

恒瑞医药 (600276)

主业增长平稳，创新药突破上市

——公司中报点评

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
编号 S0880511010019

本报告导读：

11 年中报平稳增长，国家一类新药艾瑞昔布获批上市，公司跨入创新药收获时代。

预计 11/12 年 eps 为 0.80、0.98 元，增持。

投资要点：

2011 年中报：主营收入、净利润分别为 21.67、4.68 亿元，同比增长 15.9%、19.6%，符合我们中报前瞻 20% 的增速预期；扣非后净利润 4.63 亿元，同比增长 18.9%。EPS 0.42 元(一季度单季度 0.23，二季度单季 0.19 元)。ROE 13.0%，每股经营性现金流 0.25 元，基本与去年同期持平。

产品销售结构逐步调整：公司产品毛利率 83.3%，同比下降 1.5 个百分点。肿瘤药基数较大，保持 10%~15% 的稳定增速。未来亮点仍在于小品种，手术麻醉用药市场景气度高，能享受 40%~50% 的高速增长；公司造影剂车间是国内第一批通过新版 GMP 现场检查，有望成为后续业绩亮点。

期间费用控制出色：公司期间费用同比下降 2.5 个百分点，其中销售费用率同比下降了 4 个百分点，管理费用率同比提高了 1.4 个百分点，研发投入和股权激励费用仍是导致管理费用大幅增加的主要因素。

国内专利药突破上市：国家一类新药艾瑞昔布已拿到药监局生产批文，2011 年下半年有望开始贡献业绩。我们认为艾瑞昔布或成为重磅品种，销售规模达到 5 亿元以上；阿帕替尼进入胃癌、肺癌的临床三期，同时正申请有条件上市；法米替尼正在做临床二期；瑞格列汀拟进入 FDA 临床二期。

积极参与国际化：注射剂生产线仍在等待 FDA 批准，上半年向 FDA 申报 ANDA 2 项，预计每年将申报 4-5 个 ANDA。上半年公司申报 DMF 1 项，目前拥有 10 个 DMF 文号。

我们看好公司在降价周期中的盈利能力。公司目前站在产业升级的最前端，迈入收获专利新药时代，从“抢仿”到“创新”，价值提升空间巨大。我们预计 2011 年公司股权激励费用将比 2010 年少，在合理控制研发投入、营销费用的情况下，公司的 2011 年增速可以更为乐观。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.80、0.98、1.24 元，同增 24%、23%、26%，维持目标价 39.2 元，增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,029	3,744	4,629	5,787	7,229
(+/-)%	26.6%	23.6%	23.6%	25.0%	24.9%
经营利润 (EBIT)	763	834	1,033	1,272	1,600
(+/-)%	68.0%	9.3%	23.8%	23.1%	25.8%
净利润	666	724	894	1,103	1,391
(+/-)%	57.4%	8.8%	23.4%	23.4%	26.2%
每股净收益 (元)	0.59	0.64	0.80	0.98	1.24
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.08	0.10	0.12

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	25.2%	22.3%	22.3%	22.0%	22.1%
净资产收益率 (%)	25.5%	21.4%	21.2%	21.1%	21.4%
投入资本回报率 (%)	44.2%	34.7%	36.5%	37.2%	38.9%
EV/EBITDA	43.5	39.8	31.8	25.9	20.7
市盈率	55.5	51.0	41.4	33.5	26.6
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：39.20

上次预测：39.20

当前价格：31.55

2011.08.08

交易数据

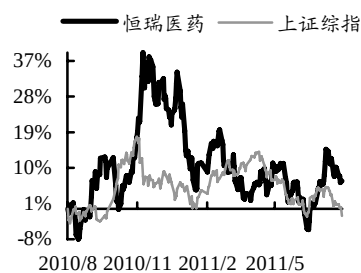
52 周内股价区间 (元)	27.40-64.28
总市值 (百万元)	35,467
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,124/1,120
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	96

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,805
每股净资产	3.39
市净率	9.3
净负债率	1%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.18	0.23
Q2	0.17	0.19
Q3	0.15	0.20
Q4	0.14	0.18
全年	0.64	0.80

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-2%	12%
相对指数	9%	7%	13%

相关报告

《艾瑞昔布获批生产，未来市场空间可期》	2011.06.15
《稳健发展，步入“创新”时代》	2011.04.25
《增速平稳》	2011.03.02
《营销和研发驱动增长》	2010.08.09
《后股权激励时代》	2010.04.21

