

水到渠成，进军国际市场实质性一步

关于伊立替康注射液通过美国 FDA 认证的点评

报告摘要:

- **伊立替康注射液通过 FDA 认证，国际化战略迈开实质性的一步。**恒瑞医药昨晚公告称伊立替康注射液通过美国 FDA 认证，成为国内第一家注射液通过 FDA 认证的制药企业。公司后续将进一步推进其它制剂产品通过美国 FDA 和欧盟认证，包括向 FDA 申报加巴喷丁胶囊和利培酮片的 ANDA 等。我们认为，恒瑞医药第一家获得注射液的 FDA 认证，充分证明公司产品质量标准已经与国际接轨，领先于国内同行。公司后续将继续推动伊立替康注射液的出口销售，但由于市场的因素，自主品牌的制剂出口仍需要较长的准备期。我们认为，制剂产品海外认证不仅仅意味公司拿到了海外市场的敲门砖，其现实意义还在于保护国内价格、保障利润空间，根据我国的药品价格管理办法，**获得海外认证的品种将在之后的国内招标中能够获得不超过 30% 的溢价。**目前其他肿瘤品种如奥沙利铂等也已向欧盟提交制剂认证申请。
- **积极开拓海外市场、参与国际竞争已成为公司未来战略上的重要一环。**未来的五年是原研药专利到期的高峰期，国际市场竞争也因此会出现变局，这正是中国制药企业走向国际市场进行“首仿”和做好品牌仿制药的良机，恒瑞具有丰富的首仿药研发经验，为公司加快海外市场的认证提供有力的技术支持。我们认为恒瑞通过海外认证，占据先发优势，有望受益于专利药集中到期给仿制药市场带来的巨大商机。
- **创新和仿制并重，平衡长短期增长目标。**创新是公司一直秉持的发展理念，但创新投入周期长，无法满足公司短期增长的需要，而仿制品种的研发相对而言周期短、见效快，在一定程度上可以弥补推出创新品种前后出现的市场空隙，基于对仿制药研发重要性的重新认识，公司从去年起调整研发战略，创新和仿制并行，以平衡公司发展的短期与长期目标。
- **仿制药采取差异化策略，老品种旧貌换新颜。**公司对于仿制药的研发策略包括首仿药、提高生产工艺质量、剂型研发，当前重点是对于已有品种的改进，例如奥沙利铂现在是冻干粉针剂型，预计年底拿到大输液的批文，明年可上市参加招标进入市场销售，而公司另一个肿瘤药多西他赛的脂质体剂型也正在做临床前研究，公司通过新剂型改造延长产品的生命周期，继续推动销售增长。
- **维持“增持-A”的投资评级和 12 个月目标价 36.50 元。**重磅创新药品阿帕替尼在明年下半年有望获批，2013 年有望给公司带来收益。公司持续的新品研发投入在未来必将带来回报，近期公司仍以温和增长为主基调。我们维持公司 2011-2013 年 EPS 预测为 0.81 元、1.02 元和 1.32 元和 36.50 元的目标价，对应 2012 年 PE 约为 36 倍，这一估值溢价体现了公司在研新药的价值。
- **风险提示：**公司面临药品整体降价风险；新药品上市推广不达预期的风险；海外认证品种市场接受度风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,029.0	3,744.1	4,414.8	5,263.8	6,508.9
Growth(%)	26.6%	23.6%	17.9%	19.2%	23.7%
净利润	665.7	724.2	914.0	1,150.6	1,485.0
Growth(%)	57.4%	8.8%	26.2%	25.9%	29.1%
毛利率(%)	82.7%	83.8%	83.0%	83.5%	83.8%
净利润率(%)	22.0%	19.3%	20.7%	21.9%	22.8%
每股收益(元)	0.59	0.64	0.81	1.02	1.32
每股净资产(元)	2.32	3.01	3.75	4.62	5.67
市盈率	51.0	46.9	37.1	29.5	22.9
市净率	13.0	10.0	8.1	6.5	5.3
净资产收益率(%)	26.0%	21.7%	22.0%	22.4%	23.4%
ROIC(%)	47.0%	41.9%	37.9%	35.6%	38.1%
EV/EBITDA	38.4	48.3	28.9	22.9	17.7
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.9%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

36.50 元

期限: 12 个月 上次预测: 36.50 元

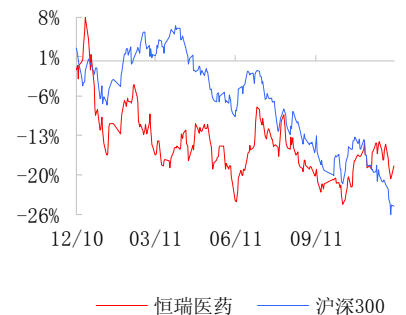
现价 (2011 年 12 月 19 日): 30.20 元

报告日期:

2011-12-20

总市值(百万元)	33,949.32
流通市值(百万元)	33,825.89
总股本(百万股)	1,124.15
流通股本(百万股)	1,120.06
12 个月最低/最高	27.40/60.19 元
十大流通股东(%)	62.67%
股东户数	23,748

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.92	13.53	6.98
绝对收益	0.40	2.17	(18.01)

 邹敏
 021-68766073
 执业证书编号

 首席行业分析师
 zoumin@essence.com.cn
 S1450511080003

前期研究成果

恒瑞医药: 增长稳健, 新品蓄势待发	2011-10-28
恒瑞医药: 主业增长较快, 研发硕果累累	2011-03-02
恒瑞医药: 创新、国际化引领公司快速发展	2010-08-09

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-19		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	26.6%	23.6%	17.9%	19.2%	23.7%
减: 营业成本	3,029.0	3,744.1	4,414.8	5,263.8	6,508.9	营业利润增长率	71.6%	9.5%	30.6%	26.8%	29.0%
营业税费	523.9	605.5	750.5	868.5	1,054.4	净利润增长率	57.4%	8.8%	26.2%	25.9%	29.1%
销售费用	45.2	56.1	66.2	78.9	97.6	EBITDA 增长率	60.8%	9.4%	26.1%	25.4%	28.6%
管理费用	1,345.5	1,604.7	1,788.0	2,131.8	2,603.6	EBIT 增长率	68.0%	9.3%	31.3%	25.6%	29.0%
财务费用	435.7	621.4	706.4	805.4	976.3	NOPLAT 增长率	55.6%	8.7%	27.0%	24.5%	29.1%
资产减值损失	-8.3	-11.0	-8.0	-22.7	-28.8	投资资本增长率	21.9%	40.5%	32.5%	20.5%	24.0%
加: 公允价值变动收益	-9.8	23.1	14.0	10.0	10.0	净资产增长率	31.6%	30.4%	24.8%	23.6%	23.3%
投资和汇兑收益	85.5	-	-	-	-						
营业利润	-10.5	1.0	6.0	7.2	8.6						
加: 营业外净收支	771.7	845.2	1,103.7	1,399.1	1,804.4	利润率					
利润总额	9.0	15.0	18.0	13.0	18.0	毛利率	82.7%	83.8%	83.0%	83.5%	83.8%
减: 所得税	780.7	860.2	1,121.7	1,412.1	1,822.4	营业利润率	25.5%	22.6%	25.0%	26.6%	27.7%
净利润	87.4	104.8	168.3	211.8	273.4	净利润率	22.0%	19.3%	20.7%	21.9%	22.8%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	27.3%	24.2%	25.9%	27.2%	28.3%
货币资金	707.2	995.0	1,403.0	1,816.8	2,207.8	EBIT/营业收入	25.2%	22.3%	24.8%	26.1%	27.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	运营效率					
应收账款	915.0	1,255.5	1,548.2	1,946.9	2,532.2	固定资产周转天数	56	58	62	57	51
应收票据	318.9	470.9	568.5	706.6	909.5	流动营业资本周转天数	117	130	159	176	182
预付帐款	30.1	93.8	101.4	110.0	120.6	流动资产周转天数	220	247	278	296	301
存货	177.1	176.2	214.1	243.1	289.4	应收账款周转天数	87	97	106	109	112
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转天数	20	17	16	16	15
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	312	331	356	369	366
持有至到期投资	190.8	3.8	-	-	-	投资资本周转天数	192	205	237	249	247
长期股权投资	1.3	37.3	37.3	37.3	37.3	投资回报率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROE	26.0%	21.7%	22.0%	22.4%	23.4%
固定资产	480.7	721.8	786.9	870.6	957.0	ROA	23.1%	19.4%	19.7%	20.2%	21.2%
在建工程	78.3	39.0	47.6	67.0	78.8	ROIC	47.0%	41.9%	37.9%	35.6%	38.1%
无形资产	50.3	52.3	62.8	77.3	95.5	费用率					
其他非流动资产	49.1	49.9	77.0	72.0	66.8	销售费用率	44.4%	42.9%	40.5%	40.5%	40.0%
资产总额	2,998.9	3,895.6	4,846.8	5,947.8	7,294.9	管理费用率	14.4%	16.6%	16.0%	15.3%	15.0%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
应付帐款	263.5	315.7	401.4	471.2	563.4	三费/营业收入	58.5%	59.2%	56.3%	55.4%	54.6%
应付票据	-	-	-	-	-	偿债能力					
其他流动负债	49.4	51.8	56.0	62.0	68.0	资产负债率	11.1%	10.8%	10.5%	9.9%	9.4%
长期借款	10.0	20.0	20.0	20.0	20.0	负债权益比	12.5%	12.1%	11.8%	10.9%	10.4%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	6.63	7.46	7.82	8.51	9.12
负债总额	333.9	420.8	510.7	586.5	684.7	速动比率	6.09	7.02	7.38	8.08	8.68
少数股东权益	57.3	87.5	124.9	172.1	233.0	利息保障倍数	-91.52	-76.16	-136.97	-60.50	-61.69
股本	620.7	749.4	1,124.1	1,124.1	1,124.1	分红指标					
留存收益	1,988.1	2,639.1	3,087.0	4,065.0	5,253.0	DPS(元)	0.05	0.06	0.08	0.15	0.26
股东权益	2,665.0	3,474.8	4,336.1	5,361.3	6,610.2	分红比率	7.8%	8.6%	10.0%	15.0%	20.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.9%
净利润	693.3	755.4	914.0	1,150.6	1,485.0	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	64.3	71.3	45.8	55.3	65.8	EPS(元)	0.59	0.64	0.81	1.02	1.32
资产减值准备	-9.8	23.1	14.0	10.0	10.0	BVPS(元)	2.32	3.01	3.75	4.62	5.67
公允价值变动损失	-85.5	-	-	-	-	PE(X)	51.0	46.9	37.1	29.5	22.9
财务费用	0.0	0.0	-8.0	-22.7	-28.8	PB(X)	13.0	10.0	8.1	6.5	5.3
投资收益	10.5	-1.0	-6.0	-7.2	-8.6	P/FCF	95.2	2,242.2	327.3	72.0	64.4
少数股东损益	27.6	31.3	39.5	49.7	64.1	P/S	11.2	9.1	7.7	6.4	5.2
营运资金的变动	-234.8	-466.3	-348.3	-501.9	-749.2	EV/EBITDA	38.4	48.3	28.9	22.9	17.7
经营活动产生现金流量	439.1	385.9	651.0	733.8	838.3	CAGR(%)	20.1%	27.0%	26.2%	26.3%	23.6%
投资活动产生现金流量	-75.3	-138.1	-145.2	-157.8	-166.4	PEG	2.5	1.7	1.4	1.1	1.0
融资活动产生现金流量	-41.7	40.0	141.4	-149.8	-268.2	ROIC/WACC	4.7	4.2	3.8	3.6	3.8
						REP	3.8	4.2	2.6	2.3	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034