

研发筑就长期竞争力

事件

近期我们调研了恒瑞医药上海研发中心，与公司研发负责人进行了交流，据此作出如下分析观点。

研究结论

- **上海研发中心是公司的创新药研制基地。**恒瑞医药上海研发中心占地10053平方米，于2004年5月投入使用，现有研发人员200多人。整个研发中心致力于创新药物的发现，向社会提供以科研开发为基础，适合市场需求的高科技医药产品，涉足肿瘤/糖尿病/胰岛素领域，并建立起一套从靶点筛选到毒性评价等全部体系。
- **重磅新药研发进展顺利。**根据丁香园临床信息数据，公司目前临床+即将临床的小分子化合物有10多个，其中阿帕替尼以VEGF为靶标，目前处于三期临床，正在申请胃癌适应症，准备上市，未来目标治疗对象是胃癌、肝癌和肺癌。另外苹果酸法米替尼于2009年上半年获得临床二期批件，已进行的实验表明与辉瑞的索坦相比，疗效基本一致，但法米替尼的副作用明显减小，目前处于二期临床早期阶段，进展顺利。瑞格列汀已完成在美国和国内的一期临床，国内的二期临床预计已经开始。
- **研发筑就公司核心竞争力。**2000年开始恒瑞医药在国内启动新药研发，2005年开始公司从国外制药行业引入了资深专家，发展至今研发中心每年可以获得5到6篇全新的专利，其中并不包括仿制药和制剂专利，目前研发中心每年争取为公司提供2-3个小分子化合物进入临床阶段。随着新药研发的顺利进展，未来五年公司有望上市一批拥有专利保护的小分子创新药，在整个化药制剂行业低水平竞争严重的情况下，公司有望依靠长期培育起来的研发实力引领产业升级，并为国内广大患者带来质优价廉的专利药。
- **投资建议：**我们预计公司2011-2013年实现归属于母公司股东的净利润为9.09亿元、11.23亿元、13.57亿元，预计每股收益为0.81元、1.00元、1.21元，维持公司买入的投资评级。



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

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年7月15日) 33.91元

目标价格 40.50元

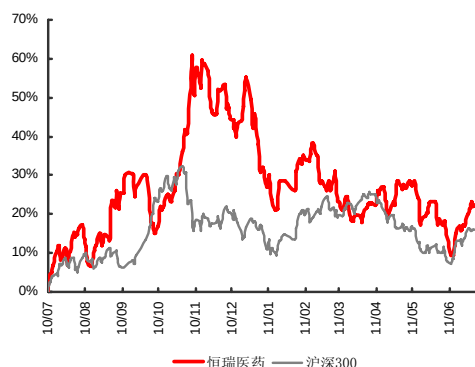
总股本/A股(万股) 112415/112415

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011年7月18日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	3744	4605	5664	6797	
同比(%)	24%	23%	23%	20%	
归属母公司净利润	724	909	1123	1357	
同比(%)	9%	26%	24%	21%	
毛利率(%)	83.8%	82.0%	82.0%	82.0%	
ROE(%)	21.4%	20.4%	20.6%	20.2%	
每股收益(元)	0.64	0.81	1.00	1.21	
P/E (倍)	52.64	41.94	33.93	28.09	
P/B (倍)	11.25	8.57	6.98	5.69	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2991	3860	4784	6253	营业收入	3744	4605	5664	6797
现金	995	1483	1815	2675	营业成本	606	829	1020	1224
应收账款	1162	1344	1679	2020	营业税金及附加	56	69	85	102
其它应收款	93	111	137	169	营业费用	1605	1966	2419	2902
预付账款	94	75	92	110	管理费用	621	691	850	1020
存货	176	332	408	489	财务费用	-11	-37	-50	-68
其他	471	517	655	790	资产减值损失	23	10	10	10
非流动资产	904	1129	1314	1199	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	40	40	40	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	722	813	1075	1030	营业利润	845	1077	1331	1608
无形资产	52	51	50	49	营业外收入	17	0	0	0
其他	93	224	149	80	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	3896	4989	6099	7451	利润总额	860	1077	1331	1608
流动负债	401	406	470	537	所得税	105	140	173	209
短期借款	0	0	0	0	净利润	755	937	1158	1399
应付账款	197	216	275	330	少数股东损益	31	28	35	42
其他	204	191	195	206	归属于母公司净利润	724	909	1123	1357
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	906	1139	1416	1705
长期借款	20	20	20	20	EPS（元）	0.64	0.81	1.00	1.21
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	421	426	490	557	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	87	115	150	192	成长能力				
股本	749	1124	1124	1124	营业收入	23.6%	23.0%	23.0%	20.0%
资本公积	429	429	429	429	营业利润	9.5%	27.4%	23.6%	20.8%
留存收益	2210	2894	3905	5150	归属于母公司净利润	8.8%	25.5%	23.6%	20.8%
归属母公司股东权益合计	3387	4447	5458	6703	获利能力				
负债和股东权益	3896	4989	6099	7451	毛利率	83.8%	82.0%	82.0%	82.0%
现金流量表					净利率	19.3%	19.7%	19.8%	20.0%
单位:百万元					ROE	21.4%	20.4%	20.6%	20.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	34.6%	34.6%	34.5%	37.2%
经营活动现金流	386	620	715	955	偿债能力				
净利润	755	937	1158	1399	资产负债率	10.8%	8.5%	8.0%	7.5%
折旧摊销	71	99	135	166	净负债比率				
财务费用	-11	-37	-50	-68	流动比率	7.46	9.50	10.17	11.65
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	7.02	8.68	9.31	10.74
营运资金变动	-488	-416	-548	-560	营运能力				
其它	59	36	20	19	总资产周转率	1.09	1.04	1.02	1.00
投资活动现金流	-138	-319	-320	-50	应收账款周转率	4	4	4	3
资本支出	287	320	320	50	应付账款周转率	3.61	4.02	4.15	4.04
长期投资	148	-1	0	0	每股指标（元）				
其他	296	0	0	0	每股收益	0.64	0.81	1.00	1.21
筹资活动现金流	40	187	-63	-44	每股经营现金流	0.34	0.55	0.64	0.85
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.01	3.96	4.86	5.96
长期借款	10	0	0	0	估值比率				
普通股增加	129	375	0	0	P/E	52.64	41.94	33.93	28.09
资本公积增加	113	0	0	0	P/B	11.25	8.57	6.98	5.69
其他	-212	-188	-63	-44	EV/EBITDA	24	19	15	13
现金净增加额	288	488	332	860					

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

分析师声明

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