

公司研究

费用和坏账损失拖累业绩

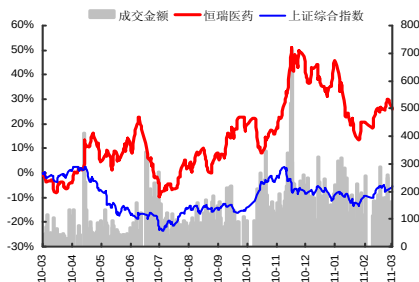
生物医药

2011 年 03 月 02 日

恒瑞医药（600276）2010 年年报点评

评级：谨慎推荐（维持）

52 周走势



报告作者：

国联证券研究所医药研究组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：周静 扬扬

电话：0510-82833217

Email: zhoujing@glsc.com.cn

yangyang@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：2010 年度公司实现营业总收入为 37.44 亿元，同比增长 23.61%。实现营业利润和归属于母公司净利润分别为 8.45 亿元和 7.24 亿元，同比增长 9.46%和 8.78%，实现每股收益为 0.97 元。利润分配方案：每 10 股送红股 3 股，每 10 股派发现金 1 元，以资本公积金每 10 股转增 2 股。**业绩略低于我们之前的预期。**

点评：

- **主营业务收入稳定增长，符合之前预期。**2010 年全年公司收入 37.44 亿元，我们认为在公司强大的营销实力下，抗肿瘤药物继续维持 20%以上增速，近年来重点培育的麻醉镇痛药物保持 50%以上增速，而原料药和抗感染药随着整个行业增速提高增速也将超过 20%。
- **毛利率同比有所提高，管理费用超预期增长。**2010 年公司综合毛利率为 83.83%，相较于 09 年提高了 1.12 个百分点，这主要与高毛利产品占比提高有关。期间费用方面，2010 年销售费用率为 42.84%，同比减少了 1.54 个百分点，不过管理费用大幅提高了 38.97%，达到 6.06 亿元，使得公司盈利能力受到一定影响。再加上资产减值 2010 年全年为 2311.75 万元，而 09 年同期仅为 -980.62 万元，又一次拖累公司业绩。
- **强大的研发实力和明显的销售优势保障公司长期发展。**艾瑞昔布通过产前动态核查和伊立替康接受 FDA 现场检查，还有另外提交的 2 个 ANDA 和 4 个原料药的 DMF 申请以及多个在研新药都为公司提供了更广阔的空间。另外公司进一步的完善销售网络和加大开发的医院市场以及销售渠道的下沉为产品销量增长提供保障。
- **盈利预测：**我们预计 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.16 元、和 1.35 元，目前估值合理，不过考虑到抗肿瘤药广阔市场前景以及手术用药的快速增长，再加上公司后续新产品的储备和获批，因此不失为一个良好的长期投资标的，给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	2148.39	2991.46	3814.60	4850.76	营业收入	3,028.96	3,744.11	4,535.16	5,314.11
现金	707.25	995.05	1585.13	2268.11	营业成本	523.85	605.50	700.40	800.34
应收账款	854.56	1162.47	1366.00	1585.00	营业税金及附加	45.22	56.12	71.20	84.49
其它应收款	60.47	93.02	90.54	106.09	营业费用	1345.50	1604.68	1918.37	2215.98
预付账款	30.11	93.85	44.48	52.11	管理费用	435.72	621.39	775.63	903.40
存货	177.13	176.18	251.00	280.00	财务费用	-8.34	-10.95	-5.27	-2.53
其他	318.87	470.89	477.45	559.45	资产减值损失	-9.81	23.12	0.00	0.00
非流动资产	850.48	904.21	988.70	1136.79	公允价值变动收益	85.46	0.00	0.00	0.00
长期投资	1.34	37.34	1.34	1.34	投资净收益	-10.55	0.97	5.00	10.00
固定资产	480.72	721.82	625.45	789.75	营业利润	771.72	845.22	1079.82	1322.42
无形资产	50.28	52.37	107.86	106.65	营业外收入	9.11	17.09	0.00	0.00
其他	318.14	92.68	254.05	239.05	营业外支出	0.15	2.10	0.00	0.00
资产总计	2998.87	3895.67	4803.29	5987.56	利润总额	780.69	860.21	1079.82	1322.42
流动负债	323.85	400.80	433.34	541.26	所得税	87.39	104.77	169.07	269.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	693.30	755.44	910.75	1053.34
应付账款	138.56	196.51	230.00	303.00	少数股东损益	27.57	31.26	40.25	43.87
其他	185.29	204.29	203.34	238.26	归属母公司净利润	665.73	724.18	870.50	1009.47
非流动负债	10.00	20.00	10.00	10.00	EBITDA	836.63	963.95	1164.38	1427.00
长期借款	10.00	20.00	10.00	10.00	EPS (元)	0.89	0.97	1.16	1.35
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	333.85	420.80	443.34	551.26	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
少数股东权益	57.28	87.46	127.71	171.58	成长能力				
股本	620.74	749.43	749.43	749.43	营业收入	26.60%	23.61%	21.13%	17.18%
资本公积	315.68	428.71	428.71	428.71	营业利润	71.60%	9.52%	27.76%	22.47%
留存收益	1672.43	2209.52	3080.02	4089.48	归属于母公司净利润	57.40%	8.78%	20.20%	15.96%
归属母公司股东权益	2607.74	3387.38	4258.16	5267.62	获利能力				
负债和股东权益	2998.87	3895.64	4829.21	5990.47	毛利率	82.71%	83.83%	84.56%	84.94%
现金流量表					净利率	22.89%	20.18%	20.08%	19.82%
单位:百万元					ROE	25.53%	21.38%	20.44%	19.16%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	439.12	385.91	852.69	858.37	资产负债率	11.13%	10.80%	9.23%	9.21%
净利润	693.30	755.44	910.75	1053.34	净负债比率	-26.16%	-28.06%	-35.91%	-41.52%
折旧摊销	64.28	102.99	83.81	103.83	流动比率	6.63	7.46	8.80	8.96
财务费用	0.01	-10.95	-5.27	-2.53	速动比率	6.09	7.02	8.22	8.44
投资损失	10.55	17.57	14.00	18.00	营运能力				
营运资金变动	-244.72	-508.17	-173.14	-324.18	总资产周转率	1.15	1.09	1.04	0.98
其它	-84.30	29.03	22.53	9.91	应收账款周转率	4.13	3.71	3.59	3.60
投资活动现金流	-75.33	24.16	-316.96	-190.65	应付账款周转率	22.39	22.35	21.27	19.94
资本支出	-141.65	-202.44	-129.94	-190.65	每股指标 (元)				
长期投资	-134.00	32.90	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.89	0.97	1.16	1.35
其他	200.32	193.69	-187.02	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.59	0.51	1.14	1.15
筹资活动现金流	-41.74	164.37	-0.75	8.25	每股净资产 (最新摊薄)	3.48	4.52	5.68	7.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
长期借款	10.00	10.00	-10.00	0.00	P/E	57.96	53.29	44.33	38.23
普通股增加	103.45	128.69	0.00	0.00	P/B	14.80	11.39	9.06	7.33
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	5.25	3.94	2.67	3.27
其他	-155.19	25.68	9.25	8.25					
现金净增加额	322.06	574.44	534.98	675.97					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。