

化学制剂

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 45.00元

当前股价: 31.55元

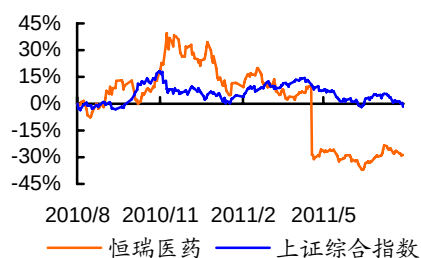
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.42
总股本(百万)	1124
流通股本(百万)	1120
流通市值(亿)	353
EPS (TTM)	0.69
每股净资产(元)	3.09
资产负债率	10.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒瑞医药	1.77	-1.96	0.00
上证综合指数	-6.74	-8.56	0.00



相关报告

《恒瑞医药-艾瑞昔布获批, 创新药物研究进入收获期》2011-5-31

《恒瑞医药-创新药物研究即将进入收获期》2011-3-1

《恒瑞医药-国内专利药物即将上市, 估值有望率先提升》2010-10-31

恒瑞医药

600276

强烈推荐

专利药时代的标杆企业

恒瑞公布 2011 年半年报, 收入增长 15.94%, 利润增长 19.55%, 实现 EPS 0.42 元。

投资要点:

- **营业费用率下降对当期利润影响较大。**11 年上半年公司实现营业收入 21.67 亿元, 同比增长了 15.94%; 净利润为 4.67 亿, 同比增加了 19.55%, 合 EPS 0.42 元。具体数据来看, 同期公司营业成本增长 27.5%, 管理费用增长 28.1%, 但营业费用仅增长了 5.44%。营业费用率下降了 4% 致使三费率下降了 2.5%。
- **2 季度实现利润相对平稳。**从季度数据来看, 恒瑞医药 11 年 2 季度单季实现的收入同比增长 13%, 环比略有下降, 单季实现 EPS 0.19 元, 略低于 1 季度。
- **丰富产品梯队推动公司继续快速成长。**虽然公司肿瘤药主导产品多西他赛和奥沙利铂增速放缓, 但公司手术麻醉用药、造影剂、电解质等如顺阿曲库铵、碘氟醇、右美托咪定、七氟烷等增长迅猛, 片剂中厄贝沙坦增长也十分迅速, 拉动公司制剂业务整体增长。
- **新药研发即将进入收获期。**2011 年上半年 1.1 类新药艾瑞昔布获批, 标志着公司正是开启专利药时代。肿瘤领域 1.1 类新药阿帕替尼肺癌、胃癌三期临床病人开始入组, 据我们终端医院调研 II 期临床实验效果较好, III 期临床实验病人入组速度较快。
- **海外制剂出口准备工作持续进行。**今年上半年公司又向美国 FDA 申报 ANDA 2 项, 申报 DMF 1 项。
- **维持强烈推荐评级。**恒瑞医药创新药物将陆续上市, 公司处于产业发展的转折点, 短期的高估值隐含着对未来创新药物的预期, 维持强烈推荐评级。以当前股本计, 在不考虑股权激励费用的情况下, 我们预测 11-13 年 EPS 0.81、1.02、1.28 元。
- **风险提示:** 新药上市存在不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3744	4508	5509	6742
同比(%)	24%	20%	22%	22%
归属母公司净利润(百万元)	755	910	1142	1444
同比(%)	9%	26%	25%	26%
毛利率(%)	83.8%	83.5%	83.8%	84.1%
ROE(%)	21.4%	21.6%	21.7%	21.9%
每股收益(元)	0.64	0.81	1.02	1.28
P/E	49.0	39.0	31.1	24.6
P/B	10.5	8.4	6.7	5.4
EV/EBITDA	38.1	30.1	23.8	18.9

