

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209040220

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

继续保持高增长，看好新品种上市

事件描述

恒瑞医药 10 月 30 日公布 2010 年三季报，主要内容如下：

2010 年 1-9 月，公司实现营业总收入 28.14 亿元，同比增长 27.25%；归属上市公司净利润 5.63 亿元，同比增长 19.14%；基本每股收益 0.752 元。

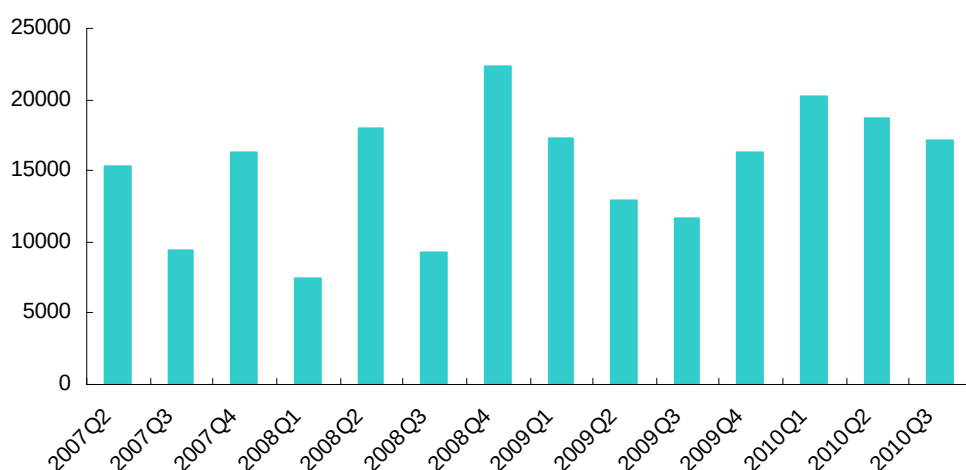
7-9 月，公司实现营业总收入 9.45 亿元，同比增长 20.75%，环比增长 1.91%；归属于上市公司净利润 1.72 亿元，同比增长 72.79%；基本每股收益 0.231 元。

事件评论

第一，三季度净利润同比增速加快，期间费用率降低是主要原因

7-9 月，公司实现营业总收入 9.45 亿元，同比增长 20.75%，环比增长 1.91%；归属于上市公司净利润 1.72 亿元，同比增长 72.79%；基本每股收益 0.231 元。业绩符合市场的普遍预期，收入仍然保持较高增长。

图 1：2007-2010 年公司分季度净利润情况（单位：万元）

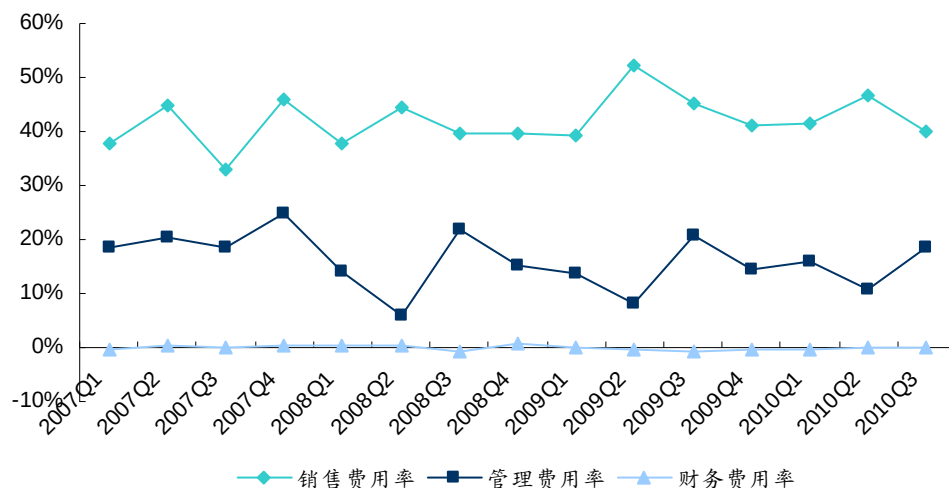


资料来源：Wind，长江证券研究部，注：扣除非经常性损益

三季度净利润同比增速 20.75%，相对于二季度，增速明显加快。期间费用率降低是增速加快的主要原因。2010 年三季度，销售费用率 40.15%，同比下降 4.96 个 pp；管理费用率 18.46%，同比下降 2.31 个 pp；计提的资产减值损失

略有增加。

图 2: 2007-2010 年公司分季度三项费用率情况



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二, 预计药价管理新政对公司影响有限

市场一直担心《药价管理办法》出台, 对公司造成严重不利影响, 预期形成了对股价的压制。恒瑞主要品种的市场零售价格与招标价格相差不大, 大幅度降价的可能性比较小。而且, 从历史多次降价的情况来看, 公司也能很好地应对。我们认为如果出台药价管理的新政策, 对公司的负面影响比较有限。相反, 国家加强中间流通环节的管理, 最终还是有利的像恒瑞这样实力较强的医药生产企业。

表 1: 发改委药价调查涉及到的公司品种

类别	品种名称	剂型
中枢镇痛药	布托啡诺	注射剂
抗癫痫药	加巴喷丁	胶囊
抗生素	克拉霉素	缓释片
肌松药	顺苯磺阿曲库铵	注射剂
前列腺用药	坦洛新 (坦索罗辛)	缓释胶囊
麻醉用药	依托咪酯	注射剂
麻醉用药	左布比卡因	注射剂
抗贫血	亚叶酸钙	注射剂
抗肿瘤	丝裂霉素	注射剂
抗肿瘤	伊立替康	注射剂
抗肿瘤	依托泊苷	软胶囊

资料来源: 发改委, 长江证券研究部

第三, 替加氟复方制剂 (替吉奥胶囊) 或将迎来高增长

替吉奥胶囊是一种氟尿嘧啶衍生物口服抗癌剂, 它包括替加氟 (FT) 和吉美嘧啶 (CDHP) 及奥替拉西 (Oxo) 两类调节剂, 用于治疗胃癌、直肠癌、头颈部癌、非小细胞肺癌、转移性乳腺癌和胰腺癌。

公司于 2010 年 8 月底正式获批, 9 月份已经开始生产。今明两年将成为抗肿瘤产品线的一线品种, 或将迎来高速增长。预计, 公司该品种将能达到 4-6 亿元/年的销售规模。

表 2: 国内替吉奥胶囊市场状况

厂家	获批日期	类型	商品名
山东新时代药业（鲁南制药集团）	2008-12-19	仿制	维康达
江苏恒瑞医药	2010-08-31	仿制	-
大鹏药品工业株式会社（Taiho Pharmaceutical Co.,Ltd）	2009-01-09 获批进口	原研	爱斯万

资料来源：SFDA，长江证券研究部

第四，预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.05 元、1.30 元，继续维持“推荐”评级。

我们维持公司 2010-2011 年 EPS 分别为 1.05 元、1.30 元的盈利预测，公司是 A 股市场领先的化学药投资标的，后续包括创新药在内的新品种比较丰富，高增长有望延续，继续维持公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3029	3816	4732	5679	货币资金	707	1251	1869	2628
营业成本	524	618	762	914	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2505	3198	3971	4765	应收账款	915	1124	1394	1672
% 营业收入	82.7%	83.8%	83.9%	83.9%	存货	177	208	256	307
营业税金及附加	45	57	71	85	预付账款	30	36	45	54
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1346	1687	2101	2527	流动资产合计	2148	3020	4060	5258
% 营业收入	44.4%	44.2%	44.4%	44.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	436	534	663	818	持有至到期投资	191	191	191	191
% 营业收入	14.4%	14.0%	14.0%	14.4%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	-8	-3	-5	-8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	559	465	371	277
资产减值损失	-10	14	18	18	无形资产	50	48	45	43
公允价值变动收益	85	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-11	8	8	8	递延所得税资产	49	2	2	2
营业利润	772	917	1131	1332	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	25.5%	24.0%	23.9%	23.4%	资产总计	2999	3727	4671	5772
营业外收支	9	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	781	917	1131	1332	应付款项	139	161	199	239
% 营业收入	25.8%	24.0%	23.9%	23.4%	预收账款	5	8	9	11
所得税费用	87	103	127	149	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	693	814	1004	1183	应交税费	43	18	22	26
归属于母公司所有者的净利润	665.7	782.1	964.7	1135.9	其他流动负债	136	167	207	250
少数股东损益	28	32	40	47	流动负债合计	324	355	439	528
EPS (元/股)	0.89	1.05	1.30	1.52	长期借款	10	10	10	10
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	439	689	797	971	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	5	8	8	8	负债合计	334	365	449	538
收回现金					归属于母公司	2608	3273	4093	5058
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	57	89	129	176
固定资产投资	-141	-38	-47	-57	股东权益	2665	3362	4222	5234
其他	66	0	0	0	负债及股东权益	2999	3727	4671	5772
投资活动现金流净额	-75	-31	-40	-49	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.894	1.050	1.295	1.525
银行贷款增加 (减少)	10	0	0	0	BVPS	4.20	5.27	6.59	8.15
筹资成本	52	-114	-140	-163	PE	55.98	47.65	38.63	32.81
其他	-103	0	0	0	PEG	2.87	2.44	1.98	1.68
筹资活动现金流净额	-42	-114	-140	-163	PB	11.91	9.49	7.59	6.14
现金净流量	322	544	618	759	EV/EBITDA	44.18	34.37	27.87	23.46
					ROE	25.5%	23.9%	23.6%	22.5%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。