

主业利润增长超预期

事件

- 恒瑞医药公布 2010 年三季报，今年 1-9 月份公司实现销售收入 28.14 亿元，同比增长 27.25%，实现主营业务利润 23.35 亿元，同比增长 27.96%，实现营业利润 6.93 亿元，同比增长 23.13%，实现归属母公司所有者的净利润 5.63 亿元，同比增长 19.14%，扣非后净利润 5.61 亿元，同比增长 47.88%，扣非后每股收益 0.75 元。

研究结论

- 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，今年 1-9 月份抗肿瘤药实现销售收入 16 亿元，同比增长 23%，抗感染用药实现销售收入 2.65 亿元，同比增长 9.5%，手术用药继续放量成长，实现销售收入 4.8 亿元，同比增长 60%，其他产品中心血管用药厄贝沙坦同比增长 62.5%，OTC 品种化痰类药物贝莱同比增长 30.0%，造影剂碘氟醇同比增长 140.0%。

抗肿瘤药品种中，1-9 月份奥沙利铂同比增长 18%，多西他赛同比增长 19.5%，伊利替康同比增长 13%，来曲唑同比增长 32%。手术用药中，顺阿曲库胺同比增长 100%，七氟烷同比增长 87.5%，速卡同比增长 17.9%，布托啡诺同比增长 66.6%

- 7-9 月份利润增速显著加快。**2010 年 7-9 月份实现销售收入 9.45 亿元，同比增长 20.74%，主营业务利润 7.78 亿元，同比增长 20.13%，营业利润 2.21 亿元，同比增长 80.33%，净利润 1.72 亿元，同比增长 72.79%。三季度利润实现快速增长，主要得益于同期销售费用率同比去年下降明显。

- 毛利率保持稳定，销售费用率下降明显。**2010 年 1-9 月份综合毛利率为 84.49%，同比上升 0.44 个百分点，其中 7-9 月份毛利率为 83.83%，同比下降 0.35 个百分点，毛利率水平基本保持稳定。1-9 月份期间费用率为 57.56%，同比下降 2.11 个百分点，其中销售费用率为 42.72%，同比下降 2.89 个百分点。报告期内公司未有新产品需要大力学术推广，因此销售费用成功节省、增幅较小。

- 创新药艾瑞昔布和卡曲沙星即将进入视野。**创新药瑞昔布和卡曲沙星即将进入产前检查，有望下半年获准生产。另外公司于 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。

- 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%，每股收益为 1.09 元、1.31 元、1.57 元。

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。



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

田加强

联系人

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2010 年 10 月 29 日）

47.28 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 11 月 1 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)	53.22	43.39	36.00	30.10
P/B (X)	13.59	10.52	8.28	6.59

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 1：恒瑞医药利润表分析

	累计数据比较							单季度数据比较						
百万元	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
营业收入	711.6	1429.1	2211.5	3029.0	942.5	1869.4	2814.0	711.6	717.6	782.3	817.5	942.5	926.9	944.6
同比增长率	18.89%	19.35%	23.73%	26.60%	32.45%	30.81%	27.25%	18.89%	19.80%	32.64%	35.06%	32.45%	29.17%	20.74%
营业总成本	505.7	1059.7	1703.4	2332.2	701.1	1398.2	2122.3	505.7	554.0	643.7	628.8	701.1	697.2	724.0
营业成本	116.2	229.0	352.7	523.9	142.0	283.7	436.4	116.2	112.8	123.8	171.1	142.0	141.6	152.8
成本率	16.33%	16.02%	15.95%	17.29%	15.07%	15.17%	15.51%	16.33%	15.72%	15.82%	20.93%	15.07%	15.28%	16.17%
主营业务利润	583.8	1177.4	1824.9	2459.9	785.5	1557.3	2335.1	583.8	593.7	647.4	635.0	785.5	771.8	777.7
毛利率	83.67%	83.98%	84.05%	82.71%	84.93%	84.83%	84.49%	83.67%	84.28%	84.18%	79.07%	84.93%	84.72%	83.83%
同比增长率	17.97%	22.90%	25.61%	25.89%	34.56%	32.26%	27.96%	17.97%	28.17%	30.86%	26.70%	34.56%	30.01%	20.13%
营业税金及附加	11.6	22.7	33.9	45.2	14.9	28.4	42.5	11.6	11.1	11.1	11.4	14.9	13.5	14.1
销售费用	280.2	655.7	1008.6	1345.5	390.2	823.0	1202.2	280.2	375.4	352.9	336.9	390.2	432.8	379.2
营业费用率	39.38%	45.88%	45.61%	44.42%	41.41%	44.02%	42.72%	39.38%	52.32%	45.11%	41.21%	41.41%	46.69%	40.15%
管理费用	96.9	155.0	317.5	435.7	148.5	248.9	423.3	96.9	58.2	162.5	118.2	148.5	100.4	174.4
管理费用率	13.61%	10.85%	14.36%	14.39%	15.75%	13.32%	15.04%	13.61%	8.10%	20.77%	14.46%	15.75%	10.84%	18.46%
财务费用	0.8	(1.4)	(6.6)	(8.3)	(3.4)	(4.2)	(5.7)	0.8	(2.2)	(5.2)	(1.7)	(3.4)	(0.8)	(1.5)
期间费用率	53.11%	56.63%	59.67%	58.53%	56.79%	57.11%	57.56%	53.11%	60.12%	65.22%	55.46%	56.79%	57.44%	58.45%
资产减值损失	0.0	(1.3)	(2.8)	(9.8)	8.8	18.4	23.5	0.0	(1.3)	(1.5)	(7.0)	8.8	9.6	5.1
公允价值变动净收益	39.0	69.9	52.3	85.5	0.0	0.0	0.0	39.0	30.9	(17.6)	33.1	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1.6	0.9	2.2	(10.6)	0.2	1.0	0.0	1.6	(0.7)	1.2	(12.7)	0.2	0.8	0.0
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	1.0	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	0.0	0.0
营业利润	246.5	440.3	562.6	771.7	241.6	472.2	692.8	246.5	193.8	122.3	209.1	241.6	230.5	220.6
营业利润率	34.64%	30.81%	25.44%	25.48%	25.64%	25.26%	24.62%	34.64%	27.01%	15.64%	25.58%	25.64%	24.87%	23.35%
同比增长率	141.66%	70.54%	50.41%	71.60%	-1.96%	7.24%	23.13%	141.66%	24.10%	5.55%	176.46%	-1.96%	18.93%	80.33%
加：营业外收入	0.5	0.6	0.9	9.1	0.7	2.2	3.2	0.5	0.1	0.2	8.3	0.7	1.6	1.0
减：营业外支出	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.5	0.7	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.5	0.2
利润总额	247.0	440.9	563.4	780.7	242.2	473.8	695.2	247.0	194.0	122.5	217.3	242.2	231.6	221.4
税前利润率	34.71%	30.85%	25.48%	25.77%	25.70%	25.35%	24.71%	34.71%	27.03%	15.65%	26.58%	25.70%	24.99%	23.44%
同比增长率	141.78%	72.49%	48.43%	66.10%	-1.92%	7.46%	23.40%	141.78%	26.37%	-1.21%	140.27%	-1.92%	19.42%	80.77%
减：所得税	28.7	57.0	71.0	87.4	33.2	69.4	112.3	28.7	28.3	14.0	16.4	33.2	36.2	42.9
有效税率	11.62%	12.93%	12.61%	11.19%	13.69%	14.65%	16.15%	11.62%	14.61%	11.42%	7.53%	13.69%	15.64%	19.36%
净利润	218.3	383.9	492.4	693.3	209.1	404.4	583.0	218.3	165.6	108.5	200.9	209.1	195.4	178.5
减：少数股东损益	5.57	10.72	19.59	27.57	5.74	13.3	19.71	5.57	5.14	8.87	7.98	5.74	7.56	6.41
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	563.3	212.7	160.5	99.6	192.9	203.3	187.8	172.1
净利润率	29.89%	26.11%	21.38%	21.98%	21.57%	20.92%	20.02%	29.89%	22.36%	12.73%	23.60%	21.57%	20.26%	18.22%
同比增长率	186.32%	94.55%	72.22%	57.40%	-4.41%	4.81%	19.14%	186.32%	36.54%	20.43%	30.00%	-4.41%	17.04%	72.79%
每股收益(元)	0.284	0.498	0.631	0.888	0.271	0.522	0.752	0.284	0.214	0.133	0.257	0.271	0.251	0.230

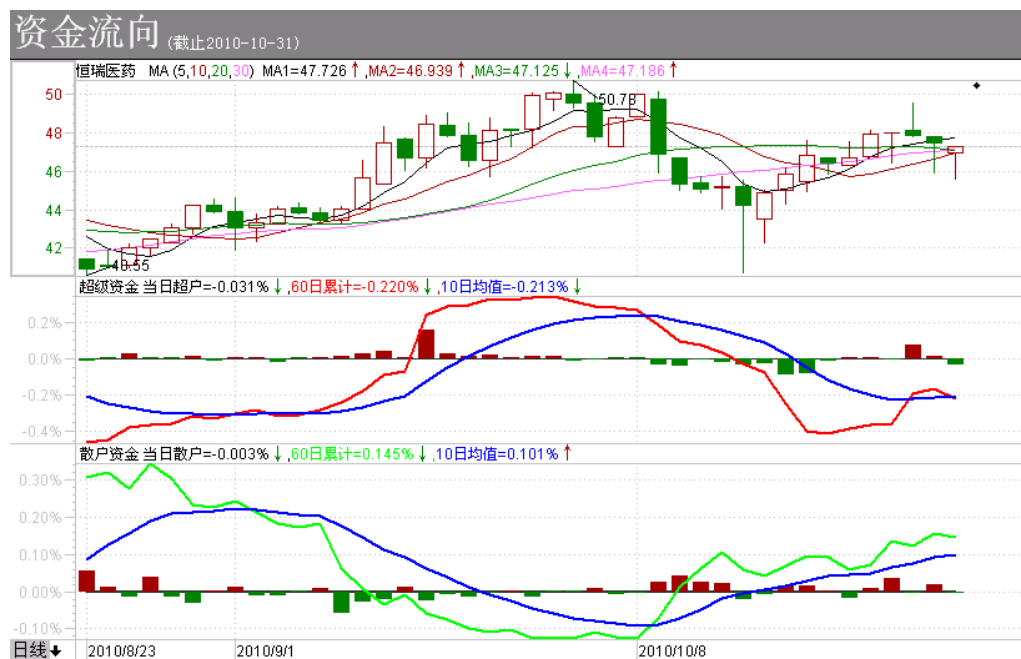
资料来源：东方证券研究所

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	主要财务比率				
负债合计	334	215	279	320	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	57	82	113	149	成长能力				
股本	621	749	749	749	营业收入	26.6%	32.0%	25.0%	20.0%
资本公积	316	316	316	316	营业利润	71.6%	25.0%	20.6%	19.7%
留存收益	1672	2303	3212	4315	归属于母公司净利润	57.4%	22.7%	20.5%	19.6%
归属母公司股东权益合计	2608	3368	4277	5380	获利能力				
负债和股东权益	2999	3665	4669	5849	毛利率	82.7%	82.7%	82.2%	82.7%
现金流量表					净利率	22.0%	20.4%	19.7%	19.6%
单位:百万元					ROE	25.5%	24.2%	23.0%	21.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	44.2%	51.1%	52.6%	55.2%
经营活动现金流	439	758	726	910	偿债能力				
净利润	693	842	1015	1214	资产负债率	11.1%	5.9%	6.0%	5.5%
折旧摊销	64	67	75	83	净负债比率				
财务费用	-8	-35	-58	-82	流动比率	6.63	14.72	15.02	16.95
投资损失	11	0	0	0	速动比率	6.09	13.37	13.70	15.61
营运资金变动	-245	-77	-313	-312	营运能力				
其它	-76	-39	7	7	总资产周转率	1.15	1.20	1.20	1.14
投资活动现金流	-75	140	-50	-50	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	142	50	50	50	应付账款周转率	3.87	4.35	4.24	3.99
长期投资	61	-190	0	0	每股指标（元）				
其他	127	0	0	0	每股收益	0.89	1.09	1.31	1.57
筹资活动现金流	-42	-23	-16	7	每股经营现金流	0.59	1.01	0.97	1.21
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.48	4.49	5.71	7.18
长期借款	10	0	0	0	估值比率				
普通股增加	103	129	0	0	P/E	53.22	43.39	36.00	30.10
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	13.59	10.52	8.28	6.59
其他	-155	-152	-16	7	EV/EBITDA	42	35	29	25
现金净增加额	322	875	660	867					

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

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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