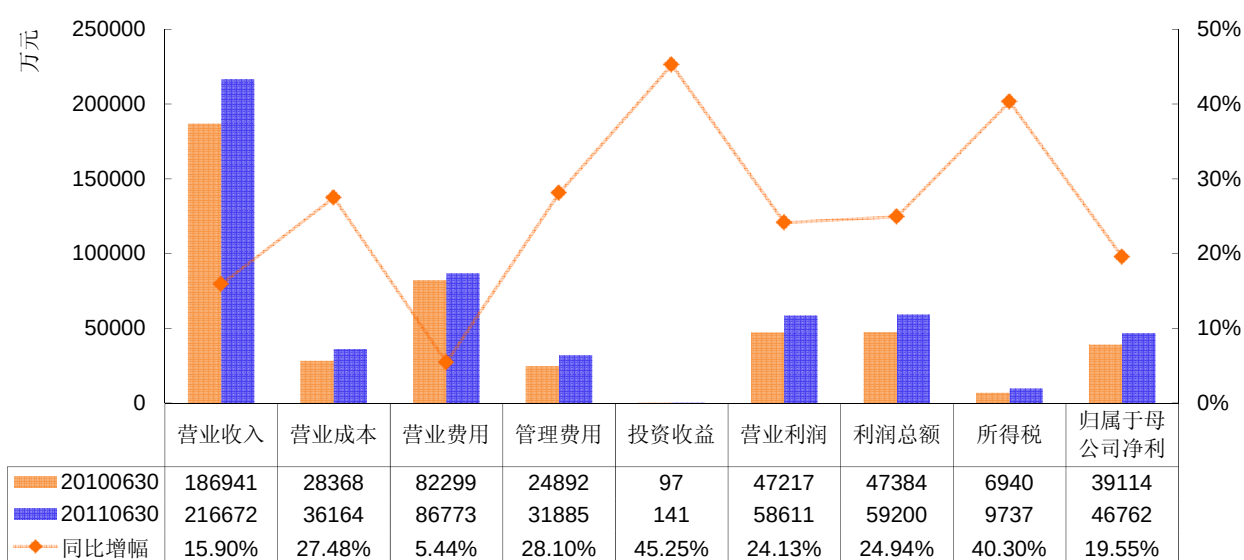
资料来源: 中投证券研究所

一、营业收入仍保持快速增长

恒瑞医药公布11年半年报，公司实现营业收入21.67 亿元，同比增长了15.94%；净利润为4.67亿，同比增加了19.55%，合EPS0.42元。

具体数据来看，同期公司营业成本增长 27.5%，管理费用增长 28.1%，但营业费用仅增长了 5.44%。三项费用率中管理费用率上升 1.4%，营业费用率下降 4%。

图 1 恒瑞医药主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

从季度数据来看，恒瑞医药 11 年 2 季度单季实现的收入同比增长 13%，环比略有下降，单季实现 EPS0.19 元，略低于 1 季度。

表 1：恒瑞医药的季度盈利性数据

财务指标	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	94248	92693	94462	93008	111921	104752	13%	-6%
营业成本	14203	14164	15276	16906	19376	16788	19%	-13%
营业费用	39024	43275	37922	40247	44586	42187	-3%	-5%
管理费用	14847	10044	17438	19809	14489	17396	73%	20%
财务费用	-344	-77	-149	-525	-325	-26	-66%	-92%
营业利润	24163	23054	22058	15246	32234	26377	14%	-18%
利润总额	24223	23162	22139	16497	32269	26931	16%	-17%
所得税	3317	3623	4287	-750	5658	4078	13%	-28%
归属于母公司净利	20332	18782	17212	16091	25436	21326	14%	-16%
EPS	0.18	0.17	0.15	0.14	0.23	0.19	0.02	-0.04
毛利率(%)	84.9	84.7	83.8	81.8	82.7	84.0	-0.75	0.02
营业费用率(%)	41.4	46.7	40.1	43.3	39.8	40.3	-6.42	0.01
管理费用率(%)	15.8	10.8	18.5	21.3	13.0	16.6	5.77	0.28
财务费用率(%)	-0.4	-0.1	-0.2	-0.6	-0.3	0.0	0.06	-0.93
销售净利润率(%)	21.6	20.3	18.2	17.3	22.7	20.4	0.10	-0.10

