

宋颖

执业证书编号：S0270511060002

联系人：唐坚

电话：021-60883480

tangjian@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2012年1月4日

深耕广拓，迈向国际

——恒瑞医药（600276）调研简报

## 研究报告-调研简报

增持（首次）

### 报告关键要素：

恒瑞医药是我国制药企业中化药领域的旗帜型公司，在研发、仿制与创新、以及国际化进程中始终走在行业的最前沿。公司的主要产品覆盖抗肿瘤、抗感染、手术用药、中枢神经药物、造影剂等，并向心血管、内分泌领域延伸；其中，抗肿瘤药物目前在国内市场占有率第一，手术用药市场占有率第二，仅次于外企阿斯利康，造影剂是全国领先首仿企业，有望实现部分进口替代。虽然近两年抗肿瘤、抗感染传统业务增长有所放缓，但手术用药、造影剂等业务快速增长，公司优秀的产品结构保证了业绩的持续稳定增长；而公司的创新药也进入收获期，如一类新药艾瑞昔布上市，胃癌靶向药物阿帕替尼值得期待，未来有望推动公司业绩持续高增长。公司的国际化进程稳步推进，既提高公司国际知名度、开拓国际市场，又保证了产品在国内的价格竞争力。给予公司“增持”评级。

**事件：**近期我们调研了恒瑞医药位于江苏连云港的总部，参观了公司的研发中心与制剂车间，与公司管理层进行了深入的交流。

### 调研内容：

- 伊立替康注射液获得美国FDA认证获准在美国上市对公司的影响。
- 公司现有财务状况对研发投入和固定资产投入扩大产能的支撑力度等。

### 调研结论：

- **伊立替康注射液获得美国FDA认证并获准在美国上市销售：**公司于2011年12月17日收到美国FDA通知，其伊立替康注射液通过美国FDA认证，获准在美国上市销售；且公司是第一家注射液药品获得美国FDA认证通过的国内医药企业。这对公司的国际化战略发展具有里程碑的意义，同时也体现了公司产品质量的优秀度；与美国经销商的销售合同正在洽谈的最后阶段，有望于近期达成协议并开始销售。我们认为，从短期而言，伊立替康注射液在美国的通过认证与上市，对提高公司的品牌影响力和在国际规范市场的认知度要远远大于该产品对公司业绩的提升能力。公司后续还有3个产品在进行ANDA文号申报，如奥沙利铂、来曲唑、多西他赛等，且未来每年都会有新品种进行申报；除美国市场外，在欧盟市场也在同时进行申请。

从国内市场看，我们认为通过FDA或者欧盟认证有助于公司在国内招标定价过程中具有更高话语权，具有同种产品的价格优势，并获得更多创新补助。当前国内各省市的招标主要采取“优质优价”的模式，对制药公司的研发能力和产品质量要求越来越高，因此，对取得FDA和海外注册认证的产品在价格上则给予了相对高价待遇。通过FDA或欧盟认证获得各地招标“优质优价”模式将帮助公司有效提高各地招标过程中的产品价格，抓住并扩大市场份额。

图 1、2006-2010 年伊立替康样本医院销售格局

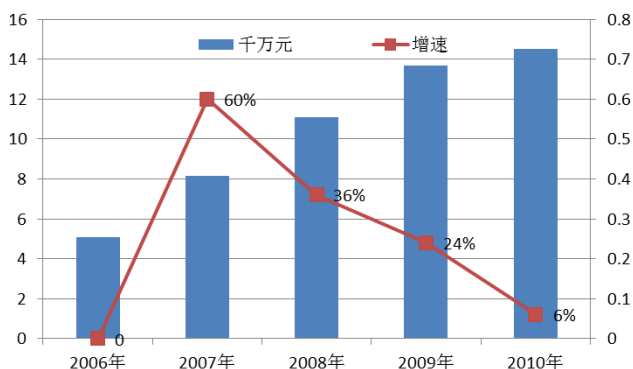
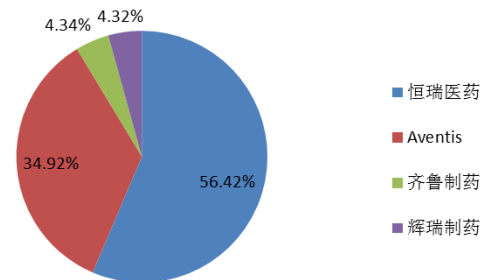
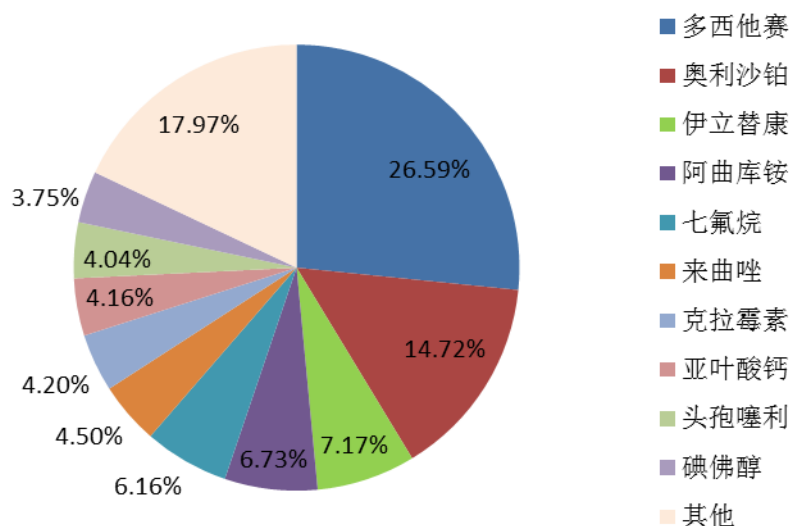


图 2、2010 年伊立替康生产企业竞争格局



资料来源：SFDA 南方所；万联证券研究所

图 3、2010 年恒瑞医药生产药品格局



资料来源：SFDA 南方所；万联证券研究所

- **创新药进入收获期，维持业绩持续稳定增长**：公司是国内医药企业中为数不多重视研发投入的企业，且一直走在行业发展道路的前沿；公司的创新研发产品主要集中在抗肿瘤药物及肿瘤相关疾病领域，未来也向心血管、内分泌领域拓展。公司的研发中心包括上海闵行、连云港和美国新泽西三块，上海闵行主要专注活性小分子化合物的寻找、发现、结构修饰和改造；连云港主要作创新药的发展工作，如药理毒理评价、质量控制、工艺优化和中试等；美国研发部则积极跟踪最新的前沿科技。公司目前的研发队伍近600人，2010年研发费用投入2.8亿元，占销售收入7%左右；2011年研发费用投入近4亿元，占销售收入的8-10%。

公司前几年在战略上主要是以创新药为主，近期在总结之前的研发战略并结合国际药物研发形势下，调整了研发的战略，将研发与仿制并行共同推进，作高端的仿制，包括化合物的结构优化和剂型的改造与创新等。公司历经十余年开发的创新药艾瑞昔布于2011年下半年已获批上市，经过半年

的宣传与推广，预计2012年会形成一定销售规模；胃癌靶向药物阿帕替尼目前正在进行III期临床，从临床疗效与市场前景来看都比较乐观，预计2012年下半年有望获批，是值得期待的又一个大品种药物。公司后续的研发品种也在稳步进行中，预计未来有望每1-2年推出一个新品种。

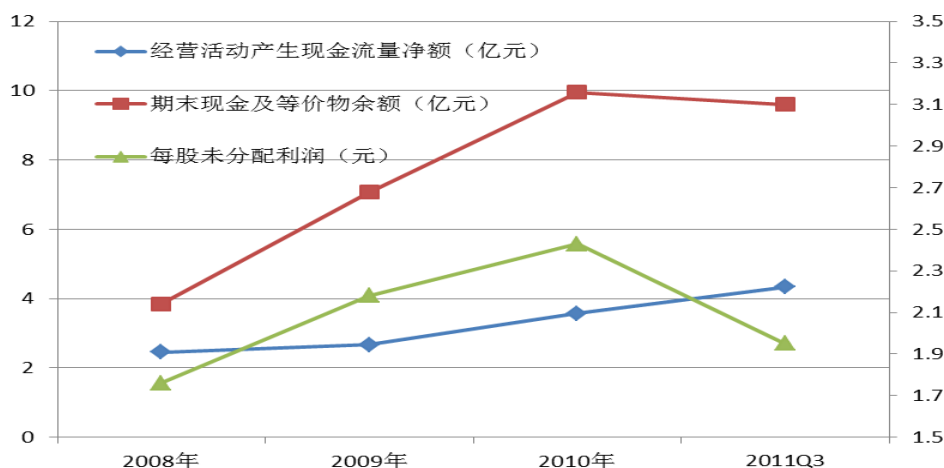
表1、创新药研究进度表

品名	作用类别/适应症	目前状况	预计上市时间
艾瑞昔布	COX-2选择性抑制剂/骨关节炎	已获批生产	2011年已上市
阿帕替尼	VEGF抑制剂/肿瘤	II-III期临床	2012年
法米替尼	多靶点络氨酸激酶抑制剂/肿瘤	I期临床	2013年
非洛他赛	微管蛋白解聚抑制剂/肿瘤	I期临床	2013年
瑞格列汀	DPP-IV抑制剂/II型糖尿病	I期临床	2014年
PEG重组人粒细胞刺激因子	G-CSF/贫血或粒细胞减少	I期临床	2014年
SHR1258	抗肿瘤	临床前	2016年
海曲泊帕乙醇液	血小板生成受体激动剂	临床前	2016年
碳酸盐平衡液	体液补给液	临床前	2016年

资料来源：公司资料；万联证券研究所

- **稳健的财务能力保证持续的研发和固定资产投入**：公司拥有众多品种，在近几年的高速发展中遇到了一定的产能瓶颈，通过调整产品结构达到了部分的缓解效果；公司总投资10亿元，按照美国FDA和欧盟CEP等国际一流标准建设创新药制剂生产基地、生物基因药物生产基地、高端出口制剂生产基地将于2012年底落成并逐步投入使用，届时公司的产品将实现国内与国际的齐头并进，推动业绩高速增长。虽然在2011年与2012年的固定资产与基地建设投入各5亿元，但公司凭借多年积累的充足现金流与优良资产，保证了企业规模的增长与壮大和持续的研发投入。

图4、近3年恒瑞医药经营现金流



资料来源：wind 资讯；万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司在未来的3-5年内可以维持20%左右的销售收入增长，归属母公司的净利润有望维持20% - 25%的增长；而且未来创新药品种有望实现超预期的规模化销售，也将推动公司业绩的超预期增长。预计2011-2013年归属母公司净利润为9.07、11.38、14.36亿元，对应每股收益分别为0.81、1.01、1.28元，给予“增持”评级。
- **投资风险：**创新药研发不确定性；制剂出口业务不达预期。

#### 盈利预测

	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	37.44	44.33	54.90	66.72
增长比率 (%)	23.61%	18.40%	21.60%	21.50%
净利润 (亿元)	7.24	9.07	11.38	14.36
增长比率 (%)	8.78%	25.28%	25.47%	26.18%
每股收益 (元)	0.96	0.81	1.01	1.28
市盈率 (倍)	61	36	28	23

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。