

化学制剂

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 40.00元

当前股价: 29.49元

评级调整: 维持

基本资料

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2218.24 |
| 总股本(百万)  | 1124    |
| 流通股本(百万) | 1117    |
| 流通市值(亿)  | 329     |
| EPS      | 0.97    |
| 每股净资产(元) | 4.52    |
| 资产负债率    | 10.80%  |

股价表现

| (%)     | 1M     | 3M     | 6M     |
|---------|--------|--------|--------|
| 恒瑞医药    | -5.66  | -2.25  | -2.29  |
| 医药生物    | -13.27 | -11.57 | -13.02 |
| 沪深300指数 | -12.92 | -12.42 | -19.34 |



相关报告

恒瑞医药-短期业绩增长平稳, 静待新药研发进入收获期 2011-10-28

恒瑞医药-专利药时代的标杆企业

2011-08-08

恒瑞医药-艾瑞昔布获批, 创新药物研究进入收获期 2011-05-31

恒瑞医药

600276

强烈推荐

伊立替康注射液通过 FDA 认证, 叩开国际化大门

恒瑞医药公告, 伊立替康注射液通过美国FDA认证, 获准在美国上市销售。公司成为国内第一家注射液通过美国FDA认证的制药企业。

投资要点:

- **伊立替康注射液标志着公司制剂国际化之门正式开启。**历时多年努力, 此次获批对于公司具有里程碑式意义。目前精神科用药加巴喷丁胶囊、利培酮片正在申报, 后续肿瘤药多西他赛、奥沙利铂等也将向 FDA 和欧盟提交制剂申请。我们在 2010 年 8 月的行业深度报告《跨越原料、制剂出口破冰在即》中详细分析, 长期来看制剂出口可增大公司海外销售, 短期来看有利于国内招标价格保护、申请单独定价。
- **国内企业中第一个注射液通过 FDA 认证, 充分体现了公司的研发、生产能力。**中国企业的制剂出口之路已经持续数十年, 目前持有 ANDA 的企业有华海(8个)、双鹤药业(2个)、北药赛科(2个)、南通联泰(1个)等, 均为口服固体制剂, 而恒瑞的伊立替康为第一个注射剂, 其中申报难度更大、利润也更高。
- **丰富产品梯队推动公司继续成长。**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。
- **新药研发即将进入收获期。**2011 年 5 月 1.1 类新药艾瑞昔布获批, 标志着公司正式开启专利药时代。肿瘤领域 1.1 类新药阿帕替尼肺癌、法米替尼临床进展顺利。我们认为, 阿帕替尼、法米替尼成熟后应是 10 亿元品种。
- **维持强烈推荐评级。**虽然公司短期业绩增长并不很快, 但制剂出口大门已开启、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、制剂出口的预期, 维持强烈推荐的评级。我们预测 11-13 年 EPS0.79、0.97、1.24 元。
- **风险提示:** 新药研发的不确定性、制剂出口的实际业绩贡献慢。

主要财务指标

| 单位: 百万元   | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 3744  | 4508  | 5509  | 6742  |
| 收入同比(%)   | 24%   | 20%   | 22%   | 22%   |
| 归属母公司净利润  | 755   | 888   | 1089  | 1396  |
| 净利润同比(%)  | 9%    | 23%   | 23%   | 28%   |
| 毛利率(%)    | 83.8% | 83.0% | 82.7% | 83.4% |
| ROE(%)    | 21.4% | 21.1% | 20.9% | 21.5% |
| 每股收益(元)   | 0.64  | 0.79  | 0.97  | 1.24  |
| P/E       | 46.9  | 38.2  | 31.2  | 24.3  |
| P/B       | 10.0  | 8.1   | 6.5   | 5.2   |
| EV/EBITDA | 36.5  | 29.4  | 23.7  | 18.6  |

资料来源: 中投证券研究所

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2991 | 4046  | 4958  | 6186  |
| 现金             | 995  | 1545  | 1992  | 2577  |
| 应收账款           | 1162 | 1400  | 1710  | 2093  |
| 其他应收款          | 93   | 112   | 137   | 167   |
| 预付账款           | 94   | 119   | 148   | 174   |
| 存货             | 176  | 224   | 278   | 327   |
| 其他流动资产         | 471  | 647   | 693   | 848   |
| <b>非流动资产</b>   | 904  | 1032  | 1177  | 1287  |
| 长期投资           | 37   | 37    | 37    | 37    |
| 固定资产           | 722  | 923   | 1078  | 1192  |
| 无形资产           | 52   | 52    | 52    | 52    |
| 其他非流动资产        | 93   | 19    | 10    | 5     |
| <b>资产总计</b>    | 3896 | 5078  | 6135  | 7473  |
| <b>流动负债</b>    | 401  | 754   | 814   | 869   |
| 短期借款           | 0    | 300   | 300   | 300   |
| 应付账款           | 197  | 249   | 310   | 364   |
| 其他流动负债         | 204  | 204   | 204   | 204   |
| <b>非流动负债</b>   | 20   | 35    | 35    | 35    |
| 长期借款           | 20   | 20    | 20    | 20    |
| 其他非流动负债        | 0    | 15    | 15    | 15    |
| <b>负债合计</b>    | 421  | 789   | 849   | 904   |
| 少数股东权益         | 87   | 87    | 87    | 87    |
| 股本             | 749  | 1124  | 1124  | 1124  |
| 资本公积           | 429  | 279   | 279   | 279   |
| 留存收益           | 2210 | 2799  | 3796  | 5079  |
| 归属母公司股东权益      | 3387 | 4202  | 5199  | 6482  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3896 | 5078  | 6135  | 7473  |

## 现金流量表

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 386  | 687   | 756   | 989   |
| 净利润            | 755  | 888   | 1089  | 1396  |
| 折旧摊销           | 71   | 105   | 142   | 177   |
| 财务费用           | -11  | 2     | 9     | 5     |
| 投资损失           | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -488 | -373  | -484  | -589  |
| 其他经营现金流        | 59   | 63    | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | 386  | -360  | -207  | -287  |
| 资本支出           | 287  | 287   | 287   | 287   |
| 长期投资           | 148  | -7    | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 820  | -80   | 80    | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 40   | -77   | -401  | -418  |
| 短期借款           | 0    | 300   | 0     | 0     |
| 长期借款           | 10   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 129  | 375   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 113  | -150  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -212 | -602  | -401  | -418  |
| <b>现金净增加额</b>  | 288  | 250   | 148   | 285   |

## 利润表

| 会计年度            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3744 | 4508  | 5509  | 6742  |
| 营业成本            | 606  | 769   | 955   | 1122  |
| 营业税金及附加         | 56   | 68    | 83    | 101   |
| 营业费用            | 1605 | 1932  | 2347  | 2872  |
| 管理费用            | 621  | 724   | 876   | 1052  |
| 财务费用            | -11  | 2     | 9     | 5     |
| 资产减值损失          | 23   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 845  | 1014  | 1240  | 1589  |
| 营业外收入           | 17   | 1     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 2    | 3     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 860  | 1012  | 1240  | 1589  |
| 所得税             | 105  | 123   | 151   | 194   |
| <b>净利润</b>      | 755  | 888   | 1089  | 1396  |
| 少数股东损益          | 31   | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 724  | 888   | 1089  | 1396  |
| EBITDA          | 906  | 1122  | 1391  | 1772  |
| EPS (元)         | 0.64 | 0.79  | 0.97  | 1.24  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 23.6% | 20.4% | 22.2% | 22.4% |
| 营业利润            | 9.5%  | 20.0% | 22.2% | 28.2% |
| 归属于母公司净利润       | 8.8%  | 22.7% | 22.5% | 28.2% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 83.8% | 83.0% | 82.7% | 83.4% |
| 净利率             | 19.3% | 19.7% | 19.8% | 20.7% |
| ROE             | 21.4% | 21.1% | 20.9% | 21.5% |
| ROIC            | 34.7% | 34.3% | 34.8% | 37.2% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 10.8% | 15.5% | 13.8% | 12.1% |
| 净负债比率           |       |       |       |       |
| 流动比率            | 7.46  | 5.37  | 6.09  | 7.12  |
| 速动比率            | 7.02  | 5.07  | 5.75  | 6.74  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.09  | 1.00  | 0.98  | 0.99  |
| 应收账款周转率         | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 应付账款周转率         | 3.61  | 3.45  | 3.41  | 3.33  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.64  | 0.79  | 0.97  | 1.24  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.34  | 0.61  | 0.67  | 0.88  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 3.01  | 3.74  | 4.62  | 5.77  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 46.88 | 38.21 | 31.18 | 24.32 |
| P/B             | 10.02 | 8.08  | 6.53  | 5.24  |
| EV/EBITDA       | 36    | 29    | 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±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。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

#### 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，负责生物制药行业及医药流通研究；

**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

本报告由中国中投证券有限责任公司（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。

### 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

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