资料来源：恒瑞医药历年报表、中投证券研究所，单位为万元，EPS 和比率同比环比值为直接相减 * EPS 按最新股本摊薄

二、丰富产品梯队推动快速增长

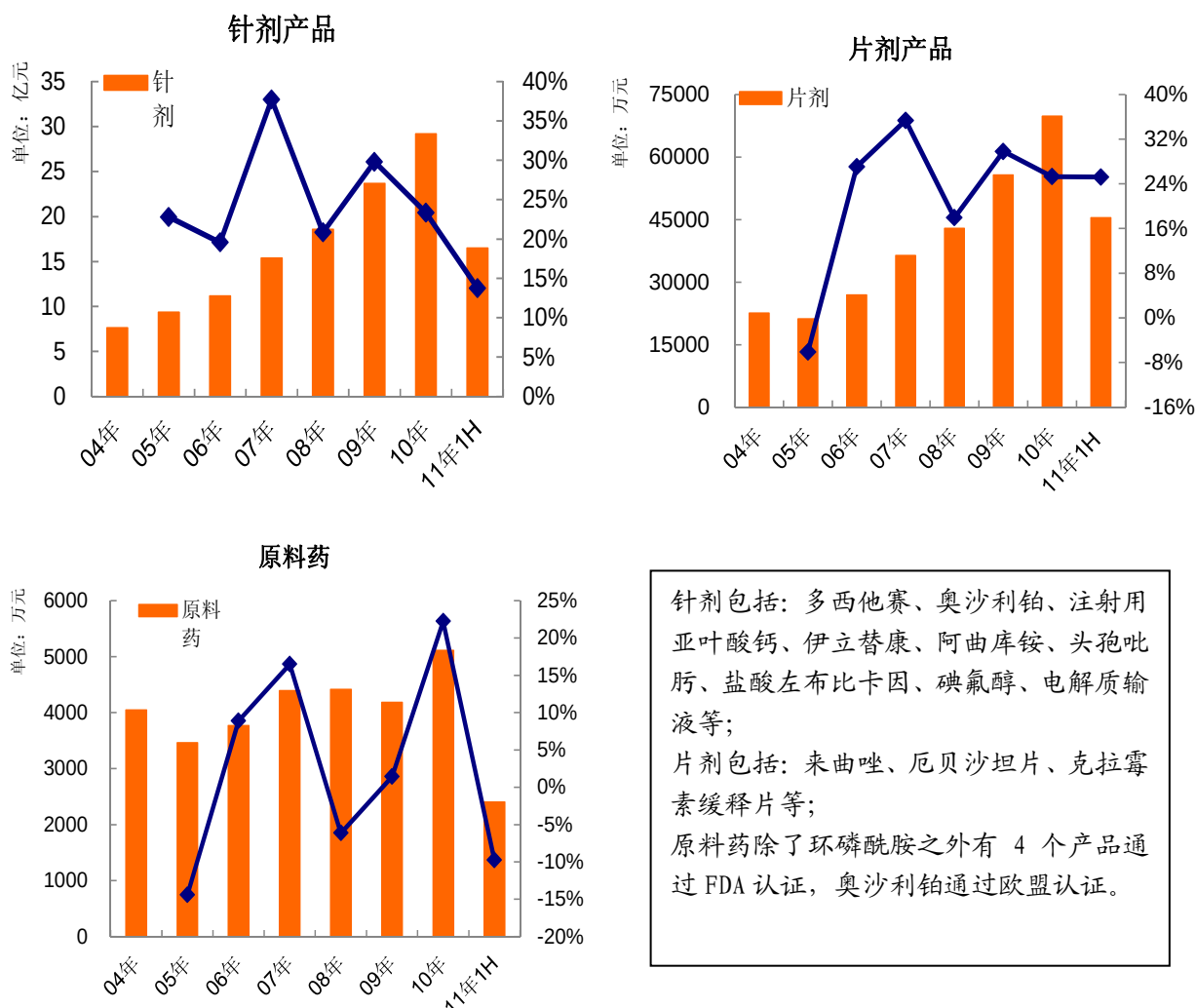
针剂是恒瑞最大的一类产品，公司包括多西他赛、奥沙利铂、伊立替康在内的等多数肿瘤药和顺阿曲库铵等手术用药都属于针剂产品，2011 年上半年该类产品销售额达到 16.47 亿，增长速度 14%。

多西他赛和奥沙利铂因为基数已经很大，增速较慢，而伊立替康、右美托咪定、顺阿曲库铵、碘氟醇等则保持快速增长，手术麻醉、造影剂电解质和整体增长幅度超过 50%，拉动了针剂产品的增长。

片剂类产品包括来曲唑、厄贝沙坦、吡格列酮、克拉霉素等产品，销售额达到 4.54 亿，同比增长 25.21%。其中来曲唑、厄贝坦增长迅速。

原料药目前还处于市场开拓期，销售额较低。

图 2：恒瑞医药历年主要业务的增长情况



三、前景预期和盈利预测

5 月份恒瑞的 1.1 类新药艾瑞昔布获批上市，标志着公司向专利药企业迈出重要一步。同时申报临床研究 7 项，获临床批件 3 项，其中国家 1.1 类新药“艾瑞昔布”已获批上市。颇受关注的肿瘤领域 1.1 类新药阿帕替尼肺癌、胃癌三期临床病人开始入组，据我们终端调研 II 期临床实验效果较好，III 期临床实验病人入组速度较快。关于肿瘤药的研究，请关注我们即将发布的抗肿瘤药草根调研报告。

在海外认证方面，去年伊立替康注射液接受了美国 FDA 官员的现场检查，公司向美国 FDA 提交了 2 个制剂的 ANDA，4 个原料药的 DMF。今年上半年公司又向美国 FDA 申报 ANDA2 项，申报 DMF1 项。瑞格列汀在美国一期临

床试验进展要待公司国内临床实验结果再评估启动时间。

我们认为恒瑞医药创新药物将陆续上市，公司处于产业发展的转折点，短期的高估值隐含着对未来创新药物的预期，维持强烈推荐的评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2991	4060	5012	6284	营业收入	3744	4508	5509	6742
现金	995	1570	2072	2699	营业成本	606	744	895	1069
应收账款	1162	1400	1710	2093	营业税金及附加	56	68	83	101
其它应收款	93	112	137	167	营业费用	1605	1932	2347	2872
预付账款	94	115	139	166	管理费用	621	724	876	1052
存货	176	216	260	311	财务费用	-11	2	9	4
其他	471	647	693	848	资产减值损失	23	0	0	0
非流动资产	904	1032	1177	1287	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	37	37	37	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	722	923	1078	1192	营业利润	845	1039	1300	1644
无形资产	52	52	52	52	营业外收入	17	1	0	0
其他	93	19	10	5	营业外支出	2	3	0	0
资产总计	3896	5092	6189	7571	利润总额	860	1037	1300	1644
流动负债	401	746	795	851	所得税	105	126	158	200
短期借款	0	300	300	300	净利润	755	910	1142	1444
应付账款	197	241	290	347	少数股东损益	31	0	0	0
其他	204	204	204	204	归属母公司净利润	724	910	1142	1444
非流动负债	20	35	35	35	EBITDA	906	1147	1451	1825
长期借款	20	20	20	20	EPS（元）	0.64	0.81	1.02	1.28
其他	0	15	15	15					
负债合计	421	781	830	886	主要财务比率				
少数股东权益	87	87	87	87	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	749	1124	1124	1124	成长能力				
资本公积	429	279	279	279	营业收入	23.6%	20.4%	22.2%	22.4%
留存收益	2210	2821	3868	5194	营业利润	9.5%	22.9%	25.1%	26.4%
归属母公司股东权益	3387	4224	5271	6597	归属于母公司净利润	8.8%	25.7%	25.4%	26.4%
负债和股东权益	3896	5092	6189	7571	获利能力				
					毛利率	83.8%	83.5%	83.8%	84.1%
					净利率	19.3%	20.2%	20.7%	21.4%
					ROE	21.4%	21.6%	21.7%	21.9%
					ROIC	34.7%	35.2%	36.5%	38.5%
					偿债能力				
					资产负债率	10.8%	15.3%	13.4%	11.7%
					净负债比率				
					流动比率	7.46	5.44	6.31	7.38
					速动比率	7.02	5.15	5.98	7.01
					营运能力				
					总资产周转率	1.09	1.00	0.98	0.98
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.61	3.40	3.36	3.35
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.81	1.02	1.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.63	0.72	0.92
					每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.76	4.69	5.87
					估值比率				
					P/E	48.98	38.96	31.06	24.57
					P/B	10.47	8.40	6.73	5.38
					EV/EBITDA	38	30	24	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434