗感染用药实现销售收入 1.76 亿元，同比增长 10%，增速显著恢复，这主要得益于目前国内第三终端医药市场扩容，抗生素需求得到释放。分产品来看，主导品种克拉霉素片同比增长 20%，小产品如注射用盐酸头孢吡肟、加替沙星实现快速成长，分别同比增长 106.9%、185.7%；
- 手术用药继续放量成长，实现销售收入 3.04 亿元，同比增长 69%。分产品来看，阿曲库胺同比增长 116.8%，七氟烷同比增长 92.3%，速卡同比增长 15.8%，布托啡诺同比增长 71.4%；
- 其他用药领域产品中，心血管用药厄贝沙坦同比增长 81.8%，OTC 品种化痰类药物贝莱同比增长 35.1%，造影剂碘氟醇同比增长 178.1%，今后公司在加大传统优势产品推广力度的同时重点培育上述产品，努力在新的治疗领域形成一批新的增长点；
- 上市新品中，盐酸右美托咪定注射液和钠钾镁钙葡萄糖注射液上半年销售收入均达到千万级别，已经步入成长轨道，将成为公司新的业绩增长点；

研发和国际化双轨并进

上半年公司研发工作继续取得持续进步：

- 创新药艾瑞昔布即将进入产前检查，有望下半年获准生产；
- 阿帕替尼有望下半年结束 II 临床，最快可能明年后半年推出市场，或许能走绿色通道，不进行三期临床直接上市；

- 获得临床批件 7 个，生产批件 2 个，新药证书 1 个，新提交中国专利和全球专利共 10 件；

在国际化方面，一是加快大浦原料药基地的建设，该基地按照美国 FDA 标准设计和建造，力争整体通过美国 FDA 认证。二是公司于 6 月 28 日接受了美国 FDA 官员对注射剂的认证，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。三是随着创新药在美国进入一期临床以及大量的通用名药物申请美国 FDA 认证，加上自身承担的创新研究项目，公司将加大对美国恒瑞的投资力度，集中人力和财力做好相关工作。

表 1：恒瑞医药利润表分析

	累计数据比较						单季度数据比较					
	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1-5Q2009	1-6Q2009	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
百万元												
营业收入	711.6	1429.1	2211.5	3029.0	942.5	1869.4	711.6	717.6	782.3	817.5	942.5	926.9
同比增长率	18.9%	19.3%	23.7%	26.6%	32.5%	30.8%	18.9%	19.8%	32.6%	35.1%	32.5%	29.2%
营业总成本	505.7	1059.7	1703.4	2332.2	701.1	1398.2	505.7	554.0	643.7	628.8	701.1	697.2
营业成本	116.2	229.0	352.7	523.9	142.0	283.7	116.2	112.8	123.8	171.1	142.0	141.6
成本率	16.3%	16.0%	16.0%	17.3%	15.1%	15.2%	16.3%	15.7%	15.8%	20.9%	15.1%	15.3%
主营业务利润	583.8	1177.4	1824.9	2459.9	785.5	1557.3	583.8	593.7	647.4	635.0	785.5	771.8
毛利率	83.7%	84.0%	84.0%	82.7%	84.9%	84.8%	83.7%	84.3%	84.2%	79.1%	84.9%	84.7%
同比增长率	18.0%	22.9%	25.6%	25.9%	34.6%	32.3%	18.0%	28.2%	30.9%	26.7%	34.6%	30.0%
营业税金及附加	11.6	22.7	33.9	45.2	14.9	28.4	11.6	11.1	11.1	11.4	14.9	13.5
销售费用	280.2	655.7	1008.6	1345.5	390.2	823.0	280.2	375.4	352.9	336.9	390.2	432.8
营业费用率	39.4%	45.9%	45.6%	44.4%	41.4%	44.0%	39.4%	52.3%	45.1%	41.2%	41.4%	46.7%
管理费用	96.9	155.0	317.5	435.7	148.5	248.9	96.9	58.2	162.5	118.2	148.5	100.4
管理费用率	13.6%	10.8%	14.4%	14.4%	15.8%	13.3%	13.6%	8.1%	20.8%	14.5%	15.8%	10.8%
财务费用	0.8	-1.4	-6.6	-8.3	-3.4	-4.2	0.8	-2.2	-5.2	-1.7	-3.4	-0.8
期间费用率	53.1%	56.6%	59.7%	58.5%	56.8%	57.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0.0	-1.3	-2.8	-9.8	8.8	18.4	0.0	-1.3	-1.5	-7.0	8.8	9.6
公允价值变动净收益	39.0	69.9	52.3	85.5	0.0	0.0	39.0	30.9	-17.6	33.1	0.0	0.0
投资净收益	1.6	0.9	2.2	-10.6	0.2	1.0	1.6	-0.7	1.2	-12.7	0.2	0.8
其中：对联营企业和合营企业的投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	246.5	440.3	562.6	771.7	241.6	472.2	246.5	193.8	122.3	209.1	241.6	230.5
营业利润率	34.6%	30.8%	25.4%	25.5%	25.6%	25.3%	34.6%	27.0%	15.6%	25.6%	25.6%	24.9%
同比增长率	141.7%	70.5%	50.4%	71.6%	-2.0%	7.2%	141.7%	24.1%	5.5%	176.5%	-2.0%	18.9%
加：营业外收入	0.5	0.6	0.9	9.1	0.7	2.2	0.5	0.1	0.2	8.3	0.7	1.6
减：营业外支出	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.5	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.5
利润总额	247.0	440.9	563.4	780.7	242.2	473.8	247.0	194.0	122.5	217.3	242.2	231.6
税前利润率	34.7%	30.9%	25.5%	25.8%	25.7%	25.3%	34.7%	27.0%	15.7%	26.6%	25.7%	25.0%
同比增长率	141.8%	72.5%	48.4%	66.1%	-1.9%	7.5%	141.8%	26.4%	-1.2%	140.3%	-1.9%	19.4%
减：所得税	28.7	57.0	71.0	87.4	33.2	69.4	28.7	28.3	14.0	16.4	33.2	36.2
有效税率	4.0%	4.0%	3.2%	2.9%	3.5%	3.7%	11.6%	14.6%	11.4%	7.5%	13.7%	15.6%
净利润	218.3	383.9	492.4	693.3	209.1	404.4	218.3	165.6	108.5	200.9	209.1	195.4
减：少数股东损益	5.57	10.72	19.59	27.57	5.74	13.3	5.57	5.14	8.87	7.98	5.74	7.56
归属于母公司所有者的净利润	212.7	373.2	472.8	665.7	203.3	391.1	212.7	160.5	99.6	192.9	203.3	187.8
净利润率	29.9%	26.1%	21.4%	22.0%	21.6%	20.9%	29.9%	22.4%	12.7%	23.6%	21.6%	20.3%
同比增长率	186.3%	94.5%	72.2%	57.4%	-4.4%	4.8%	186.3%	36.5%	20.4%	30.0%	-4.4%	17.0%
每股收益(元)	0.284	0.498	0.631	0.888	0.271	0.522	0.284	0.214	0.133	0.257	0.271	0.251

资料来源：东方证券研究所

毛利率水平保持稳定，三费控制良好

上半年公司总体毛利率水平为 84.8%，同比上升 0.8 个百分点，基本保持稳定，其中针剂药对整体毛利率水平的稳定贡献最为明显，报告期内针剂药毛利率为 87.6%，同比上升 1.25 个百分点。

公司总体期间费用率为 57.1%，同比上升 0.5 个百分点，其中销售费用率为 44.0%，同比下降 1.9 个百分点，尽管公司上半年加大对空白市场的渗透力度，但销售收入的上升幅度明显超过了销售费用的上升幅度，市场推广效果显著。另外管理费用率为 13.3%，同比上升 2.5 个百分点，说明公司进一步提高研发的投入力度。

应收帐款增幅较大，但难掩充沛的现金流

- 公司帐上现金达到 7.63 亿元，比期初增加 5600 万元，充沛的现金流能够帮助公司在药品研发上投入更多资金，实现可持续增长；
- 报告期内应收帐款为 10.45 亿元，比年初增加 1.9 亿元，幅度较大，其中账龄在半年以内的应收账款为 9.47 亿元，在多个重磅专利药尚未贡献利润的情况下，公司原有抗肿瘤类和抗感染类老产品均已进入成熟期，为保持继续增长，适当放宽信用额度已成为短期内的必然；
- 资产负债率为 12.89%，仍在较低水平；
- 在建工程为 1.78 亿元，主要用于恒瑞行政研发中心、造影剂车间、化学药项目和七氟烷项目等；

投资建议

短期来看，仿制药仍是业绩增长的主要动力来源，手术用药显示出良好的增长潜能，厄贝沙坦、碘氟醇增长表现也让人惊喜，2011 年后专利新药的陆续面市将引领公司走向下一轮的飞跃。我们预计公司 2010-2012 年实现归属于母公司股东的净利润为 8.17 亿元、9.84 亿元、11.77 亿元，同比增长 23%、21%、20%，以新股本计算，每股收益为 1.09 元、1.31 元、1.57 元，维持该股买入的投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2148	3016	4045	5258	营业收入	3029	3999	4999	5999
现金	707	1582	2242	3109	营业成本	524	692	890	1038
应收账款	855	1000	1250	1500	营业税金及附加	45	60	75	90
其它应收款	60	94	116	139	营业费用	1346	1708	2135	2562
预付账款	30	62	80	93	管理费用	436	600	785	990
存货	177	277	356	415	财务费用	-8	-35	-58	-82
其他	319	1	1	1	资产减值损失	-10	10	10	10
非流动资产	850	650	624	591	公允价值变动收益	85	0	0	0
长期投资	1	2	2	2	投资净收益	-11	0	0	0
固定资产	481	489	477	451	营业利润	772	965	1163	1392
无形资产	50	49	49	48	营业外收入	9	4	4	4
其他	318	109	97	91	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2999	3665	4669	5849	利润总额	781	968	1166	1395
流动负债	324	205	269	310	所得税	87	126	152	181
短期借款	0	0	0	0	净利润	693	842	1015	1214
应付账款	139	180	240	280	少数股东损益	28	25	30	36
其他	185	25	29	30	归属于母公司净利润	666	817	984	1177
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	828	997	1180	1393
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.89	1.09	1.31	1.57
其他	0	0	0	0					
负债合计	334	215	279	320	主要财务比率				
少数股东权益	57	82	113	149	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	621	749	749	749	成长能力				
资本公积	316	316	316	316	营业收入	26.6%	32.0%	25.0%	20.0%
留存收益	1672	2303	3212	4315	营业利润	71.6%	25.0%	20.6%	19.7%
归属母公司股东权益合计	2608	3368	4277	5380	归属于母公司净利润	57.4%	22.7%	20.5%	19.6%
负债和股东权益	2999	3665	4669	5849	获利能力				
					毛利率	82.7%	82.7%	82.2%	82.7%
					净利率	22.0%	20.4%	19.7%	19.6%
					ROE	25.5%	24.2%	23.0%	21.9%
					ROIC	44.2%	51.1%	52.6%	55.2%
					偿债能力				
					资产负债率	11.1%	5.9%	6.0%	5.5%
					净负债比率				
					流动比率	6.63	14.72	15.02	16.95
					速动比率	6.09	13.37	13.70	15.61
					营运能力				
					总资产周转率	1.15	1.20	1.20	1.14
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.87	4.35	4.24	3.99
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.89	1.09	1.31	1.57
					每股经营现金流	0.59	1.01	0.97	1.21
					每股净资产	3.48	4.49	5.71	7.18
					估值比率				
					P/E	47.67	38.87	32.24	26.96
					P/B	12.17	9.42	7.42	5.90
					EV/EBITDA	37	31	26	22

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn