



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年12月26日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010021
sunl@cicc.com.cn

周峰

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030002
zhoupeak@cicc.com.cn

推荐

恒瑞医药 (600276.SH)

创新开启长期发展新起点

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,029	3,744	4,507	5,469	6,689
(+/-)	26.6%	23.6%	20.4%	21.3%	22.3%
营业利润	687	867	1,098	1,374	1,744
(+/-)	6.7%	26.3%	26.6%	25.1%	26.9%
净利润	666	724	897	1,121	1,463
(+/-)	56.7%	8.8%	23.8%	25.0%	30.5%
EPS (元)	0.59	0.64	0.80	1.00	1.30
P/E	51.1	46.9	37.9	30.3	23.2
P/B	12.8	9.8	7.3	6.0	4.9
ROE	25.5%	21.4%	19.8%	20.5%	21.8%

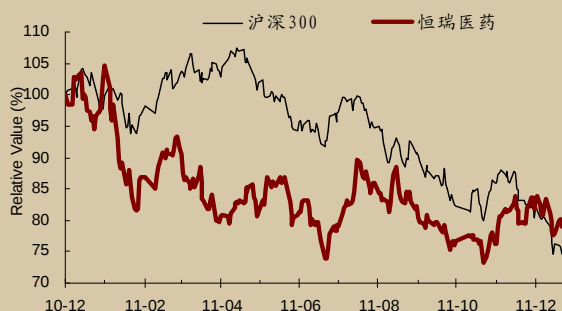
股票信息

A股	
当前股价	人民币 29.92
股票代码	600276.CH
52周最高/最低价	人民币 60.19/27.40
总市值 (百万元)	33,635
发行股数 (百万股)	1,124
其中: 流通股 (百万股)	1,120
主要股东 (持股比例)	连云港天宇投资公司 (24.60%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[恒瑞医药]	+3.00	+0.70	+0.80	-22.02
[沪深300指数]	+0.02	-10.28	-15.51	-23.59
[沪深300医药]	-0.32	-10.01	-14.41	-29.80

最近估值走势



资料来源: Wind, 中金公司研究部

公司近况:

公司公告: 12月17日公司收到美国FDA通知, 其伊立替康注射剂已通过FDA认证, 获准在美国上市, 从而成为国内首家注射剂通过FDA认证的制药企业。公司表示将积极推动伊立替康注射液在美国销售, 形成新的增长点, 同时进一步加速推进其它制剂产品通过美国FDA和欧盟认证, 并实现其销售。

评论:

制剂出口开拓进入新阶段。国内首条通过FDA标准的注射剂生产线为国内产业升级提升信心。这是自2007年华海药业首次通过口服制剂FDA认证后, 国内医药产业再次升级。这为公司后续产品开展FDA认证工作积累了经验, 显示公司开拓国际市场进入实质性发展阶段。

伊立替康全球仿制药市场处于高速成长期。产品是抗癌领域一线用药, 2008-2009年全球专利到期。注射剂型的抗癌药进入门槛很高, 因此在专利到期后, 全球仿制药销售额持续增长, 2010年仿制药销售额达到2亿美元, 首次超过原研药。目前公司已与美国市场药品代理龙头合作, 开展伊立替康在美国的销售工作。

通过认证有助于提升招标定价优势, 获得更多创新补助。当前国内招标对制药公司的研发能力和产品质量关注越来越高, 对取得FDA和海外注册认证的产品越来越多的给予“优质优价”待遇。通过FDA认证获得各地招标“优质优价”模式将会日益被采纳。预计公司将陆续提升各地招标价格, 体现价格竞争力。同时作为首个通过FDA注射剂认证的企业, 有望得到更多创新方面的补助, 推动未来研究和发展。

明后年发展逐步提速。恒瑞·豪森产业园明后年将逐步投产, 造影剂和电解质大输液产品将获得产能释放。同时创新药物阿帕替尼等将在今后几年陆续进入市场, 推动经营发展进入快速轨道。

估值与建议:

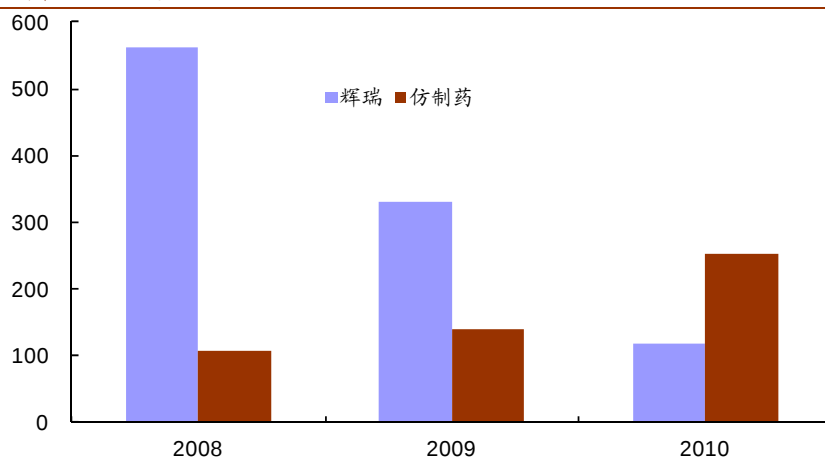
维持“推荐”评级, 2013年再次迎来业绩高速增长。我们预测2011/2012/2013EPS分别是0.80/1.00/1.30元, 当前股价对应PE分别是37.5x/30x/23x, 公司长期发展潜力大, 维持“推荐”评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

国内首次通过 FDA 注射剂认证，为产业升级提升信心。FDA 对注射剂生产标准认定要求极严，此次是自 2007 年华海药业首次通过口服制剂 FDA 认证后，国内医药产业在国际市场上再次升级。当前国内多家上市公司和非上市公司在开拓注射剂 FDA 认证工作，其中规模较大的有海正药业富阳二期注射剂生产基地，预计在 2012 年建设完毕。

伊立替康全球仿制药市场处于高速成长期。该产品是抗癌领域一线用药，是辉瑞的原研药，2008~2009 年全球专利陆续到期。因为是抗癌领域的注射剂剂型，进入门槛很高。在 2008 年专利到期后，全球仿制药销售额持续增长，2010 年超过 2 亿美元，首次超过辉瑞的原研药。恒瑞从 2006 年开始开展产品的 FDA 制剂认证工作，体现了公司在制药领域的全球眼光。目前公司已与美国市场药品代理龙头合作，开展伊立替康在美国的销售工作。

图表 1：伊立替康全球销售额 (mn\$)



资料来源：IMS Health, 中金公司研究部

制剂出口将成为长期发展重点之一。公司注射剂生产线通过 FDA 认证意义重大，为后续产品开展 FDA 认证工作积累了经验，后续产品主要是抗肿瘤类，按时间排序主要有奥沙利铂、来曲唑、多西他赛等。此前公司已取得了这些产品的原料药 DMF 文号（见图表 2）。当前美国正面临严重的药品短缺问题，主要品种即是抗肿瘤领域，随着公司未来 ANDA 品种增加，有望打开美国市场。制剂出口将成为公司中长期发展的重点。

图表 2：恒瑞医药取得的 DMF 文号

编号	状态	时间	产品名称	种类
8647	A II	7/2/1990	依托泊甙	抗肿瘤药
11290	A II	1/11/1995	异磷酰胺	抗肿瘤药
14316	I II	7/29/1999	噻替派	抗肿瘤药
17348	I II	5/13/2004	盐酸依立替康	抗肿瘤药
20665	A II	7/9/2007	奥沙利铂	抗肿瘤药
20739	A II	8/1/2007	盐酸伊立替康	抗肿瘤药
22015	A II	9/19/2008	加巴喷丁	抗癫痫
23695	A II	4/7/2010	盐酸坦索罗辛(坦洛新)	良性前列腺增生治疗药物
23831	A II	5/24/2010	来曲唑	抗肿瘤药
24175	A II	9/13/2010	多烯紫杉醇	抗肿瘤药
24903	A II	4/29/2011	七氟烷	麻醉药

