

审慎推荐-A (维持)

恒瑞医药 600276.SH

目标估值: NA
当前股价: 51.49 元
2011 年 3 月 2 日

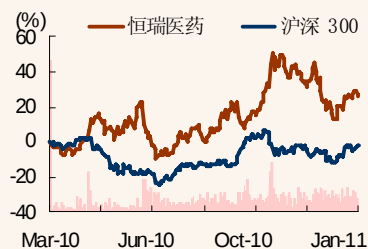
手术用药快速增长

基础数据

上证综指	2919
总股本(万股)	74943
已上市流通股(万股)	74489
总市值(亿元)	386
流通市值(亿元)	384
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	21.0
资产负债率	10.8%
主要股东	连云港天宇投资
主要股东持股比例	24.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	21	26
相对表现	-2	8	27



相关报告

- 1、恒瑞医药—收入增速加快，主业利润保持稳定增长 2010/4/22
- 2、恒瑞医药—股权激励方案点评 2010/4/13
- 3、恒瑞医药—降血糖专利药正式开始 FDA I 期临床试验，看好公司创新和国际化 2009/8/20

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

公司公布 2010 年年报: 收入、净利润同比分别增长了 23.6% 和 8.8%, 剔除非经常损益影响后净利润同比增长 22.4%, 实现 EPS 0.97 元低于我们 1.05 元的预期。抗肿瘤药平稳增长, 麻醉药同比增长超过 60%, 碘氟醇等手术用药增速超过 60%。预计 2011 年净利润同比增长 31%, EPS 1.27 元, 维持“审慎推荐-A”评级。

- **2010 年业绩低于预期:** 2010 年实现收入 37.4 亿元, 同比增长 23.6%, 实现净利润 7.24 亿元, 同比增长 8.8%, 剔除非经常性损益后同比增长 22.4% (2010 年计提坏账损失 1863 万元, 资产减值损失 2312 万元, 09 年同期为 -981 万元); 实现 EPS 0.97 元, 低于我们 1.05 元的预期。每股经营现金流为 0.51 元。毛利率 83.8%, 同比略升 1.1 个百分点。净利率 20.2%, 同比下降 2.7 个百分点。存货周转天数 98 天, 同比升 10 天, 应收周转天数 107 天, 下降 12 天。
- **主要产品:** 自产产品实现收入 36.7 亿元, 同比增长 23.7%, 其中, 抗肿瘤药占比约 60%, 同比增长约 13%, 其中多西他赛同比增长约 20%, 奥沙利铂平稳增长; 麻醉等手术用药实现收入超过 6 亿元, 同比超过 60%, 主要品种七氟烷、顺阿曲库胺、布托啡诺及碘氟醇同比增长约 70%、90%、60% 和 90%。
- **2010 年计提激励费用影响 EPS 0.033 元:** 7 月份激励对象认购 454.13 万股限制性股票, 从而计提激励费用 2489 万元。2011 年仍将计提激励费用, 预计将影响 EPS 约 0.04 元。
- **销售精细化管理:** 1、由中心城市向社区和城镇覆盖, 完善销售网络, 新增销售点 53 个; 2、对重点科室进行挖潜, 把市场做细、做透; 3、大力推广手术用药; 4、加强学术推广, 围绕抗肿瘤药、造影剂及麻醉药等展开大型学术活动。报告期销售费用 16 亿元, 销售费用率 42.9%, 同比下降 1.6 个百分点。
- **研发方面:** 划分创新药和仿制药研究所, 8 月份成立生物研究所, 专门从事发酵和蛋白药物研究。报告期共取得复方替吉奥胶囊、碘克沙醇等生产批件 10 个, PEG-GCSF、非布司他等临床批件 6 个。艾瑞昔布通过了国家产前动态核查, 预计 2 季度内获得批文; 阿帕替尼正在进行 3 期临床研究, 预计今年能够完成临床研究。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3029	3744	4605	5572	6854
同比增长	27%	24%	23%	21%	23%
营业利润(百万元)	772	845	1125	1449	1874
同比增长	72%	10%	33%	29%	29%
净利润(百万元)	666	724	951	1222	1577
同比增长	57%	9%	31%	28%	29%
每股收益(元)	0.89	0.97	1.27	1.63	2.10
PE	58.0	53.3	40.6	31.6	24.5
PB	19.3	11.4	9.1	7.2	5.7

资料来源: 招商证券

国际化方面: 2010 年 7 月份伊立替康接受美国 FDA 现场检查, 为国内肿瘤注射剂首次接受美国 FDA 检查, 后续将申请更多的通用名药制剂的 FDA 认证; 向 FDA 另外提交了 2 个制剂的 ANDA 和 4 个原料药的 DMF; 糖尿病用药瑞格列汀在美国的 1 期临床进展顺利。

业绩预测: 预计 2011 ~ 2013 年收入同比增长 23%、21%和 23%, 净利润同比增长 31%、28%和 29%, 实现 EPS 1.27 元、1.63 元和 2.1 元。

维持“审慎推荐-A”评级: 公司是国内最具新药创制能力的佼佼者, 我们看好公司创新和国际化的潜力和前景。当前股价对应 2011 年预测 PE 41 倍, 估值不低, 但公司在研重磅新药及国际化若取得突破, 增速将超预期, 维持“审慎推荐—A”评级, 建议长线投资者介入。

主要风险是新药研发及推广低于预期。

表 1: 恒瑞医药合并报表和母公司报表2010年经营指标分析

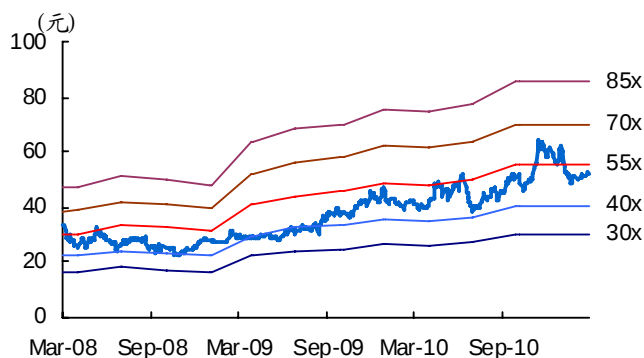
单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010A	增长(率)	2010A	增长(率)
营业收入	3,744	23.6%	1,788	10.1%
毛利率	83.8%	1.1%	72.6%	-0.6%
营业费用率	42.9%	-1.6%	7.1%	-8.0%
管理费用率	16.6%	2.2%	27.1%	6.6%
财务费用率	-0.3%	0.0%	-0.6%	-0.1%
期间费用率	59.2%	0.6%	33.6%	-1.5%
营业利润	845	9.5%	661	-2.6%
营业利率	22.6%	-2.9%	37.0%	-4.8%
利润总额	860	10.2%	670	-2.4%
利润率	23.0%	-2.8%	37.5%	-4.8%
实际所得税率	12.2%	1.0%	12.1%	-1.2%
净利润	724	8.8%	589	-1.1%
净利率	20.2%	-2.7%	32.9%	-3.7%
应收账款周转天数	98.3	9.9	216.4	34.7
存货周转天数	106.5	-11.8	401.7	304.5
每股经营现金流(元)	0.51	-12.1%	0.45	-6.4%

数据来源: 公司报告、招商证券研究

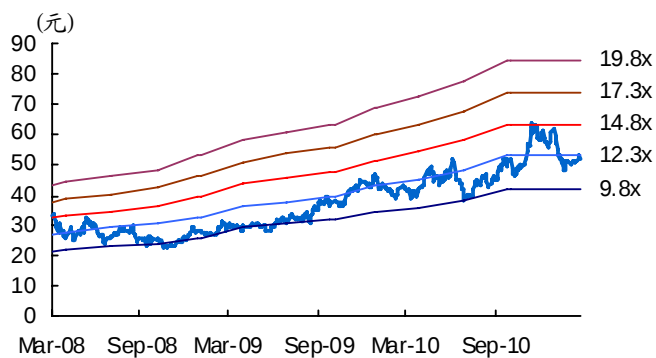
表 2：恒瑞医药单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	08A	09A	10A
一、营业总收入	402	498	487	573	598	599	590	605	712	718	782	817	942	927	945	930	2393	3029	3744
二、营业总成本	292	435	339	527	422	439	452	471	506	554	644	629	701	697	724	778	1783	2332	2900
其中:营业成本	61	96	80	93	94	127	86	95	116	113	124	171	142	142	153	169	401	524	606
营业税金及附加	7	8	8	9	10	9	10	9	12	11	11	11	15	13	14	14	38	45	56
销售费用	152	222	161	263	227	265	234	240	280	375	353	337	390	433	379	402	965	1346	1605
管理费用	74	101	90	141	84	36	129	93	97	58	163	118	148	100	174	198	342	436	621
财务费用	-1	1	1	3	2	2	-4	4	1	-2	-5	-2	-3	-1	-1	-5	5	-8	-11
资产减值损失	0	6	-1	17	5	-1	-1	29	0	-1	-1	-7	9	10	5	0	33	-10	23
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	7	4	91	-90	-9	-24	-58	39	31	-18	33	0	0	0	0	-181	85	0
投资收益	0	8	0	31	15	5	3	-1	2	-1	1	-13	0	1	0	0	22	-11	1
四、营业利润	110	78	151	169	102	156	116	76	246	194	122	209	242	231	221	152	450	772	845
加:营业外收入	0	0	2	2	0	0	10	15	1	0	0	8	1	2	1	14	25	9	17
减:营业外支出	0	0	0	1	0	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	0	2
五、利润总额	110	78	154	170	102	153	124	90	247	194	122	217	242	232	221	165	470	781	860
减:所得税	36	-4	53	8	26	33	37	-62	29	28	14	16	33	36	43	-7	34	87	105
六、净利润	74	82	101	162	76	120	129	93	97	58	163	118	148	100	174	198	436	693	755
减:少数股东损益	1	2	5	-2	2	3	4	4	6	5	9	8	6	8	6	12	13	28	31
七、归属母公司所有者净利润	73	80	96	163	74	118	83	148	213	160	100	193	203	188	172	161	423	666	724
EPS	0.10	0.11	0.13	0.22	0.10	0.16	0.11	0.20	0.28	0.21	0.13	0.26	0.27	0.25	0.23	0.21	0.56	0.89	0.97
收入增长率	19%	46%	31%	48%	49%	20%	21%	6%	19%	20%	33%	35%	32%	29%	21%	14%	22%	27%	24%
毛利率	84.9%	80.8%	83.5%	83.7%	84.3%	78.8%	85.5%	84.3%	83.7%	84.3%	84.2%	79.1%	84.9%	84.7%	83.8%	81.8%	83.2%	82.7%	83.8%
营业利润率	27.3%	15.7%	31.1%	29.4%	17.0%	26.1%	19.6%	12.5%	34.6%	27.0%	15.6%	25.6%	25.6%	24.9%	23.4%	16.4%	18.8%	25.5%	22.6%
净利率	18.3%	16.1%	19.7%	28.5%	12.4%	19.6%	14.0%	24.5%	29.9%	22.4%	12.7%	23.6%	21.6%	20.3%	18.2%	17.3%	18.2%	22.9%	20.2%
营业费率	37.8%	44.6%	33.0%	45.9%	37.9%	44.3%	39.6%	39.7%	39.4%	52.3%	45.1%	41.2%	41.4%	46.7%	40.1%	43.3%	40.4%	44.4%	42.9%
管理费率	18.3%	20.3%	18.5%	24.7%	14.0%	6.1%	21.9%	15.3%	13.6%	8.1%	20.8%	14.5%	15.8%	10.8%	18.5%	21.3%	14.3%	14.4%	16.6%
实际税率	32%	-5%	35%	5%	25%	22%	30%	-68%	12%	15%	11%	8%	14%	16%	19%	-5%	7%	11%	12%
净利润增长率	43%	43%	97%	221%	1%	46%	-14%	-9%	186%	37%	20%	30%	-4%	17%	73%	-17%	2%	57%	9%

数据来源：公司报告、招商证券研究

图 1：恒瑞医药历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：恒瑞医药历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1553	2991	3688	4929	6521
现金	385	995	1898	2765	3864
交易性投资	80	0	0	0	0
应收票据	205	471	396	479	589
应收款项	612	1162	994	1203	1479
其它应收款	72	93	138	167	206
存货	162	176	251	301	366
其他	36	94	11	13	16
非流动资产	701	904	1117	1086	1056
长期股权投资	1	37	100	100	100
固定资产	462	722	705	679	653
无形资产	29	52	47	42	38
其他	208	93	265	265	265
资产总计	2254	3896	4805	6015	7577
流动负债	230	401	405	453	513
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	132	197	221	266	323
预收账款	7	0	0	0	0
其他	91	204	184	187	191
长期负债	0	20	20	20	20
长期借款	0	20	20	20	20
其他	0	0	0	0	0
负债合计	230	421	425	473	533
股本	517	749	749	749	749
资本公积金	316	429	429	429	429
留存收益	1162	2209	3075	4187	5622
少数股东权益	30	87	127	178	244
母公司所有者权益	1995	3387	4253	5365	6800
负债及权益合计	2254	3896	4805	6015	7577

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	439	386	1244	980	1244
净利润			951	1222	1577
折旧摊销			50	51	50
财务费用			(14)	(16)	(16)
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			203	(330)	(437)
其它			54	55	71
投资活动现金流	(75)	(138)	(270)	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			(250)	0	0
筹资活动现金流	(42)	40	(71)	(93)	(125)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(86)	(110)	(142)
其他			15	17	17
现金净增加额	322	288	903	867	1099

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3029	3744	4605	5572	6854
营业成本	524	606	737	886	1076
营业税金及附加	45	56	74	84	103
营业费用	1346	1605	1934	2296	2790
管理费用	436	621	751	875	1028
财务费用	(8)	(11)	(14)	(16)	(16)
资产减值损失	(10)	23	0	0	0
公允价值变动收益	85	0	0	0	0
投资收益	(11)	1	1	1	1
营业利润	772	845	1125	1449	1874
营业外收入	9	17	14	14	14
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	781	860	1139	1463	1888
所得税	87	105	148	190	245
净利润	693	755	991	1273	1643
少数股东损益	28	31	40	51	66
母公司所有者净利润	666	724	951	1222	1577
EPS (元)	0.89	0.97	1.27	1.63	2.10

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	27%	24%	23%	21%	23%
营业利润	72%	10%	33%	29%	29%
净利润	57%	9%	31%	28%	29%
获利能力					
毛利率	82.7%	83.8%	84.0%	84.1%	84.3%
净利率	22.0%	19.3%	20.7%	21.9%	23.0%
ROE	33.4%	21.4%	22.4%	22.8%	23.2%
ROIC	33.5%	21.0%	22.0%	22.4%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	10.2%	10.8%	8.8%	7.9%	7.0%
净负债比率	0.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
流动比率	6.8	7.5	9.1	10.9	12.7
速动比率	6.1	7.0	8.5	10.2	12.0
营运能力					
资产周转率	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
存货周转率	3.7	3.6	3.5	3.2	3.2
应收帐款周转率	5.8	4.2	4.3	5.1	5.1
应付帐款周转率	4.7	3.7	3.5	3.6	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.89	0.97	1.27	1.63	2.10
每股经营现金	0.59	0.51	1.66	1.31	1.66
每股净资产	2.66	4.52	5.67	7.16	9.07
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.15	0.19
估值比率					
PE	58.0	53.3	40.6	31.6	24.5
PB	19.3	11.4	9.1	7.2	5.7
EV/EBITDA	48.3	44.1	34.4	26.9	20.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。