模型更新时间: 2011.08.06

股票研究

必需消费

医药

恒瑞医药 (600276)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 39.20

上次预测: 39.20

当前价格: 31.55

公司网址

www.hrs.com.cn

公司简介

公司是国内最大的抗肿瘤药物生产基地, 国家定点麻醉药品生产厂家, 是国家科委认定为国家级重点高新技术企业, 拥有博士后科研工作站, 03 年公司被列入国家“863”计划产业化基地。公司目前主要产品有: 抗肿瘤药、心血管药、麻醉镇痛药等。多项产品通过了国家 GMP 和美国 FDA 认证。通过技术转让、联合创新、自主开发等多种形式, 公司先后拥有了国家四类以上新药证书 90 个, 其中国家一类新药证书 4 个, 二类新药 13 个, 4 个研究项目被列入国家“863 计划”。目前公司的专

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

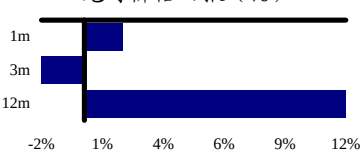
EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,029	3,744	4,629	5,787	7,229
营业成本	524	606	726	899	1,111
税金及附加	45	56	69	87	108
营业费用	1,346	1,605	1,990	2,489	3,109
管理费用	436	621	810	1,042	1,301
EBIT	763	834	1,033	1,272	1,600
公允价值变动收益	85	0	0	0	0
投资收益	-11	1	0	0	0
财务费用	-8	-11	-25	-33	-46
营业利润	772	845	1,058	1,305	1,646
所得税	87	105	127	157	198
少数股东损益	28	31	37	46	58
净利润	666	724	894	1,103	1,391
货币资金、交易性金融资产	707	995	1,279	1,751	2,396
其他流动资产	1,441	1,996	2,322	2,899	3,615
长期投资	1	37	1	1	1
固定资产合计	481	722	808	870	910
无形资产及其他资产	50	52	51	50	49
资产合计	2,999	3,896	4,736	5,844	7,243
流动负债	324	401	385	434	494
长期负债	10	20	20	20	20
股东权益	2,665	3,475	4,331	5,390	6,728
投入资本(IC)	1,727	2,406	2,831	3,418	4,111
NOPLAT	678	733	909	1,119	1,408
折旧与摊销	64	71	99	121	143
流动资金增量	264	501	318	528	656
资本支出	44	202	180	180	180
自由现金流	1,050	1,506	1,506	1,948	2,388
经营现金流	591	339	661	708	890
投资现金流	(86)	(56)	(327)	(180)	(180)
融资现金流	(33)	76	(50)	(56)	(64)
现金流净增加额	471	359	283	472	645
收入增长率	26.6%	23.6%	23.6%	25.0%	24.9%
EBIT 增长率	68.0%	9.3%	23.8%	23.1%	25.8%
净利润增长率	57.4%	8.8%	23.4%	23.4%	26.2%
利润率					
毛利率	82.7%	83.8%	84.3%	84.5%	84.6%
EBIT 率	25.2%	22.3%	22.3%	22.0%	22.1%
净利润率	22.0%	19.3%	19.3%	19.1%	19.2%
净资产收益率(ROE)	25.5%	21.4%	21.2%	21.1%	21.4%
总资产收益率(ROA)	22.2%	18.6%	18.9%	18.9%	19.2%
投入资本回报率(ROIC)	44.2%	34.7%	36.5%	37.2%	38.9%
存货周转天数	117	105	107	114	114
应收账款周转天数	93	99	99	97	97
总资产周转天数	312	331	336	329	326
净利润现金含量	0.85	0.45	0.71	0.62	0.61
资本支出/收入	1.46%	5.39%	3.89%	3.11%	2.49%
资产负债率	11.1%	10.8%	8.6%	7.8%	7.1%
净负债率	-26.7%	-28.8%	-29.9%	-33.2%	-36.6%
PE	55.5	51.0	41.4	33.5	26.6
PB	14.2	10.9	8.8	7.1	5.7
EV/EBITDA	43.5	39.8	31.8	25.9	20.7
P/S	6.74	6.58	7.99	6.39	5.11
股息率	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%

绝对价格回报 (%)



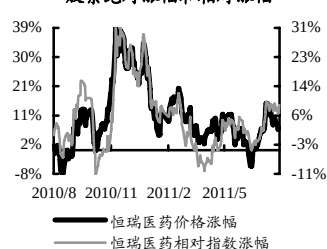
52 周价格范围

27.40-64.28

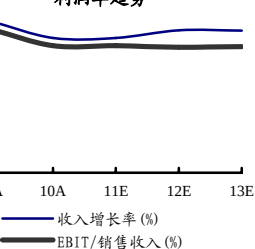
市值 (百万)

35,467

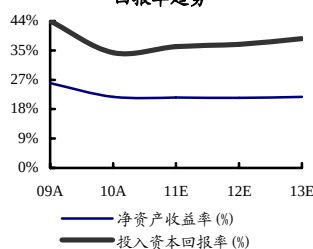
股票绝对涨幅和相对涨幅



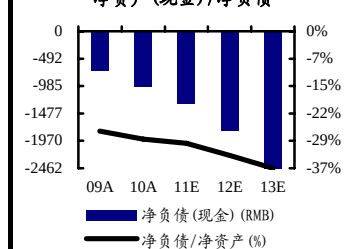
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 中报分析：基本符合预期

11 年中报：主营收入、净利润分别为 21.67、4.68 亿元，同比增长 15.9%、19.6%，符合我们中报前瞻 20% 的增速预期；扣非后净利润 4.63 亿元，同比增长 18.9%。

- 营业利润率小幅提升（11H 27.1%，10H 26.2%），主要是期间费用控制良好（11H 54.6%，10H 57.1%），其中销售费用率同比下降了 4 个百分点，管理费用率同比提高了 1.4 个百分点，研发投入持续加大；
- 二季度单季收入、净利润分别为 10.48、2.13 亿元，同比增长 13%、13.5%。
- EPS 0.42 元（一季度单季度 0.23，二季度单季 0.19 元）。ROE 13.0%，每股经营性现金流 0.25 元，基本与去年同期持平。

表 1: 利润表分析 (万元)

	10H	11H	增量	10-1Q	10-2Q	10-3Q	010-4Q	11-1Q	11-2Q
主营收入	1,869	2,167	297	942	927	945	930	1,119	1,048
同比 %	30.8%	15.9%		32.5%	29.2%	20.7%	13.8%	18.8%	13.0%
环比 %				15.3%	-1.6%	1.9%	-1.5%	20.3%	-6.4%
毛利率	84.8%	83.3%		84.9%	84.7%	83.8%	81.8%	82.7%	84.0%
主营毛利	1,586	1,805	219	800	785	792	761	925	880
同比 %	32.1%	13.8%		34.4%	29.8%	20.2%	17.7%	15.6%	12.0%
环比 %				23.8%	-1.9%	0.8%	-3.9%	21.6%	-5.0%
主营税金/收入	1.5%	1.6%		1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.7%
销售费用	823	868	45	390	433	379	402	446	422
销售费用/收入	44.0%	40.0%		41.4%	46.7%	40.1%	43.3%	39.8%	40.3%
管理费用	249	319	70	148	100	174	198	145	174
管理费用/收入	13.3%	14.7%		15.8%	10.8%	18.5%	21.3%	12.9%	16.6%
财务费用/收入	-0.2%	-0.2%		-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-0.3%	0.0%
期间费用率	57.1%	54.6%		56.8%	57.4%	58.4%	64.0%	52.5%	56.9%
营业利润	490	587	98	241	230	221	152	321	264
营业利润率	26.2%	27.1%		25.6%	24.8%	23.4%	16.4%	28.7%	25.2%
同比 %	33.0%	20.0%		17.3%	40.5%	59%	-19.2%	33.0%	14.8%
环比 %				27.9%	-4.8%	-4%	-30.9%	110.6%	-17.9%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	1	0	0	1	0
营业外收支净额	2	6	4	1	1	1	13	0	6
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	0.6%	1.2%		0.3%	0.8%	0.4%	7.6%	0.5%	2.1%
利润总额	474	592	118	242	232	221	165	323	269
税前利润率	25.3%	27.3%		25.7%	25.0%	23.4%	17.7%	28.8%	25.7%
同比 %	7.5%	24.9%		-1.9%	19.4%	80.8%	-24.1%	33.2%	16.3%
环比 %				11.5%	-4.4%	-4.4%	-25.5%	95.6%	-16.5%
实际税率	14.6%	16.4%		13.7%	15.6%	19.4%	-4.5%	17.5%	15.1%
少数股东损益/利润总额	2.8%	4.6%		2.4%	3.3%	2.9%	7.0%	3.6%	5.7%

净利润	391	468	76	203	188	172	161	254	213
同比 %	4.8%	19.6%	297	-4.4%	17.0%	72.8%	-16.6%	25.1%	13.5%
环比 %				5.4%	-7.6%	-8.4%	-6.5%	58.1%	-16.2%
EPS (摊薄后)	0.35	0.42		0.18	0.17	0.15	0.14	0.23	0.19

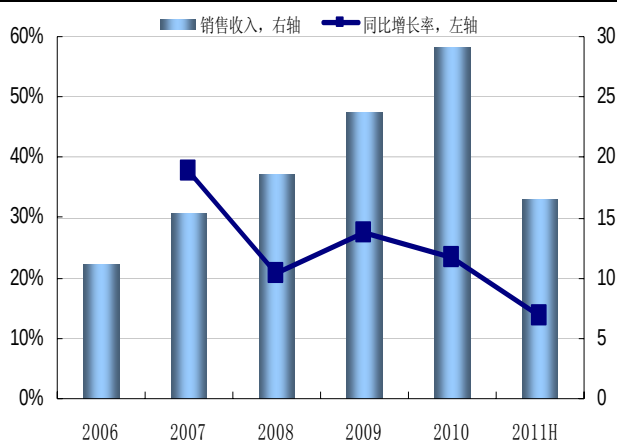
数据来源: Wind 国泰君安证券 按现有股本计算

1.1. 公司经营情况分析

公司分业务情况, 小品种成增长引擎:

- 针剂药实现收入 16.5 亿, 同比增长 13.8%。肿瘤药中多西他赛和奥沙利铂体量较大, 增速开始回落, 而伊立替康新进医保乙类后增速较快; 手术麻醉用药延续高增长, 整体增速在 30% 以上。
- 片剂药实现收入 4.54 亿, 同比增长 25.2%。肿瘤药中的小品种来曲唑、心血管用药厄贝沙坦增长较快, 抗生素类不是公司发展重点。
- 片剂药、针剂药毛利水平较高, 稳定在 80% 左右; 原料药毛利波动较大, 目前原料药业务基数较小, 仍处于市场开拓期。公司在 2010 年递交了 4 个 DMF 文号
- 预计肿瘤药增速将继续保持 10%~15% 的稳定增长, 手术麻醉用药市场景气度高, 能享受 40%~50% 的增速。其他方面, 电解质平衡液、造影剂等有望成新亮点。

图 1: 针剂药业务收入变化 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 2: 片剂药业务收入变化 (亿元)

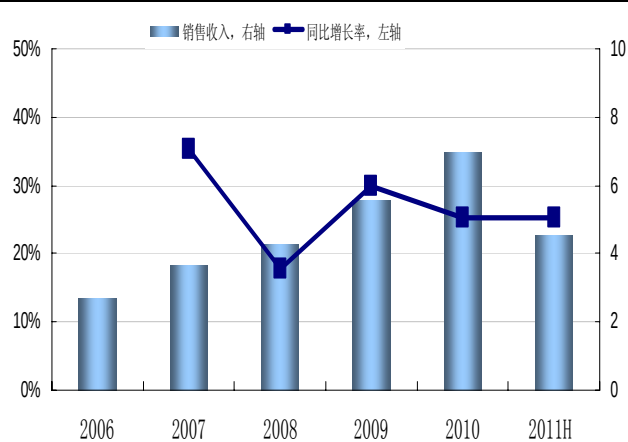


图 3: 原料药业务构成变化 (百万元)

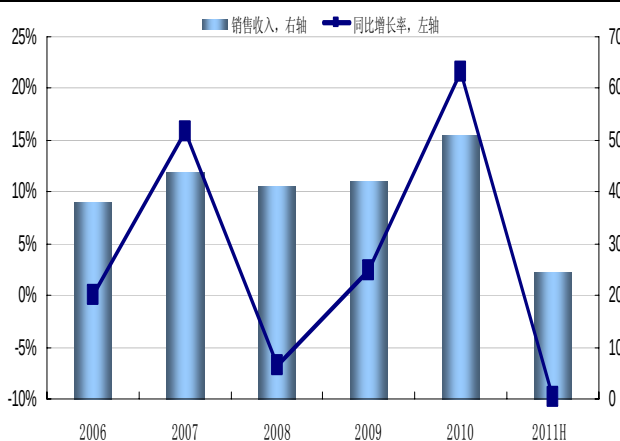
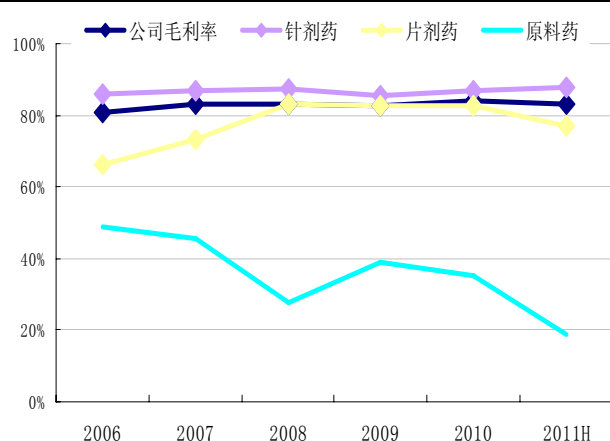


图 4: 公司毛利水平变化



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

1.2. 未来看点: 迈入创新时代, 积极参与国际化

后续产品梯队丰富:

- **艾瑞昔布获批上市:** 国家一类新药艾瑞昔布已拿到药监局批文, 有望在 11 年下半年上市贡献业绩;
- 11 年上半年公司申报临床研究 7 项, 获临床批件 3 项。
- **创新药研发进展顺利:** 一类新药肿瘤药阿帕替尼有望走快速通道以二期临床数据申报胃癌适应症有条件上市; 肿瘤药苹果酸法米替尼等其他一类新药临床进展顺利。
- 生产方面: 造影剂车间已顺利通过国家新版 GMP 现场认证, 是国内第一批通过新版 GMP 现场检查的厂家。

出口认证稳步进行:

- 注射剂生产线仍在等待美国 FDA 批准, 上半年向美国 FDA 申报 ANDA 2 项, 预计每年将申报 4-5 个 ANDA, 为创新药在国际市场销售铺路。
- 上半年公司申报 DMF 1 项, 目前公司瑞具有 10 个 DMF 文号: 依托泊甙、异磷酰胺、塞替派、伊立替康、奥沙利铂、加巴喷丁、坦索罗辛、来曲唑、多西他赛、七氟烷, 其中七氟烷是 2011 年刚刚获得 DMF 文号的。公司预计在 2011 年完成 4 个 DMF 文号申报工作。

表 2: 公司产品梯队情况

一类新药	适应症	阶段 (临床-审评-审批-待制-待发)
艾瑞昔布	治疗骨关节炎	已获得批文
盐酸卡曲沙星	属新一代喹诺酮抗生素	已完成临床实验, 在审评
瑞格列汀 (二肽基肽酶 DPP-IV)	治疗 II 型糖尿病	美国 FDA I 期临床
甲磺酸阿帕替尼	小分子抗肿瘤药 (胃癌)	处于临床阶段 (2 期)
苹果酸法米替尼	分子靶向抗肿瘤药 (胰腺癌、肾癌)	处于临床阶段 (2 期)
非洛他赛	抗肿瘤药	处于临床阶段 (1 期)
长效胸腺肽	免疫调节剂	处于临床阶段 (1 期)
PEG-168	II 型糖尿病	处于临床阶段 (1 期)
SP2086	DPP-IV 抑制剂/II 型糖尿病	申请临床
SHR1020	酪氨酸激酶抑制剂/抗肿瘤	申请临床
SHR110008	微管蛋白解聚抑制剂/抗肿瘤	申请临床
SHR1086	VEGFR 抑制剂/抗肿瘤	临床前研究
SHR3086	胃癌	临床前研究

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.3. 财务指标稳定

财务指标: 资产负债率为 11.2%。应收账款周转天数小幅上升 (11H 97.7 天, 09H 91.4 天), 存货周转天数小幅下降 (11H 101 天, 10H 112 天)。

表 3: 财务指标

	11H	10H
资产负债率(%)	11.2	12.9
流动比率(倍)	7.3	5.7
速动比率(倍)	6.8	5.3
存货周转天数(天)	101	112
应收账款周转天数(天)	97.7	91.4
总资产周转率(次)	0.52	0.58
净资产收益率(平均)(%)	13.0	14.1
销售毛利率(%)	83.31	84.84
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.25	0.26
每股收益-稀释(元)	0.42	0.35

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

2. 投资建议

我们看好公司在降价周期中的盈利能力。公司目前站在产业升级的最前端, 即将迈入收获专利新药时代, 从“抢仿”到“创新”, 价值提升空间巨大。我们预计 11 年公司股权激励费用将比 10 年少, 在合理控制研发投入、营销费用的情况下, 公司的 11 年增速可以更为乐观。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.80、0.98、1.24 元, 同比增长 24%、23%、26%, 目标价 39.2 元, 给予增持评级。

作者简介:**易镜明:**

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

医学博士, 2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理, 复旦大学硕士, 2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究, 负责化学药、商业、器械等子行业, CPA。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		