资料来源：FDA, 中金公司研究部

通过认证有助于“优质优价”，获得招标定价优势。当前国内招标中对制药公司的研发能力和产品质量关注越来越高，FDA 和海外注册认证有利于获得“优质优价”待遇。当前国内仿制药新品种审批放缓，“首仿”获得高定价难度提升，通过 FDA 认证获取招标价格优势的模式（如天士力“复方丹参滴丸”）将会日益被采纳。当前公司伊立替康国内销售额不到 2 亿元，预计取得认证后将陆续提升各地招标价格，凭借“优质优价”提升产品竞争力。

新产能明年投放有望提高明后年发展速度。公司近年来大力投资的恒瑞·豪森产业园明后年将逐步投产，打破造影剂和电解质大输液产品的产能瓶颈，获得高速增长。

FDA 认证有助于获得更多奖励和补助。近年来公司大力投入研发得到了各类政府补助，此次通过 FDA 认证，符合近年来发改委等部门鼓励医药产业创新和升级的发展方向，有助于得到更多激励，推动未来的创新发展。

维持“推荐”评级，2013 年再次迎来业绩高速增长。我们根据公司经营情况，更新公司业绩预期，并首次给出 2013 年业绩预期。我们预测 2011/2012/2013EPS 分别是 0.80/1.00/1.30 元，对应当前股价，PE 分别是 37.5x/30x/23x，2012 年最后一批限制性股票激励将解禁，部分重磅新产品也将在 2013 年开始推向市场，公司研发潜能将释放，迎来新一轮快速发展，维持“推荐”评级。

图表 3: 盈利预测明细

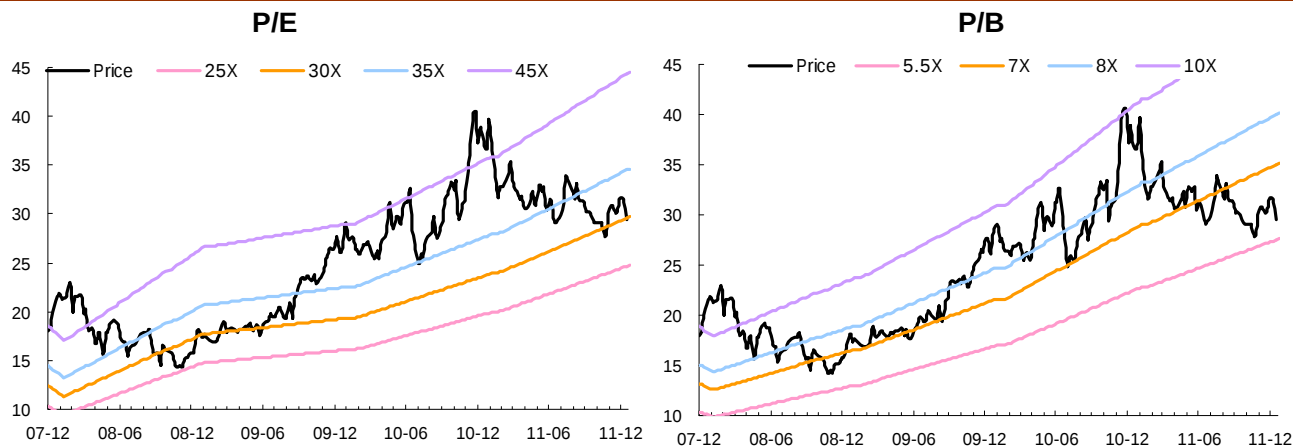
		综合盈利预测调整				
		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务Ⅰ	调整前	3,029	3,744	4,656	5,838	6,689
	(人民币 百)	3,029	3,744	4,507	5,469	6,689
	(+/-%)	0	0	-3	-6	0
主营业务Ⅱ	调整前	524	606	766	963	1,141
	(人民币 百)	524	606	780	939	1,141
	(+/-%)	0	0	2	-2	0
净利润	调整前	666	724	939	1,247	1,463
	(人民币 百)	666	724	897	1,121	1,463
	(+/-%)	0	0	-5	-10	0
总股本	调整前	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
	(人民币)	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
	(+/-%)	0	0	0	0	0
EPS	调整前	0.59	0.64	0.84	1.11	1.30
	(人民币)	0.59	0.64	0.80	1.00	1.30
	(+/-%)	0	0	-5	-10	0

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值 (2011-12-22)

公司名称	代码	收盘价 2011-12-23	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA 2010A	P/S LTM	股息收益率 2010A	净资产收益率		P/B		PEG 2011E	Growth 2010-2012E
				LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E				LTM	2011E	LTM	2011E		
海正药业	600267	33.48	17,571	0.90	0.98	1.30	37x	34x	26x	27x	3.6x	0.4%	10.9%	16%	4.0x	5.4x	0.93	37%
华海药业	600521	11.12	5,989	0.37	0.50	0.75	30x	22x	15x	32x	3.5x	0.9%	13.5%	6.1%	4.1x	1.4x	0.21	108%
海翔药业	002099	20.00	3,229	0.55	0.79	1.09	36x	25x	18x	23x	2.6x	1.0%	13%	16%	4.6x	4.4x	0.58	44%
华邦制药	002004	40.00	6,700	0.91	1.25	1.53	44x	32x	26x	36x	10.8x	0.0%	13%	0%	5.9x	4.9x	0.81	40%
浙江医药	600216	19.89	8,952	2.41	2.80	3.12	8x	7x	6x	6x	2.0x	3.5%	26%	26%	2.1x	1.9x	0.66	11%
新和成	002001	18.76	13,619	1.71	1.90	2.17	11x	10x	9x	10x	3.4x	2.7%	23%	24%	2.5x	2.3x	0.50	20%
海南海药	000566	23.35	5,781	0.58	0.57	0.69	40x	41x	34x	74x	8.4x	0.0%	10.0%	15%	4.1x	4.7x	0.33	126%
联化科技	002250	18.98	7,535	0.67	0.73	1.01	28x	26x	19x	26x	3.0x	1.1%	15%	18%	4.4x	4.3x	0.64	41%
海普瑞	002399	27.16	21,733	0.96	1.21	1.21	28x	22x	22x	16x	7.3x	7.4%	10%	11%	2.8x	2.5x	2.13	-11%
华北制药	600812	7.10	7,303	0.03	0.58	0.89	12x	8x		17x	0.5x	0.0%	2%	38%	6.1x	4.4x	0.13	94%
鑫富药业	002019	7.62	1,680	-0.92	-0.45	0.80		(17x)	10x		3.7x	0.0%	-30%	0%	2.5x			
天马精化	002453	21.60	2,592	0.61	0.83	1.38	35x	26x	16x	29x	3.1x	0.9%	10.0%	12%	3.5x	3.0x	0.37	70%
建新股份	300107	11.30	1,512	0.25	0.29	0.64	45x	39x	18x	21x	4.9x	4.0%	4.3%	5%	1.9x	1.8x	1.40	28%
雅本化学	300261	17.16	1,556	0.52	0.54	0.82	33x	32x	21x	27x	7.0x	0.0%	8%	20%	2.7x	3.8x	0.86	37%
美罗药业	600297	5.77	2,020	0.05	0.22	0.39	26x	15x		31x	2.1x	0.0%	2.0%	0%	2.5x		0.12	215%
永太科技	002326	14.74	3,542	0.28	0.45	0.88	52x	33x	17x	39x	5.3x	0.0%	6.9%	11%	3.6x	3.6x	0.36	90%
新开源	300109	17.63	1,269	0.35	-	1.52	50x		12x	39x	6.8x	1.1%	7.3%	0%	3.7x		-	118%
联环药业	600513	13.55	1,585	0.19	-	-	70x			46x	4.8x	0.4%	7.0%	-	4.9x			
鲁抗医药	600789	5.70	3,315	0.16	0.21	0.24	35x	28x	24x	13x	1.4x	0.0%	5.4%	7%	1.9x	1.9x	8.71	3%
普洛股份	000739	9.03	2,318	-0.00	-	0.38			24x	22x	1.4x	0.2%	-0.2%	-	2.9x		-	102%
新华制药	000756	5.55	1,706	0.19	-	0.35	29x		16x	10x	0.6x	0.9%	5.0%	-	1.4x		-	29%
化学原料药——中值			3,272				32x	26x	18x	24x	3.6x	0.4%	8.2%	11%	2.9x	2.9	0.50	40%
品牌中药——中值			6,591				36x	30x	22x	29x	5.0x	1.5%	12%	13%	3.9x	3.2	0.96	31%
现代中药——中值			3,708				34x	31x	21x	28x	5.2x	0.8%	10%	11%	3.6x	4.3	0.89	31%
恒瑞医药	600276	30.24	33,994	0.74	0.84	1.11	41x	36x	27x	37x	8.0x	0.3%	20%	15%	8.2x	5.4	1.16	31%
科伦药业	002422	43.16	20,717	1.87	2.00	2.65	23x	22x	16x	26x	4.3x	1.2%	12%	10%	2.7x	1.4	0.56	39%
华东医药	000963	28.38	12,319	0.86	0.93	1.18	33x	31x	24x	23x	1.2x	0.0%	22%	27%	7.4x	7.5	1.12	27%
康芝药业	300086	14.95	2,990	0.30	0.74	1.00	51x	20x	15x	19x	9.8x	2.0%	3%	3%	1.6x	4.6	1.00	20%
仙琚制药	002332	11.50	3,926	0.39	0.40	0.55	30x	29x	21x	22x	2.4x	3.0%	12%	12%	3.6x	3.4	1.15	25%
登海种业	002437	16.25	4,550	0.47	0.66	0.88	34x	25x	18x	23x	7.9x	3.1%	6%	7%	2.0x	2.0	0.94	26%
白云山A	000522	12.16	5,704	0.53	0.59	0.77	23x	21x	16x	17x	1.6x	0.4%	18%	21%	4.2x	4.3	0.63	33%
力生制药	002393	32.93	6,008	1.68	-	1.47	20x		22x	23x	7.8x	2.7%	11%		2.2x		-	15%
华仁药业	300110	11.39	2,433	0.40	0.41	0.54	29x	28x	21x	18x	6.5x	0.0%	7%	7%	2.1x	1.7	1.21	23%
仟源制药	300254	11.54	1,544	0.37	0.41	0.56	31x	28x	21x	21x	4.6x	0.0%	9%	13%	2.7x	2.5	1.13	25%
现代制药	600420	9.75	2,805	0.34	0.33	0.41	29x	30x	24x	16x	1.9x	1.0%	11%	12%	3.2x	3.6	0.63	5%
北陆药业	300016	9.05	1,382	0.27	0.28	0.38	34x	32x	24x	28x	7.8x	2.2%	9%	8%	2.9x	2.4	2.05	16%
亚太药业	002370	8.60	1,754	0.23	0.31	0.36	37x	27x	24x	27x	4.0x	1.7%	6%	8%	2.4x	2.3	0.84	33%
恩华药业	002262	19.61	4,589	0.42	0.46	0.63	46x	43x	31x	41x	3.0x	0.3%	18%	20%	8.5x	8.3	1.10	39%
莱美药业	300006	19.01	3,479	0.41	0.47	0.65	46x	41x	29x	62x	6.9x	0.5%	12%	14%	5.4x	5.4	0.63	64%
信立泰	002294	25.00	9,080	1.07	1.13	1.48	23x	22x	17x	22x	6.4x	2.4%	19%	19%	4.5x	3.9	0.97	23%
化学制剂——中值			4,238				33x	28x	22x	23x	4.4x	1.1%	11%	12%	2.8x	3.4	1.11	26%
生物制剂——中值			4,593				32x	22x	27x	25x	7.1x	0.5%	12%	12%	4.2x	4.4	1.22	25%
医疗服务——中值			6,813				65x	51x	36x	41x	10.0x	0.3%	13%	17%	8.6x	8.0	1.10	47%
医疗器械——中值			2,796				37x	36x	25x	42x	7.3x	0.6%	11%	13%	4.1x	3.8	0.85	39%
综合性制药企业——中值			8,038				17x	16x	15x	15x	1.7x	0.5%	11%	14%	2.1x	2.0	0.77	21%
医药商业——中值			2,675				33x	28x	23x	27x	0.8x	1.0%	8%	5%	3.0x	2.6	0.82	28%
全行业——中值			4,316				34x	29x	21x	27x	4.5x	0.6%	10%	12%	3.5x	3.6	0.87	31%

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 与 P/B 值


资料来源: Wind, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED