

生物医药行业 公司研究报告

恒瑞医药 (600276)

肿瘤系列报告之二

评级：首次 增持

收盘价 (元) 27.24

目标价 (元) 30.80

别样恒瑞

市场数据

52 周内最高价 (元)	34.55
52 周内最低价 (元)	24.40
市净率	3.03
总股本 (亿股)	12.32
流通 A 股 (亿股)	12.32
总市值 (亿元)	335.62
流通 A 股市值 (亿元)	335.62

相对股价表现



相关研究报告:

肿瘤系列报告之一:《抗肿瘤靶向药物分析市场
分析》

生物医药研究小组

郑一宁

证书编号

S0120512050001

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

傅涛

8621-68761616-8682

futao@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城

建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

- **恒瑞是A股医药板块最为别样的一个。**公司的别样之一主要体现在公司完全是靠内生式增长成长起来的企业，公司没有依靠并购和资本融资来扩大销售收入和市值，这种内生式增长为公司的成长奠定了基础。公司的别样之二体现在公司走的是一条扩充产品线的发展之路，而且极为成功。公司的别样之三公司的销售收入完全来自于药品销售，十足干货。
- **恒瑞的成长基因主要是品种，人和相适应的战略战术。**公司选的都是大品种的产品，肿瘤，糖尿病等。公司善于用人，为了开展糖尿病的研究聘请了世界级顶级糖尿病专家。公司的战略高瞻远瞩，即仿创结合，化药和生物药齐飞。但在战术上公司十分谨慎，对于公司不擅长的生物药单抗领域公司采用了和CRO合作的模式，分散研发风险。
- **公司目前处于厚积薄发阶段。**公司已有的肿瘤用药已经处于成熟期，在市场上处于领先地位，今后三年的发展在10%左右。公司肿瘤药物的再次腾飞还看替尼类药物，预计替尼类药物投入市场即可放量。公司近年的增长来自于手术麻醉/输液和造影剂系列，这些品种还处于成长期，有发展空间。公司已获批的艾瑞昔布，我们预计有市场导入期，具体测算见正文。
- **风险提示：**1. 肿瘤药降价的风险；2. 反商业贿赂的风险；3. 研发失败和新药批准不达预期的风险
- **盈利预测及估值分析：**预计未来三年的营业收入分别为56.47，70.70和86.67亿元；归属于母公司净利润分别为10.87，13.66和16.81亿元；每股收益分别为0.88，1.11和1.36元。按照2012年EPS，给予35倍PE，目标价为30.80元，增持评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3744.11	4550.39	5647.04	7070.65	8667.21
收入增幅(%)	23.61%	21.53%	24.10%	25.21%	22.58%
净利润	724.17	876.61	1086.94	1365.80	1680.81
净利增幅(%)	8.78%	21.05%	23.99%	25.66%	23.06%
毛利率(%)	83.83%	82.77%	84.00%	84.00%	84.00%
ROE(%)	21.38%	20.75%	23.33%	22.70%	21.86%
摊薄 EPS(元)	0.586	0.709	0.882	1.108	1.364

正文目录

1. 别样恒瑞：自力更生，宽产品线，实在	4
2. 恒瑞成长基因：品种，人，战略战术	5
3. 当前的恒瑞：等待厚积薄发	9
3.1 恒瑞的盈利能力分析：肿瘤放量期待替尼，最近还看手术系列	10
3.1.1 肿瘤系列：现有产品稳定增长，放量看替尼	10
3.1.2 手术用药及造影剂系列：处于成长期，近两年恒瑞增长主力	12
3.2 恒瑞的新品分析：艾瑞昔布市场需孕育，替尼能迅速放量	15
3.2.1 艾瑞昔布简单估算	16
3.2.2 替尼类简单估算	17
4. 盈利预测	17
5. 风险提示：	18

图表目录

图表 1：恒瑞医药/康美药业 2000-2011 年营业收入和净利润变化	4
图表 2：恒瑞医药产品线扩张历程	5
图表 3：世界肿瘤用药市场发展趋势	6
图表 4：中国市场肿瘤用药规模	6
图表 5：世界糖尿病用药市场发展趋势	7
图表 6：中国市场糖尿病用药规模	7
图表 7：全球前十大医药巨头研发投入	8
图表 8：恒瑞医药重点研发品种一览	8
图表 9：恒瑞主要肿瘤用药的使用范围	10
图表 10：恒瑞主要肿瘤用药样本医院金额占比情况	10
图表 11：恒瑞主要肿瘤用药样本医院增长情况	10
图表 12：恒瑞全部肿瘤用药样本医院金额占比情况	11
图表 13：恒瑞主要肿瘤用药样本医院竞争情况	11
图表 14：2011 年恒瑞主要产品在样本城市的竞争格局	11
图表 15：恒瑞主要肿瘤产品分项预测	12
图表 16：2003-2009 医院手术人次	13
图表 17：2007-2011 麻醉用药样本市场销售情况	13
图表 18：恒瑞手术麻醉和手术输液产品分项预测	14
图表 19：2007-2011 造影剂样本市场销售情况	14
图表 20：不同造影剂品种增长和市场销售情况	15

图表 21: 恒瑞造影剂产品分项预测	15
图表 22: 2006-2013E 全国类风湿销售规模	15
图表 23: 2006-2010 塞来昔布市场规模	16
图表 24: 恒瑞医药分产品盈利预测	18
图表 25: 恒瑞医药财务预测	18

1. 别样恒瑞：自力更生，宽产品线，实在

恒瑞医药已被市场熟知很久，任何研究医药行业的研究员都不能回避恒瑞医药。恒瑞，我们认为我们研究过的医药企业中最为一个。它的别样除了市场上早已公认的“创新”之外，我们认为恒瑞还存在以下三个别样的特点。

1. 恒瑞完全是一个靠内生式生长起来的“自力更生”式企业。恒瑞医药从上市以来，从来没有从通过外延式扩张，来增大公司的销售规模和利润，至今，公司没有并购过其他的医药企业（除恒瑞系外）。公司也没有从二级市场进行融资（公司由于和豪森的关联原因，存在融资限制）来扩大市值，目前恒瑞的市值在整个医药板块排名第二，约 300 多亿的市值，仅次于云南白药。公司 2000 年-2011 年销售收入年复合增长率达到 22.57%，归属于母公司净利润年复合增长率达到 26.69%。公司的整个发展完全是建立在内生式成长的基础之上的。这种强大的内生式增长能力为恒瑞的继续强大奠定了坚实的基础。

