

证券研究报告

化学制剂



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 季文华
021-388565748
jiwh@xyzq.com.cn

恒瑞医药 (600276)

创新与仿制并重, 转型与成长齐飞

2011 年 12 月 12 日

投资要点

最近我们调研了恒瑞医药, 并与管理层作了充分的沟通交流。我们认为: 1) 公司成长性依然良好。随着手术用药、造影剂、心血管等领域的快速增长, 肿瘤药物在营业收入的占比逐年降低, 减小了对肿瘤药物的依赖, 公司成长趋势依旧不减。2) 创新药陆续开始收获。抗炎镇痛药艾瑞昔布目前正在临床推广, 市场空间非常广阔; 抗肿瘤靶向药物阿帕替尼临床进展顺利, 肺癌三期临床年底有望结束, 明年下半年有望上市, 其它适应症也开始临床三期; 3) 国际化进程顺利推进。抗糖尿病一类新药瑞格列汀在美国已经完成一期临床; 奥沙利铂、伊利替康等多个产品已经展开规范市场认证, 明年有望顺利通过, 未来公司主流产品都将进行规范市场认证, 循序渐进地融入规范市场。

我们在 9 月 15 日的深度报告《师“伊”长技, 以自强——日本制药企业发展模式对 A 股医药板块的启示》中指出: 恒瑞医药目前的发展路径与日本企业的成长路径有着异曲同工之妙, 她正处在日本制药企业 80 年代的价值链上, 她正重演着日本企业当年崛起的历史, 未来随着企业国际化进程的深入, Me-too 类药物成功上市, 有望再次实现高速增长, 成为中国的“武田”或“山之内”, 长期给与推荐的评级。

- **成长性依然良好。**今年前三季度, 公司销售收入 33.22 亿元, 同比增长 18%。结合样本医院数据我们预测: 今年公司营业收入约为 44 亿元, 同比增长 17.5%。其中: 肿瘤药 23 亿, 同比增长 11%, 肿瘤药占营业收入的比重约为 53%; 手术用药接近 10 个亿, 同比增长近 50%; 造影剂受制于产能瓶颈, 收入约为 2 个亿; 心血管用药 3 个多亿, 增长较快; 电解质输液是公司独家产品, 主要用于手术后给药, 目前已经进入医保, 收入 2 个多亿; 抗生素 3-4 亿元。虽然公司收入基数较大, 但新业务领域如手术用药、心血管用药等领域的快速增长, 肿瘤药物在营业收入的占比逐年降低, 从而减小了对肿瘤药物的依赖, 公司成长趋势依旧不减。
- **明年业绩有望更乐观。**展望明年, 公司经营情况可能更为乐观。1) **肿瘤药业务新产品放量。**新产品替加氟和培门冬酶临床推广顺利, 明年有望放量, 都将成为过亿的大品种, 老产品艾素、艾恒等平稳增长; 2) **手术用药延续高增长。**随着主导产品七氟烷、顺阿曲库铵、右美托咪定等临床推广的深入和下沉, 手术用药有望继续保持 50% 左右的增长。3) **造影剂解决产能瓶颈。**造影剂受益于类似心脏支架手术等介入式治疗的普及, 行业快速增长。目前公司产能瓶颈已基本解决, 明年有望翻倍增长, 收入达到 4 个多亿;

4) **电解质输液放量**。电解质输液主要用于术后给药，给手术病人补充钾、钠等营养物质，维持体内电解质平衡，这与公司的手术用药形成很好的互补，有利于临床推广。目前电解质输液是公司独家产品，已进入医保目录，明年有望翻倍增长，销售收入超过 4 个亿。随着公司多个用药领域的开花结果，明年的业绩或将更为乐观，未来高增长有望延续。

- **阿帕替尼明年有望上市**。阿帕替尼是第一个应用于胃癌的靶向药物，目前肺癌三期临床进展顺利，年底有望结束。如果能通过三期临床，明年一季度可以申报生产，下半年有望上市；此外，阿帕替尼肝癌和三阴性乳腺癌的适应症也已经进入三期临床，胃癌适应症进入了二期临床，公司已经申请了审批的绿色通道。此外，法米替尼是第一个应用于肾癌的靶向药物，目前正在一期临床，新的适应症如前列腺癌和膀胱癌正在申请之中。

我们认为，替尼类分子靶向药物（酪氨酸激酶抑制剂）疗效确切，副作用小，是目前治疗肿瘤药的方向。诺华公司的格列卫（伊马替尼），用于治疗白血病，2010 年销售收入达到 43 亿美元，是药品市场的超级重磅炸弹。我们看好阿帕替尼和法米替尼在国内巨大的市场潜力，如果未来成功上市，单品有望成为过 10 亿的重磅产品。

- **国际化进程稳步推进**。1) 抗糖尿病新药瑞格列汀美国一期临床已经完成，国内今年上半年已经进入二期阶段，如果临床效果显著，瑞格列汀将美国开展二期临床研究；2) 伊立替康注射剂质量层面已经通过 FDA 认证，明年 1 季度有望拿到 ANDA 文号；3) 奥沙利铂等多个产品已经申报了欧盟 CEP 认证。公司规划除了抗肿瘤用药，未来造影剂、手术用药等都将进行规范市场认证。我们认为，制剂出口规范市场是国家重点鼓励的方向，恒瑞医药作为标杆企业正在努力尝试，如果进展顺利，不仅可以将产品成功销往海外，丰富公司的利润来源，也可以提高公司产品的知名度，为未来产品定价和地方招标赢得积极的政策支持。
- **积极进入生物药领域**。毫无疑问，恒瑞是化学药领域首屈一指的标杆企业，然而在生物药方面优势并不明显。因此，从去年开始，公司加大了生物药领域的投入，积极进入这个朝阳行业。目前，公司生物领域团队约 160 名员工，累计投入超过 1 个亿，研发方向有目前比较热门的单抗、蛋白类药物，发酵产品等。其中，产品粒细胞集落刺激因子已经进入二期临床。
- **仿制与创新并重的战略**。公司前几年在战略上主要是以创新药为主，这几年也取得了一些突破，如艾瑞昔布已经上市，但近期公司也在反思之前的研发战略，认为仿制不能丢，未来的发展战略将是研发和仿制并重。公司的仿制并不是定位低水平的重复，而是充分利用研发实力，走差异化的道路，在仿制国外的基础上也有所创造，做高端的仿制。因此，未来公司在仿制药这块提出要做品牌仿制和高端仿制。所谓高端仿制，除了化合物的仿制，有新型制剂，即在剂型上做一些改造，使得用药更方便，生物利用度也有所提高，或者在生产工艺做一些创新，甚至申报工艺专利等。这样也可以提升公司产品的技术含量，增强竞争力。公司希望未来能够在仿制药领域有一个良性的发展，创新药则每 1-2 年推出一个新的品种。
- **超群的研发，出色的营销——成功的保障**。我们认为：超群的研发，使恒瑞走上了差异化道路；出色的营销，使恒瑞走成了差异化的道路，二者都是恒瑞制胜的法宝。公司每年研发投入约占销售收入的 8%，2010 年高达 2.8 亿元。目前公司拥有研发人员超过 1000 人，主要分布在上海、连云港、成都以及医院临床工作，美国恒瑞还有数十人。公司主要有两个销售团队：一个是主要以肿瘤药销售为主，有近 3000 人，另一个是 2005 年组建的手术用药销售团队，大概 500 多人。
- **盈利预测**。维持此前的盈利预测，2011-2013 年的 EPS 分别为：0.82、1.02 和 1.24 元。我们认为，在肿瘤药领域，2009 年起，公司市场份额已经做到了国内第一；在手术用药领域，公司经过短短几年的努力，

市场份额年名列第二，仅次于外企阿斯利康，明年有望位居榜首。而现在造影剂领域的进口替代正在悄然进行。此外，公司创新药也陆续进入收获期，艾瑞昔布、阿帕替尼等都有望成为推动业绩增长的源泉。恒瑞医药——这样化学药的标杆，成长企业的典范，可以给与更高的溢价。

- **投资建议：**我们认为，从发展模式来看，恒瑞医药目前的发展路径与日本企业当年的成长路径有着异曲同工之妙，她正处在日本制药企业 80 年代的价值链上，正在重演着日本企业当年崛起的历史，未来随着企业国际化进程的深入，Me-too 类药物成功上市，很可能再次实现高速增长，成为中国的“武田”或“山之内”，长期给与推荐的评级。
- **风险因素。**新药研发有一定的不确定性；创新药的销售低于市场预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2991	3697	4761	6175
货币资金	995	1344	1998	2973
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1162	1366	1604	1859
其他应收款	93	109	128	149
存货	176	212	248	288
非流动资产	904	1146	1301	1382
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	37	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	722	896	1039	1130
在建工程	39	119	135	117
油气资产	0	0	0	0
无形资产	52	53	55	56
资产总计	3896	4843	6062	7558
流动负债	401	466	491	537
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	197	236	277	321
其他	204	230	215	216
非流动负债	20	20	20	20
长期借款	20	20	20	20
其他	0	0	0	0
负债合计	421	486	511	557
股本	749	1124	1124	1124
资本公积	429	279	279	279
未分配利润	1822	2347	3376	4628
少数股东权益	87	128	178	238
股东权益合计	3475	4357	5550	7001
负债及权益合计	3896	4843	6062	7558

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	724	916	1143	1390
折旧和摊销	71	96	113	127
资产减值准备	23	11	17	18
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-11	-10	-12	-11
投资损失	-1	-5	0	0
少数股东损益	31	41	50	60
营运资金的变动	498	305	401	412
经营活动产生现金流量	339	729	919	1171
投资活动产生现金流量	-56	-316	-277	-207
融资活动产生现金流量	76	-64	12	11
现金净变动	359	349	654	975
现金的期初余额	707	995	1344	1998
现金的期末余额	1067	1344	1998	2973

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3744	4399	5166	5989
营业成本	606	726	852	988
营业税金及附加	56	66	77	90
销售费用	1605	1782	2066	2366
管理费用	621	704	801	898
财务费用	-11	-10	-12	-11
资产减值损失	23	20	20	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	5	0	0
营业利润	845	1117	1361	1638
营业外收入	17	10	10	10
营业外支出	2	1	0	0
利润总额	860	1126	1371	1648
所得税	105	169	178	198
净利润	755	957	1193	1450
少数股东损益	31	41	50	60
归属母公司净利润	724	916	1143	1390
EPS (元)	0.64	0.82	1.02	1.24

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.6%	17.5%	17.4%	15.9%
营业利润增长率	9.5%	32.2%	21.8%	20.3%
净利润增长率	8.8%	26.5%	24.7%	21.6%
盈利能力(%)				
毛利率	83.8%	83.5%	83.5%	83.5%
净利率	19.3%	20.8%	22.1%	23.2%
ROE	21.4%	21.7%	21.3%	20.6%

偿债能力(%)

资产负债率	10.8%	10.0%	8.4%	7.4%
流动比率	7.46	7.94	9.69	11.50
速动比率	7.02	7.48	9.18	10.96

营运能力(次)

资产周转率	1.09	1.01	0.95	0.88
应收帐款周转率	3.51	3.30	3.29	3.27

每股资料(元)

每股收益	0.64	0.82	1.02	1.24
每股经营现金	0.34	0.65	0.82	1.04
每股净资产	3.01	3.76	4.78	6.02

估值比率(倍)

PE	45.64	36.06	28.91	23.77
PB	9.76	7.82	6.15	4.89

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。