

## 化学制剂

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 47.28元

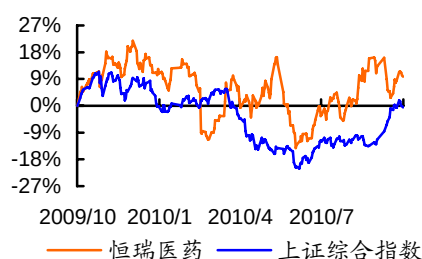
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2978.84 |
| 总股本(百万)   | 749     |
| 流通股本(百万)  | 745     |
| 流通市值(亿)   | 352     |
| EPS (TTM) | 0.91    |
| 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   | -1.13 | 13.68 | 7.53 |
| 上证综合指数 | 14.10 | 12.49 | 3.85 |



## 相关报告

《恒瑞医药-海外认证进展加快, 国内专利药物即将上市》2010-8-7

《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

600276

强烈推荐

国内专利药物即将上市, 估值有望率先提升

恒瑞医药公布三季报, 2010年1-9月公司实现每股收益0.755元, 净利润增长19.1%, 符合市场预期。

## 投资要点:

- **非经常损益导致利润增长速度较慢。**公司2010年三季度实现EPS0.23元, 营业收入同比增长20.74%, 净利润同比增长79.22%; 利润增长速度较快的原因是09年三季度统计有1758万的公允价值变动损失, 以及营业费用率同比下降4.97%。当期管理费用率下降2.31%, 财务费用也有所减少。
- **抗肿瘤药物大基数稳定增长, 手术用药进入高速成长期。**由于收入基数较大, 多西他赛和奥沙利铂的增速平稳, 但二线品种伊立替康、来曲唑保持了快速增长。手术用药阿曲库胺、七氟烷进入了高速成长期。碘氟醇、电解质输液等新产品迅速上量。
- **国内专利药物即将上市。**艾瑞昔布申报已经到达最后一步, 年内有望有望获准生产。卡曲沙星明年上半年应能上市。阿帕替尼、法米替尼的临床进展顺利, 瑞格列汀在美国的临床也还在进行中。
- **豪森资产的注入仍值得期待。**由于豪森自身的知识产权纠纷未解决, 豪森的资产一直未能注入上市公司。目前根据媒体报道豪森与国外药企的4个知识产权纠纷案仅剩1个, 未来这部分资产的注入仍值得我们期待。
- **目前估值并不贵, 未来估值将先于业绩提升, 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20-30%左右的增速。专利药物有可能在未来1-3年内陆续上市, 估值有望先于业绩提升。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, 目前估值并不贵, 值得成为2011年的主流配置, 维持强烈推荐的评级。

## 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           | 52.9  | 44.2  | 35.5  | 28.0  |
| P/B           | 13.5  | 10.5  | 8.3   | 6.5   |
| EV/EBITDA     | 41.8  | 35.4  | 28.2  | 22.1  |

资料来源: 中投证券研究所

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     | 10 年 3Q     | 3Q 同比         | 3Q 环比         |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 营业收入        | 71156       | 71758       | 78233       | 81749       | 94248       | 92693       | 94462       | 20.74%        | 1.91%         |
| 营业成本        | 11619       | 11277       | 12378       | 17111       | 14203       | 14164       | 15276       | 23.41%        | 7.85%         |
| 营业费用        | 28024       | 37544       | 35293       | 33689       | 39024       | 43275       | 37922       | 7.45%         | -12.37%       |
| 管理费用        | 9687        | 5815        | 16251       | 11819       | 14847       | 10044       | 17438       | 133.35%       | 277.56%       |
| 财务费用        | 80          | -218        | -524        | -172        | -344        | -77         | -149        | -71.49%       | 94.00%        |
| 营业利润        | 24647       | 19384       | 12232       | 20909       | 24163       | 23221       | 22058       | 80.33%        | -5.01%        |
| 公允价值变       |             |             |             |             |             |             |             |               |               |
| 动收益         | 3899        | 3093        | -1758       | 3312        | 0           | 0           | 0           |               |               |
| 投资收益        | 161         | -67         | 124         | -1273       | 20          | 77          | 0           |               |               |
| 利润总额        | 24698       | 19395       | 12247       | 21728       | 24223       | 23162       | 22139       | 80.77%        | -4.42%        |
| 所得税         | 2870        | 2834        | 1399        | 1636        | 3317        | 3623        | 4287        | 206.41%       | 18.32%        |
| 归属于母公       |             |             |             |             |             |             |             |               |               |
| 司净利润        | 21271       | 16047       | 9961        | 19294       | 20332       | 18782       | 17852       | 79.22%        | -4.95%        |
| <b>EPS*</b> | <b>0.29</b> | <b>0.22</b> | <b>0.13</b> | <b>0.26</b> | <b>0.27</b> | <b>0.25</b> | <b>0.23</b> | <b>76.92%</b> | <b>-8.00%</b> |
| 毛利率         | 83.70%      | 84.30%      | 84.20%      | 79.10%      | 84.90%      | 84.70%      | 83.83%      | -0.37%        | -0.87%        |
| 营业费用率       | 39.38%      | 52.32%      | 45.11%      | 41.21%      | 41.41%      | 46.69%      | 40.14%      | -4.97%        | -6.55%        |
| 管理费用率       | 13.61%      | 8.10%       | 20.77%      | 14.46%      | 15.75%      | 10.84%      | 18.46%      | -2.31%        | 7.62%         |
| 实际所得税       |             |             |             |             |             |             |             |               |               |
| 率           | 11.62%      | 14.61%      | 11.42%      | 7.53%       | 13.69%      | 15.64%      | 19.36%      | 7.94%         | 3.72%         |

资料来源：恒瑞医药历年报表、中投证券研究所 除了比例以外都是万元 每股收益按最新股本摊薄

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 |
| <b>流动资产</b>    | 2148 | 3396  | 4305  | 5491  | <b>营业收入</b>     | 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     |
| <b>非流动资产</b>   | 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   | <b>营业利润</b>     | 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     |
| <b>资产总计</b>    | 2999 | 4075  | 5032  | 6246  | <b>利润总额</b>     | 781   | 899   | 1126  | 1447  |
| <b>流动负债</b>    | 324  | 649   | 688   | 736   | 所得税             | 87    | 102   | 135   | 188   |
| 短期借款           | 0    | 300   | 300   | 300   | <b>净利润</b>      | 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   | <b>归属母公司净利润</b> | 666   | 797   | 991   | 1259  |
| <b>非流动负债</b>   | 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    |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 334  | 674   | 713   | 761   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 57   | 57    | 57    | 57    | 会计年度            | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本             | 621  | 745   | 745   | 745   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 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% |
| <b>负债和股东权益</b> | 2999 | 4075  | 5032  | 6246  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 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% |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 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  |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 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  |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 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  |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | P/E             | 52.90 | 44.17 | 35.53 | 27.98 |
|                |      |       |       |       | P/B             | 13.51 | 10.53 | 8.27  | 6.49  |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 42    | 35    | 28    | 22    |

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;

**王威**, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

**管猛**, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 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, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434