和市值位列第三的康美药业发展道路不同，康美采用的是借力打力的方法来实现自身的壮大和发展。康美和恒瑞都是 A 股市场上的优秀企业，两种不同的企业发展很难分清孰优孰劣。“自力更生”式的恒瑞医药和“借力打力”式的康美药业，企业经营之道都应该是我们仔细研究的典范。

图表 1：恒瑞医药/康美药业 2000-2011 年营业收入和净利润变化

恒瑞医药：

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average	CAGR
营业收入(亿元)	4.85	6.34	7.56	10.5	11.45	11.79	14.37	19.6	23.93	30.29	37.44	45.5		
收入增长率 (%)		30.72%	19.24%	38.89%	9.05%	2.97%	21.88%	36.40%	22.09%	26.58%	23.61%	21.53%	23.00%	22.57%
净利润(亿元)	0.65	0.81	0.79	0.95	1.23	1.62	2.07	4.13	4.23	6.66	7.24	8.77		
净利润增长率 (%)		24.62%	-2.47%	20.25%	29.47%	31.71%	27.78%	99.52%	2.42%	57.45%	8.71%	21.13%	29.14%	26.69%

康美药业：

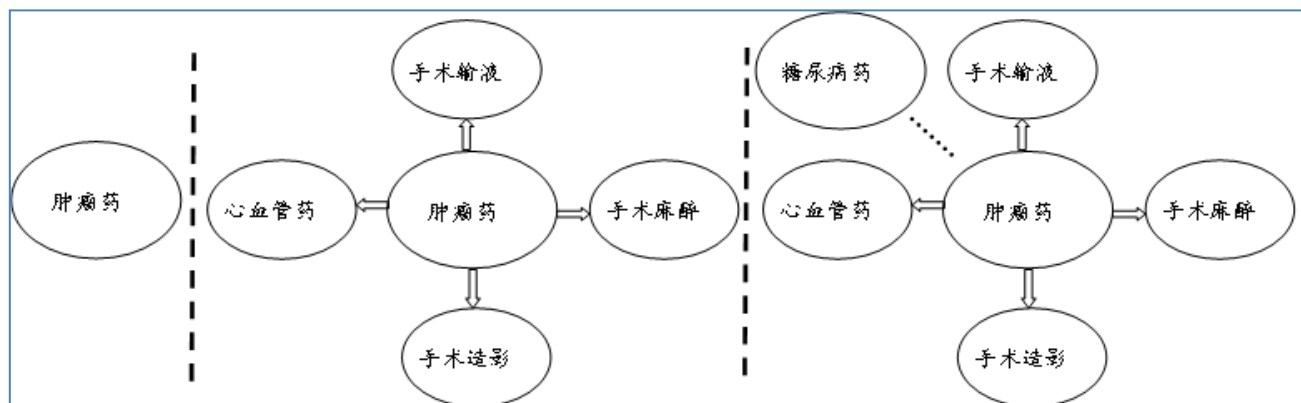
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average	CAGR
营业收入(亿元)	3.52	3.81	4.11	4.64	5.53	5.85	8.26	12.94	17.27	23.77	33.09	60.81		
收入增长率 (%)		8.24%	7.87%	12.90%	19.18%	5.79%	41.20%	56.66%	33.46%	37.64%	39.21%	83.77%	31.45%	29.57%
净利润(亿元)	0.25	0.29	0.44	0.51	0.71	0.73	1	1.46	2.95	5.02	7.16	10.05		
净利润增长率 (%)		16.00%	51.72%	15.91%	39.22%	2.82%	36.99%	46.00%	102.05%	70.17%	42.63%	40.36%	42.17%	39.91%

资料来源：wind，德邦证券

2. 公司在发展过程中走的是一种加宽产品线的方式来壮大公司的发展。企业的发展一般有两种模式，一种是向上下游延伸，向上游控制利于控制成本和原材料（中药企业种植中药材基地），往下游延伸可以控制终端（医药企业设立收购医院）；另一种

就是拓宽产品线，我国是一个化工大国，对于化学制剂企业，上游供给充分，恒瑞的产品主要集中在肿瘤等大品种，市场容量大，医院销售渠道十分畅通，无下游需求不振之忧，所以我们认为公司选择拓宽产品线之路十分正确。A 股医药板块虽然也有很多企业在走产品线扩张之路，但是目前看来只有恒瑞做的最为出色。

图表 2：恒瑞医药产品线扩张历程



资料来源：德邦证券

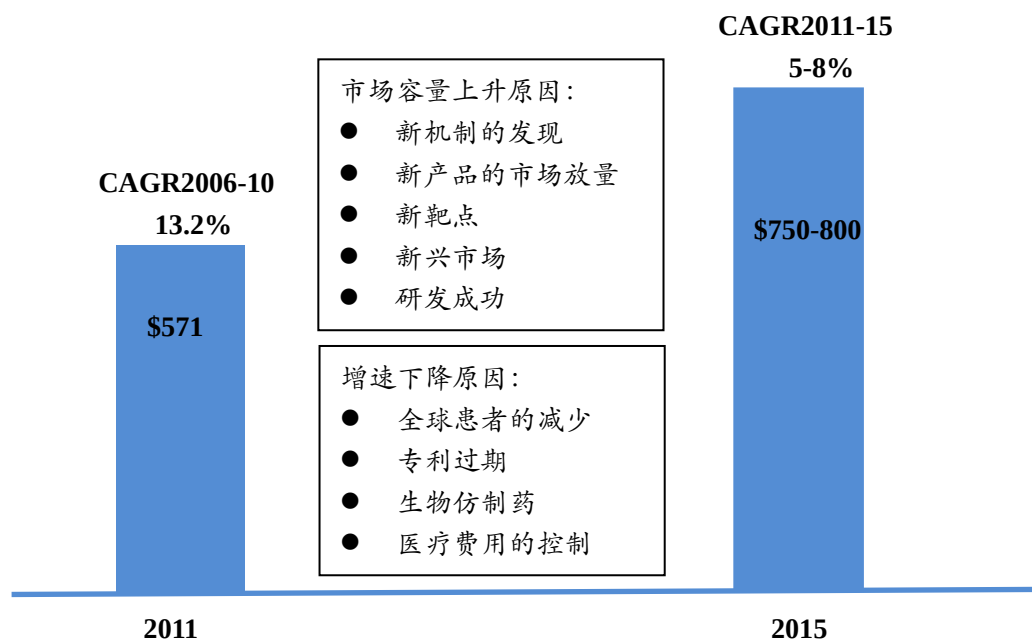
3. 公司是我们认为最为实在的医药企业。公司的销售收入和净利润都来自于产品的销售收入，不含商业。公司 2011 年的销售收入排在第 11 位，净利润排在第 4 位，而在此之前的企业销售收入中均含商业收入。因此恒瑞的业绩我们认为是最为实在的销售收入。

2. 恒瑞成长基因：品种，人，战略战术

上面说了恒瑞的两个别样，但是恒瑞的优秀和别样是由一群优秀的人来构建的。提到恒瑞就不能不提到恒瑞的掌门人：孙飘扬。孙总把恒瑞从一个连云港做眼药水的小厂带到一个上市公司的优秀企业，着实体现了他对企业战略的远见卓识和对企业运营的运筹帷幄。

首先，恒瑞人选对了品种（肿瘤/糖尿病），并在持续对大品种进行筛选，为恒瑞的发展预留了充足的发展空间。肿瘤用药是全世界市场用药金额最大的领域。据 IMS 估计，肿瘤用药在 2010 年全球市场上的销售额达到 571 亿美金，2006-2010 年的复合增长率为 13.2%。到 2015 年整个肿瘤用药的全球销售额将达到 750-800 亿美金，2011-2015 年的年复合增长率为 5-8%，仍然是最大的用药领域。

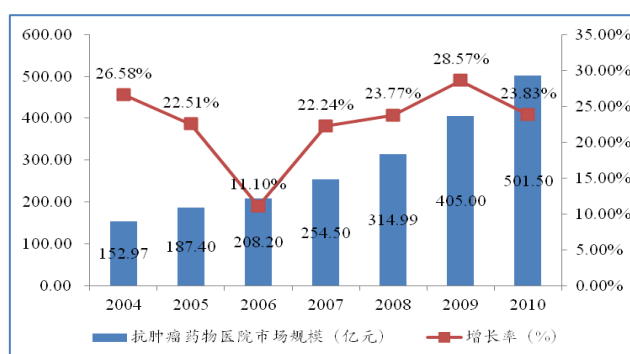
图表 3：世界肿瘤用药市场发展趋势



资料来源：IMS，德邦证券

目前，在中国肿瘤用药市场也是销售金额最大，增速最快的领域。2010 年，我国肿瘤用药医院市场金额达到 500 多亿人民币（据我们草根调研了解，一些非医保用药如靶向类用药替尼类/单抗类药物在药店销售较多，这部分未计入医院市场金额，而靶向类抗肿瘤用药目前的增速高于传统细胞毒性类药物，具体详见我们《抗肿瘤靶向药物分析市场分析》）。

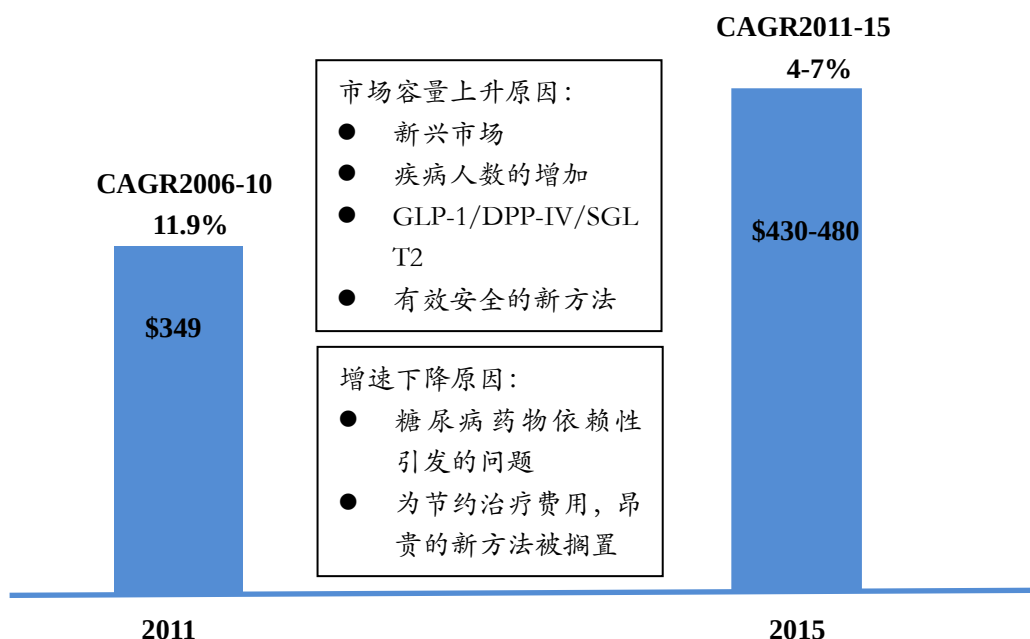
图表 4：中国市场肿瘤用药规模



资料来源：米内网，德邦证券

除了传统的肿瘤用药之外，正如前文所述，公司还开拓了另一个大市场糖尿病用药市场。糖尿病也是用药金额较大的领域之一。据 IMS 数据预测，在全球糖尿病是仅次于肿瘤用药的第二大用药市场。

图表 5：世界糖尿病用药市场发展趋势

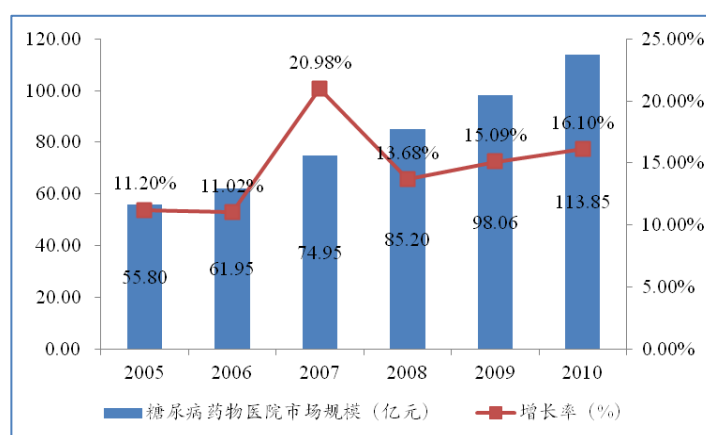


注：GLP-1：胰高血糖素样肽-1；DPP-IV：二肽基肽酶；SGLT2：钠葡萄糖 2 型转运体，为治疗糖尿病新药

资料来源：IMS，德邦证券

有报导，我国每天新增糖尿病患者约 3,000 余例，每年大约增加 120 万例糖尿病患者，成年人糖尿病患者 9,240 万人，其中农村 4,310 万人，城市 4,930 万人，糖尿病前期人数高达 1.48 亿人。我国已超过印度，成为糖尿病患者人数最多的国家。

图表 6：中国市场糖尿病用药规模



资料来源：米内网，德邦证券

其次，恒瑞善用人。最为典型的例子就是当恒瑞想进军糖尿病领域时，恒瑞聘请了张连山博士来带领恒瑞的国内科研团队。张连山博士是国家千人计划海归专家，在糖

尿病药物治疗领域具有极高造诣，是全世界屈指可数的几位能使用多肽连接方式合成具有特殊功能蛋白质的多肽科学家之一（摘自媒体报导）。在张连山博士带领的创新团队6人核心成员全部为海外知名企业工作多年的资深海归专家。优秀的研发团队不一定是企业能长期成功的充要条件，但一定是个必要条件。

恒瑞在美国，上海，连云港三地拥有研发人员近千名，估计7%的人员比例拥有博士学位，关键在岗人员均有10多年的研究经验，拥有如此强大的研发团队在A股上市的医药企业也是罕见的。

再有，恒瑞人拥有长远的公司发展战略和相适应的战术部署。随着专利悬崖时代的到来，仿制药进入黄金时代。有人认为恒瑞应该充分利用这个时代，把仿制药做到极致。如果是这样，那么恒瑞绝对不是一个让我们崇拜的卓越企业，而顶多是个优秀企业。恒瑞一直在坚持仿创结合，化药和生物药并重的战略，从来没有在研发上放慢脚步。2011年恒瑞研发累计投入资金4亿元，比上年增长33%，研发投入占销售收入的比重近9%。这个比重和世界药企巨头相比还有一定差距，但在整个A股医药上市企业已然是翘楚，远高于医药行业的研发投入占比水平2%（优秀的药企该部分也很少超过5%）。

图表 7：全球前十大医药巨头研发投入

公司	诺华	辉瑞	罗氏	默沙东	强生	葛兰素史克	赛诺菲	阿斯利康	礼来	百时美施贵宝
2011年研发投入金额（亿美金）	98.5	91	88	84	75	62.9	62.4	55	50	38
2011年研发投入占比	16.3%	13.5%	19.0%	17.5%	11.5%	14.2%	13.5%	16.3%	20.6%	17.9%

资料来源：公司年报，德邦证券

恒瑞的研发投入已在收获，艾瑞昔布的获批，还有一系列替尼类产品的即将获批（替尼产品的前景在我们肿瘤系列报告之一《抗肿瘤靶向药物分析市场分析》有详细分析），都为恒瑞的今后发展储备了力量。从下表可以看到，在糖尿病领域有我们在上文提及的未来有可能成为重磅的DPP-IV和SGLT2两个产品。我们对于恒瑞目前研发水平的判断是，恒瑞能够很快仿制出已知靶点的药品，并且正在寻找新的靶点。

图表 8：恒瑞医药重点研发品种一览

产品	作用类别/适应症	研发阶段	上市及预计上市时间
艾瑞昔布	COX-2选择抑制剂/关节炎，镇痛	获批，有销售	2011
阿帕替尼	VEGFR抑制剂/肿瘤	申请生产	2012
法米替尼	多靶点酪氨酸抑制剂/肿瘤	II期临床	2013
瑞格列汀	DPP-IV抑制剂/II型糖尿病	II期临床	2014
PEG重组人粒细胞刺激细胞因子	G-CSF/贫血或粒细胞减少	II期临床	2014
非洛他赛	微管蛋白解聚抑制剂/肿瘤	I期临床	2014
培化干扰素a-2b	免疫调节剂/慢性乙、丙型肝炎	申请临床	2015
海曲泊帕乙醇胺	血小板生成受体激动剂	申请临床	2015
吡洛替尼	肿瘤	申请临床	2015
SHR3824	SGLT2抑制剂/非胰岛素依赖性糖尿病	临床前研究	2016
SHR1272	酪氨酸激酶抑制剂/肿瘤	临床前研究	2016

资料来源：公司报告，德邦证券

确定了坚持仿创结合和化药生物药并举的宏伟战略，公司在战术上却是十分谨慎。

恒瑞的四个研发平台具有明确的分工。美国和上海负责新药的发现，连云港的研发平台负责新药的后期研发。公司研发出的新药先在中国进行临床试验（中国临床试验成本低），效果好再转向美国申请FDA，既节约了成本又能国内国外两头并举。

公司在生物药领域上更加体现了公司的谨慎。公司并没有被目前如火如荼的生物药所诱惑，而盲目进行投入。公司清醒地意识到自己擅长在化药仿制药领域，对于生物药，公司选择了和外部合作（CRO 公司）的方式切入该领域，有效地分散了风险。以上种种都体现出恒瑞在战略上的宏大，战术上的谨慎。

公司为实现自己的战略，除了重视研发以外，营销也是公司实现自身战略的利器之一。如果说研发决定一个企业能走多远，营销就决定了一个企业能走多快。恒瑞的营销直接由孙总负责，足以见到公司对于营销的重视。公司从连云港一个小药厂（连云港偏处一隅，医疗卫生资源与不发达）发展成为一个在医药行业举足轻重的企业，营销对于公司的发展功不可没。

恒瑞的销售层级扁平，从层级上来看只有三级：孙总-----大区经理-----办事处。扁平的结构使得恒瑞能够快速响应营销过程中发生的问题，这种快速响应是恒瑞营销成功的原因之一。

公司产品主要是处方用药，因此恒瑞和 400 多家三甲医院有深入的合作，并且公司未雨绸缪正在向县级医院渗透，这些已有区域和新开拓区域都是恒瑞的发展空间。恒瑞具有销售人员 3800 余人，根据公司 2011 年年报收入，每个营销人员的销售收入为 118 万元。这个人均销售额高于行业平均水平（我国行业平均不足百万元）。

公司欲将营销人员发展到 8000 人，如果按照人均 118 万的销售额，那么恒瑞的销售收入将达近千亿，想象一下那时的恒瑞市值，十分具有诱惑力，当然，这只是个美好的猜想，最近我们还先看 2015 公司销售收入过百亿。

3. 当前的恒瑞：等待厚积薄发

恒瑞的股份最近表现一直平平。这可能和市场上认为恒瑞高速发展期已过，正在进入平稳期相关。我们认为恒瑞正处于收拳蓄势，等待厚积薄发的阶段。公司 2011 年的营业收入和净利润分别增长了 21.53%和 21.13%。恒瑞的收入步入平稳区间的原因主要在于恒瑞的销售体量已经形成了较大的规模，任何一个新品种的推出，如果不能快速放量过亿。对于恒瑞的利润影响就十分有限。但我们认为这种局面应该会在未来的两年内发生改变，因为我们十分看好恒瑞的替尼类产品的市场前景。相关报道见《抗肿瘤靶向

药物分析市场分析》一文。

3.1 恒瑞的盈利能力分析：肿瘤放量期待替尼，最近还看手术系列

3.1.1 肿瘤系列：现有产品稳定增长，放量看替尼

恒瑞的主要产品还是集中在肿瘤药品。公司肿瘤销售品种主要有奥沙利铂，多西他赛，伊立替康等细胞毒类药物，这些品种均进入医保，保证了产品销量。公司现有的肿瘤药品已经步入成熟期，我们预计最近三年的增长幅度在 10% 左右。

图表 9：恒瑞主要肿瘤用药的使用范围

药品名	使用状态
奥沙利铂	医保乙类
多西他赛	医保乙类
伊立替康	医保乙类
来曲唑	医保乙类
亚叶酸钙	医保乙类（辅助用药）

资料来源：德邦证券

恒瑞现有的肿瘤品种是医院肿瘤用药的主流品种，并且保持了较高的增长。我们判断恒瑞现有的细胞毒类肿瘤用药进入成熟期，随着靶向药物时代的来临，这些药物会逐步进入衰退期，这也是恒瑞目前肿瘤药物增长放缓的原因之一，后起之秀还看替尼类的靶向药物。

图表 10：恒瑞主要肿瘤用药样本医院金额占比情况

排名	药名	2007	2008	2009	2010
1	多西他赛	6.99%	7.05%	7.19%	7.05%
5	奥沙利铂	6.18%	5.34%	5.11%	4.45%
22	伊立替康	1.48%	1.56%	1.52%	1.31%
24	来曲唑	0.98%	1.09%	1.14%	1.26%

资料来源：米内网，德邦证券

图表 11：恒瑞主要肿瘤用药样本医院增长情况

排名	药名	2008	2009	2010	CAGR
1	多西他赛	31.07%	29.18%	20.54%	26.85%
5	奥沙利铂	12.30%	21.31%	7.09%	13.42%
22	伊立替康	36.13%	23.77%	5.89%	21.29%
24	来曲唑	44.37%	32.37%	36.27%	37.58%

资料来源：米内网，德邦证券

恒瑞的肿瘤用药不但是肿瘤市场的主流，同时也在整个医院占比较高（仅次于罗氏），公司主要产品金额占比都是数一数二。同时从表 12 我们也可以看到整个肿瘤市场的市场

集中度较低，罗氏凭借单抗药物份额稳居第一，且处于上升势头，值得中国企业借鉴。

图表 12：恒瑞全部肿瘤用药样本医院金额占比情况

排名	企业名称	2007	2008	2009	2010
1	罗氏	9.37%	9.96%	10.31%	10.61%
2	恒瑞	7.09%	7.09%	6.40%	5.79%
3	齐鲁	4.40%	4.42%	4.46%	4.47%
4	赛诺非安万特	4.45%	4.57%	4.84%	4.46%

资料来源：米内网，德邦证券

图表 13：恒瑞主要肿瘤用药样本医院竞争情况

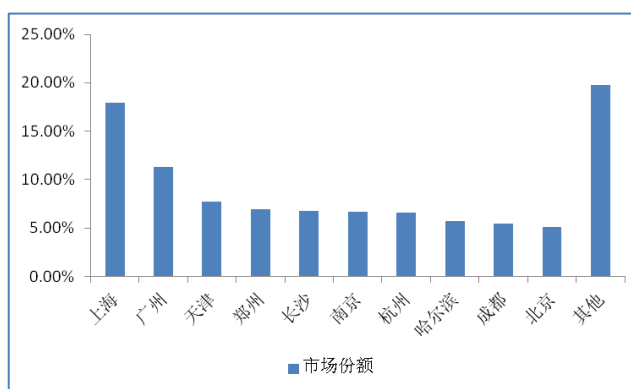
药名	生产企业	2010年市场份额	药名	生产企业	2010年市场份额
多西他赛	恒瑞	38.81%	奥沙利铂	赛诺非-安万特	56.42%
	赛诺非-安万特	32.88%		恒瑞	39.24%
伊立替康	恒瑞	56.42%	来曲唑	诺华	63.36%
	辉瑞	39.24%		恒瑞	36.64%
异环磷酰胺	百特	51.19%			
	恒瑞	41.19%			

资料来源：米内网，德邦证券

综上所述，恒瑞肿瘤药品市场上的主要竞争对手是国外巨头，而且市场份额已经较高，增幅趋缓是必然。我们认为以后肿瘤药品的增长主要来自于以下三个方面：

1. 对于现有产品的深度挖掘，如往二级医院扩展和开拓市场份额还不高的城市。比如用药金额较高的北京，公司目前全部药品的占比仅为 5.14%。

图表 14：2011 年恒瑞主要产品在样本城市的竞争格局



资料来源：米内网，德邦证券

2. 肿瘤药品制剂的出口，分享海外市场，内推国内市场。公司伊立替康是国内唯一一家通过 FDA 无菌注射液认证的厂家，此种技术优势让公司产品在

国内推广更为顺畅，同时还有能力要求定价优势，降低产品在国内的降价风险。伊立替康 FDA 认证的通过一方面为其他产品的海外认证积累了经验（恒瑞正在向美国，欧盟申请 10 多个仿制药产品认证，预计今年将有 2-3 个品种获批，并将新申报 6-7 个品种），同时伊立替康也可以探路海外销售模式（今年 5 月，恒瑞生产的 43727 支首批伊立替康抵达美国，并将通过美国分销商的平台销往美国各大医院，预计今年，该品种将为恒瑞带来百万美元的出口额-----媒体报道）。

3. **靶向药物的崛起。**公司预计今年阿帕替尼即将获批，通过我们对浙江贝达埃克替尼的调研，我们认为恒瑞的阿帕替尼一进入市场应该就能快速放量，靶向类药物将是恒瑞肿瘤药物再次腾飞的引擎。

公司主要肿瘤产品销售收入预测见下表。

图表 15：恒瑞主要肿瘤产品分项预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
多西他赛（亿元）	5.30	6.92	8.57	9.96	11.16	12.27	13.25	14.05
增长率（%）		30.44%	23.82%	16.22%	12.07%	10.00%	8.00%	6.00%
奥沙利铂（亿元）	4.22	4.43	5.03	5.51	6.75	7.43	8.02	8.50
增长率（%）		5.01%	13.52%	9.61%	22.52%	10.00%	8.00%	6.00%
伊立替康（亿元）	1.62	1.99	2.58	2.68	3.07	3.37	3.71	4.08
增长率		23.28%	29.31%	4.14%	14.24%	10.00%	10.00%	10.00%
来曲唑（亿元）	0.79	1.00	1.32	1.68	2.08	2.50	2.94	3.47
增长率（%）		26.96%	32.04%	27.87%	23.42%	20.00%	18.00%	18.00%
总额（亿元）	11.92	14.34	17.49	19.84	23.05	25.57	27.93	30.11
增长率（%）		20.25%	21.97%	13.42%	16.23%	10.90%	9.24%	7.80%

资料来源：德邦证券

3.1.2 手术用药及造影剂系列：处于成长期，近两年恒瑞增长主力

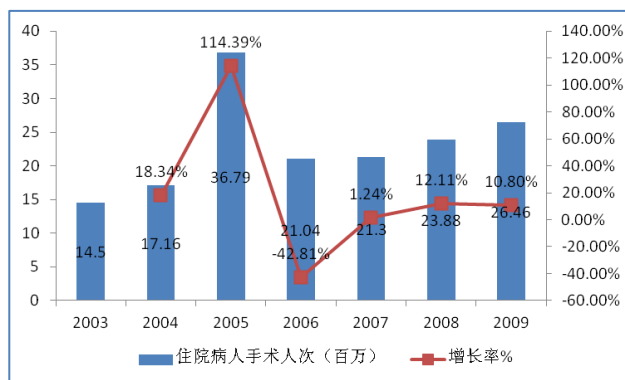
手术用药和造影剂是恒瑞最近才进入的药品领域，由于这两个领域发展时间短，基数小，是恒瑞近两三年收入和利润增长的主力品种。

手术用药又可再分为手术麻醉用药和手术输液用药。前者的典型代表是顺苯磺酸阿曲库铵/阿曲库铵（肌松用药），七氟烷（吸入麻醉用药）和右美托咪定（镇静催眠）；

后者的典型代表是钠钾镁钙葡萄糖注射液。

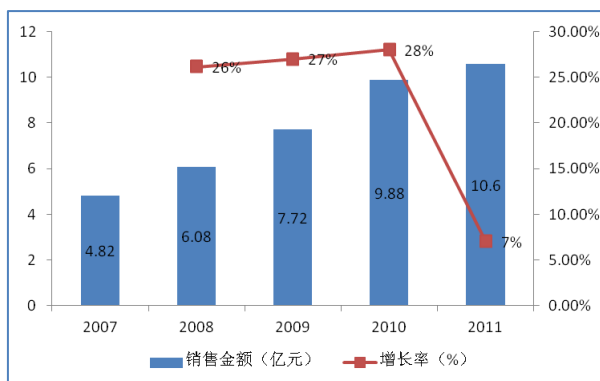
手术麻醉用药具有政策壁垒，市场上竞争品种不多，并且由于手术数量的上升，麻醉药的用量也将随之上升。整个麻醉的市场容量从 2007-2010 年都保持了接近 30% 的增长，但在 2011 年出现了较大的滑落。即便如此，在 2011 年公司的麻醉制品也超过了 50% 的增长。

图表 16：2003-2009 医院手术人次



资料来源：米内网，德邦证券

图表 17：2007-2011 麻醉用药样本市场销售情况



资料来源：米内网，德邦证券

七氟烷是手术麻醉用药金额中较大的一个品种，2005 年恒瑞该品种占据了市场份额达到过 86%。随着竞争者的加入，恒瑞的市场份额缩减至 30~40% 之间，仅次于日本的九石制药。日本的九石制药市场份额超过 40%，位列第一。

顺苯磺酸阿曲库铵市场的竞争对手相对较少。从 2011 年的竞争格局来看，和恒瑞竞争的只有葛兰素史克和东英药业。恒瑞占据的市场份额最大，约为 48.26%。

右美托咪定是恒瑞的又一个重磅品种，国内几乎没有竞争对手。右美托咪定的原研

厂家是雅培，1999 年投放市场。但是自恒瑞 2009 年获批生产后，迅速获得了市场份额，据统计 2011 年这个市场恒瑞占据了接近 100% 的市场份额。恩华药业的右美托咪定也已获批，但是还未进行大面积推广。公司的手术输液用药由于基数较低，增长也较快。

公司主要手术麻醉产品和手术输液产品销售收入预测见下表：

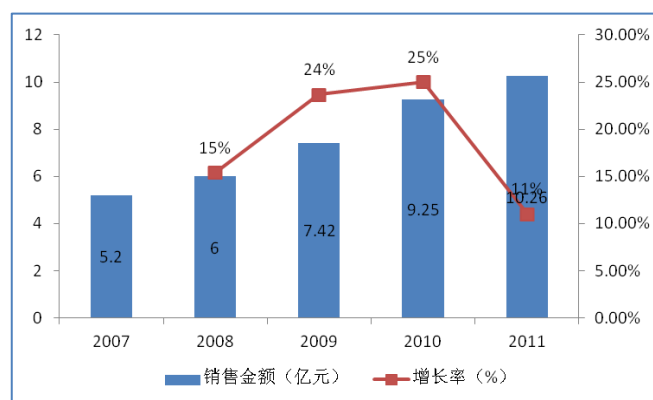
图表 18：恒瑞手术麻醉和手术输液产品分项预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
七氟烷 (亿元)	0.52	1.01	1.61	2.31	3.13	4.38	5.69	7.40
增长率 (%)		93.24%	59.35%	43.66%	35.54%	40.00%	30.00%	30.00%
(顺苯磺酸) 阿曲库铵 (亿元)	0.63	0.89	1.46	2.52	3.84	5.38	6.99	9.09
增长率 (%)		41.81%	63.13%	72.59%	52.41%	40.00%	30.00%	30.00%
右美托咪定 (亿元)			0.02	0.40	1.06	2.66	5.32	7.98
增长率 (%)				2082.28%	167.24%	150.00%	100.00%	50.00%
麻醉总额 (亿元)	1.15	1.90	3.08	5.22	8.03	12.41	18.00	24.47
增长率 (%)		65.07%	62.09%	69.42%	53.71%	54.58%	45.01%	35.91%
钠钾镁钙葡萄糖注射液 (亿元)		0.01	0.12	0.41	1.34	2.94	5.88	8.82
增长率 (%)			1216.67%	248.11%	222.86%	120.00%	100.00%	50.00%
总额 (亿元)	1.15	1.91	3.20	5.64	9.37	15.35	23.88	33.29
增长率 (%)		65.86%	67.54%	76.06%	66.13%	63.92%	55.54%	39.38%

资料来源：德邦证券

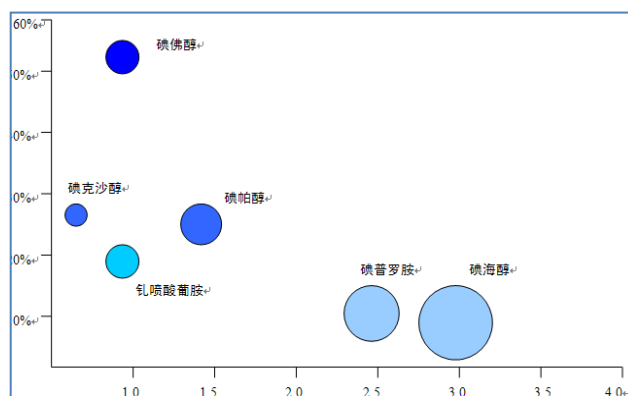
公司还开辟了造影剂领域。造影剂的市场增长在过去几年都维持了 25% 左右的增长，2011 年出现了回落。碘佛醇在造影剂类里增长的最快的一种。恒瑞在 2011 年也取得了 60% 左右的增长。

图表 19：2007-2011 造影剂样本市场销售情况



资料来源：米内网，德邦证券

图表 20：不同造影剂品种增长和市场销售情况



资料来源：湘财研究，德邦证券

2011 年公司的碘海醇占据了整个市场约 60% 的市场份额。其他的竞争对手是 Tyco 医药和万灵科医药。预计该品种，在未来两到三年还会保持较高的增长。

图表 21：恒瑞造影剂产品分项预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
碘佛醇 (亿元)	0.01	0.22	0.76	1.42	2.31	3.93	5.90	8.25
增长率 (%)		3473.15%	249.64%	86.51%	63.39%	70.00%	50.00%	40.00%

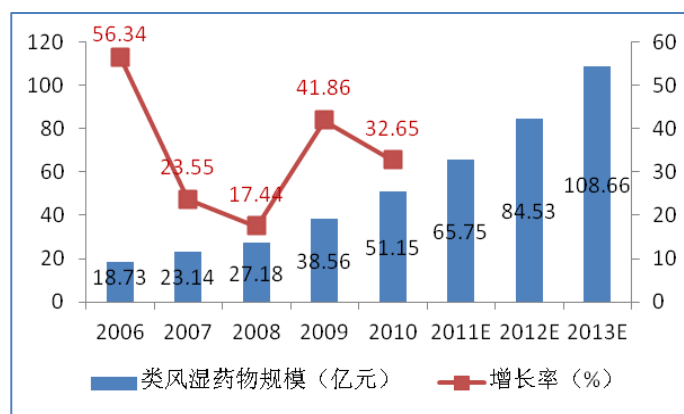
资料来源：德邦证券

如果说公司已有的细胞毒类肿瘤用药处于成熟期，那么手术麻醉/输液和造影剂系列还处于成长阶段，是恒瑞未来两至三年利润的重要来源。另外，公司现在对营销渠道的深耕细作，将会为恒瑞新产品的市场进入埋下成功的伏笔。

3.2 恒瑞的新品分析：艾瑞昔布市场需孕育，替尼能迅速放量

艾瑞昔布是恒瑞十年磨一剑的新品，这是一个主要治疗抗类风湿抗炎药。我国类风湿市场 2011 预计在 65 亿左右，这个市场据南方所推断在 2013 年将会过百亿。

图表 22：2006-2013E 全国类风湿销售规模



资料来源：米内网，德邦证券

艾瑞昔布是辉瑞塞来昔布“me-too”产品，直接和塞来昔布竞争。根据南方所样本医院统计，塞来昔布，在我国整个类风湿市场占比约为 7~8%左右。我们预测 2010 年塞来昔布的市场规模在 3.77 亿元左右。

图表 23：2006-2010 塞来昔布市场规模

年度	2006	2007	2008	2009	2010
类风湿市场规模（亿元）	18.73	23.14	27.18	38.56	51.15
塞来昔布市场占比	9.67%	4.11%	8.03%	8.33%	7.38%
塞来昔布市场规模（亿元）	1.81	0.95	2.18	3.21	3.77
增长率（%）		-47.49%	129.49%	47.17%	17.52%

资料来源：德邦证券

3.2.1 艾瑞昔布简单估算

我们认为艾瑞昔布做为塞来昔布的竞争品种，进入市场应该有个导入期。

2012：市场导入期：

以塞来昔布为参照：假设每盒 40 元（不含税），一个疗程 16 盒

全国类风湿和强脊椎类风湿性关节炎的发病率大约为 0.36%，推算患病人数约为 468 万人左右。

恒瑞和全国 400 余家三甲医院有合作，假设每个医院 200 个病人采用艾瑞昔布，每个医院 200 个病人采用艾瑞昔布，约 8 万人，占整个类风湿用药人群的 2%。

2012 年销售额：40*8*16=5120 万元

2013 年：市场增长期

根据恒瑞以往销售规律（奥沙利铂，多西他赛 1-2 年过亿，3-5 年过 5 亿），进入市场一般两年可以迅速放量，我们预计艾瑞昔布 2013 年会有一个快速增长，可能会达到 1-2 个亿左右。

根据恒瑞的销售净利润率 20%保守估算，2012-2013 艾瑞昔布可以增加公司净利润 1000-2500 万左右。

以上计算只是给市场提供一个思考。产品预测不确定性因素很多。塞来昔布 2010 年的全球市场销售金额是 23.74 亿美金，说明这个一个大品种，恒瑞也表示希望能把艾瑞昔布做到 5 年 5 个亿的市场规模。

3.2.2 替尼类简单估算

如果正如市场预期的恒瑞阿帕替尼明年年初能顺利上市，并且肺癌的适应症能走快速通道，公司阿帕替尼当年我们估计应该能为公司贡献 2-3 亿的销售收入（具体详见肿瘤系列报告之一《抗肿瘤靶向药物分析市场分析》）。因此恒瑞替尼类产品的陆续上市将是恒瑞业绩贡献的又一催化剂。公司对替尼类产品也充满期望，希望做成 10 亿的大品种。

4. 盈利预测

我们对恒瑞的产品分类别进行了预测（由于替尼类产品还未获批，暂不考虑该项产品）。

几点假设：

1. 2012-2014 年公司收入增长速度为 24.10%，25.21%，22.58%
2. 2012-2014 年公司的毛利率均为 84%
3. 2012-2014 年公司的销售费用率均为 43%
4. 2012-2014 年公司的管理费用率均为 16%
5. 2012-2014 年公司的税率维持不变为 15%

根据以上几点假设，2012-2014 年恒瑞医药的营业收入分别为 56.47 亿元，70.71 亿元和 86.67 亿元。2012-2014 年恒瑞医药归属于母公司的净利润分别为 10.87 亿元，13.66 亿元和 16.81 亿元。2012-2014 年摊薄每股收益分别为 0.88 元，1.11 元和 1.36 元。给予 35PE，结合 2012 年的每股收益，目标价为 30.80 元，给予增持评级。

图表 24：恒瑞医药分产品盈利预测

品种	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
抗肿瘤药 (亿元)	13.29	15.86	19.08	21.35	24.67	27.13	29.85	32.83
增长率 (%)		19.31%	20.34%	11.89%	15.51%	10.00%	10.00%	10.00%
手术麻醉/输液	1.15	1.91	3.20	5.64	9.37	15.35	23.88	33.29
增长率 (%)		65.86%	67.54%	76.06%	66.13%	63.92%	55.54%	39.38%
抗感染药 (亿元)	1.36	2.15	2.52	3.17	3.84	4.61	5.53	6.64
增长率 (%)		57.45%	17.49%	25.85%	21.09%	20.00%	20.00%	20.00%
造影剂 (亿元)	0.01	0.22	0.76	1.42	2.31	3.93	5.90	8.25
增长率 (%)		3473.15%	249.64%	86.51%	63.39%	70.00%	50.00%	40.00%
原料药 (亿元)	0.44	0.41	0.42	0.51	0.56	0.59	0.60	0.61
增长率 (%)		-6.16%	1.42%	22.22%	10.00%	5.00%	2.00%	2.00%
其他 (亿元)	3.35	3.39	4.31	5.35	4.75	4.85	4.94	5.04
增长率 (%)		1.12%	27.20%	24.25%	-11.19%	2.00%	2.00%	2.00%
营业收入 (亿元)	19.60	23.93	30.29	37.44	45.50	56.46	70.70	86.67
增长率 (%)		22.09%	26.58%	23.61%	21.53%	24.10%	25.21%	22.58%

资料来源：德邦证券

5. 风险提示：

1. 研发失败的风险
2. 新药审批不及预期的风险
3. 肿瘤药物大幅降价的风险
4. 反商业贿赂的风险

图表 25：恒瑞医药财务预测

单位：百万元

利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3028.96	3744.11	4550.39	5647.04	7070.65	8667.21
减：营业成本	523.85	605.50	784.14	903.53	1131.30	1386.75
营业税金及附加	45.22	56.12	68.68	85.23	106.72	130.82
营业费用	1345.50	1604.68	1911.97	2428.23	3040.38	3726.90
管理费用	435.72	621.39	757.65	903.53	1131.30	1386.75
财务费用	-8.34	-10.95	-14.15	-45.29	-62.82	-85.34

资产减值损失	-9.81	23.12	10.87	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-10.55	0.97	1.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	85.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	771.72	845.21	1032.40	1371.82	1723.76	2121.33
加：其他非经营损益	8.97	14.99	32.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	780.69	860.21	1065.05	1371.82	1723.76	2121.33
减：所得税	87.39	104.77	124.64	205.77	258.56	318.20
净利润	693.30	755.44	940.41	1166.04	1465.20	1803.13
减：少数股东损益	27.57	31.26	63.79	79.10	99.39	122.32
归属母公司股东净利润	665.73	724.17	876.61	1086.94	1365.80	1680.81
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	712.07	993.16	932.87	2616.16	2490.96	4618.20
应收和预付款项	1264.02	1820.23	2481.77	2139.33	3646.75	3445.82
存货	177.13	176.18	299.99	252.75	439.34	409.02
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.34	37.34	1.34	1.34	1.34	1.34
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	558.98	760.81	984.44	834.41	684.38	534.34
无形资产和开发支出	50.28	52.34	51.34	45.63	39.92	34.20
其他非流动资产	190.80	3.78	4.39	4.08	3.77	3.77
资产总计	2954.61	3843.84	4756.14	5893.70	7306.45	9046.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	268.61	315.70	319.19	380.89	441.76	518.35
长期借款	10.00	20.00	10.00	10.00	10.00	10.00
其他负债	10.98	33.31	48.40	48.40	48.40	48.40
负债合计	289.59	369.01	377.59	439.29	500.16	576.74
股本	620.74	749.43	1124.15	1124.15	1124.15	1124.15
资本公积	315.68	428.71	313.99	313.99	313.99	313.99
留存收益	1671.31	2209.23	2786.04	3782.80	5035.28	6576.63
归属母公司股东权益	2607.74	3387.38	4224.18	5220.94	6473.42	8014.77
少数股东权益	57.28	87.46	154.37	233.48	332.87	455.19
股东权益合计	2665.02	3474.83	4378.55	5454.41	6806.29	8469.96
负债和股东权益合计	2954.61	3843.84	4756.14	5893.70	7306.45	9046.70
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	430.78	374.99	528.83	1734.13	-68.76	2187.30
投资性现金净流量	-75.33	-138.13	-498.32	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-41.74	39.99	-75.00	-50.83	-56.44	-60.06
现金流量净额	313.72	276.85	-44.19	1683.30	-125.20	2127.24

资料来源：德邦证券

分析师承诺

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。