

恒瑞医药 (600276): 技术创新引导企业发展

行业分类: 化学制剂

2012-02-10

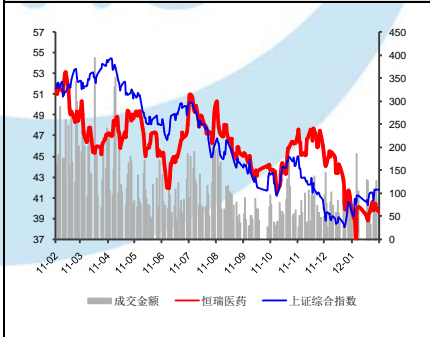
研究员: 张绍坤
(执业证书编号: S0640511010008)
联系人: 刁志学, 赵浩然
电话: 0755-83520492/83692762
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	35.70
当前股价	26.63
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2351.99
总股本 (亿)	11.24
流通 A 股 (亿)	11.20
流通 B 股	0
流通 A 股市值 (亿)	298.26
总市值 (亿)	299.32
ROE(11Q3)	16.73%
资产负债率	12.28%
动态市盈率	32.53
动态市净率	8.35

近一年股价表现



投资要点:

● 政策扶持, 创新型企业受益

目前我国医药行业存在研发投入低、创新能力不足的现状,“十二五”期间,国家将加大对“创新药物”的支持和扶持力度,促使行业进行结构调整,提升行业的核心竞争力,恒瑞医药作为我国创新型标杆企业,将迎来良好的发展机遇。

● 研发驱动, 企业发展转型

恒瑞医药以仿制药起家,坚持新药研发,经过长期的投入和积累,形成了完善的研发体系,逐步实现由“仿制”到“创新”的跨越式发展,在抗肿瘤、心血管、抗生素等用药领域的创新上形成了梯队化的成果,构建了丰富的产品梯队,众多后续产品处于临床试验或临床前试验阶段,未来发展值得期待。

● 产品丰富, 业绩稳定增长

恒瑞医药是国内最大的抗肿瘤药物生产企业,拥有多个销售收入过亿的大品种产品,10 年抗肿瘤用药业务收入突破 20 亿元,经历爆发式的增长之后,受基数变大以及国内经营环境变化等方面的影响,抗肿瘤用药销售收入的增长速度有所减缓,同时随着益营销网络完善、销售资源倾斜,公司非抗肿瘤药物营业收入增长迅速,成为短期内公司业绩增长的主要驱动因素;创新药产品经过市场培育期后,随着营销推广有望实现快速增长,为公司带来持续的高额收益。

● 营销改革, 抢占市场先机

恒瑞医药依托江苏恒瑞医药销售有限公司、江苏新晨医药有限公司两个销售平台,定位于差异化销售,在长期的市场实践中,逐步形成了自身的营销优势;将市场营销和学术推广有机结合,不断开拓和完善销售网络,实现业绩的快速增长,与此同时,公司还积极推动原料药和制剂产品的海外认证,为后续创新药品种进入国际市场打下基础。

投资评级:

我们预测恒瑞医药 11-13 年的 EPS 分别为 0.82 元、1.05 元、1.32 元,对应的动态市盈率分别为 32、25、20 倍,公司正处于发展转型期,新药储备丰富,考虑未来专利药获批后对公司业绩的影响,我们给予公司 35 倍 PE,目标价 35.70 元,买入评级。

风险提示:

产品降价风险; 新药研发风险; 市场推广风险。

目录

目录	2
图表目录	3
1、新药创制，分享行业政策带来的机遇	4
1.1、医药行业保持快速发展，竞争日趋激烈	4
1.2、依托技术创新，抢占专利药市场	5
1.3、政策扶持，创新型制药企业获益	7
2、新药创制标杆性企业	9
3、坚持创新，实现跨越式发展	11
4、立足抗肿瘤药物，积极拓展产品系列	15
4.1、抗肿瘤药物市场前景广阔	15
4.2、立足抗肿瘤药，业务稳步增长	17
4.3、拓展产品系列，业绩增长新动力	19
4.3.1、麻醉药：进入高速增长期	20
4.3.2、造影剂：逐步推广放量	21
4.3.3、其他领域：市场培育为主	21
5、营销改革，抢占市场先机	22
6、公司分产品盈利预测	23
7、盈利预测结果及投资评级	25
8、风险提示	25

图表目录

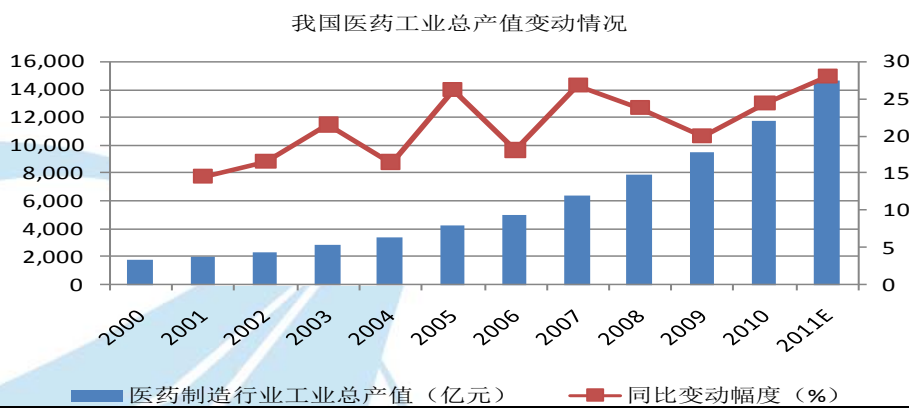
图表 1: 2000-2011 年我国医药制造行业总产值变动情况.....	4
图表 2: 2010 年以来药品降价情况.....	4
图表 3: 制药行业产品价值链	5
图表 4: 医药主流市场药物构成情况.....	5
图表 5: 新药研发流程	6
图表 6: 新药研发风险性	7
图表 7: FDA 批准全新化学分子实体情况.....	7
图表 8: 2006-2010 年我国新药申报情况.....	7
图表 9: 全球主要国家医药研发投入情况.....	8
图表 10: 我国医药创新体系实施阶段.....	8
图表 11: 相关政策性规划文件	9
图表 12: 恒瑞医药股权结构关系图.....	10
图表 13: 恒瑞医药营业收入变动情况.....	10
图表 14: 恒瑞医药净利润变动情况.....	10
图表 15: 恒瑞医药主营业务构成.....	11
图表 16: 恒瑞医药毛利润构成	11
图表 17: 恒瑞医药研发体系	12
图表 18: 恒瑞医药股权激励中研发骨干名单.....	12
图表 19: 恒瑞医药研发投入变动情况.....	13
图表 20: 全球主要制药企业研发投入情况.....	13
图表 21: 恒瑞医药跨域式发展历程.....	14
图表 22: 恒瑞医药部分产品上市销售时间.....	14
图表 23: 恒瑞医药毛利率变动情况.....	14
图表 24: 恒瑞医药在研产品情况.....	15
图表 25: 我国居民肿瘤发病率变动情况.....	16
图表 26: 我国抗肿瘤药物市场规模变动情况.....	16
图表 27: 抗肿瘤药物在药品市场中比重变动情况.....	16
图表 28: 我国城乡居民肿瘤患病率情况.....	17
图表 29: 我国不同年龄阶段居民肿瘤患病率情况.....	17
图表 30: 我国老龄化进程情况	17
图表 31: 我国城镇化进程情况	17
图表 32: 恒瑞医药抗肿瘤业务营业收入情况.....	18
图表 33: 恒瑞医药抗肿瘤药物医院市场占比情况.....	18
图表 34: 2006-2009 年抗肿瘤药物各品种医院市场份额.....	18
图表 35: 2009 年恒瑞医药主打产品市场竞争情况.....	19
图表 36: 恒瑞医药产品结构情况.....	20
图表 37: 我国住院人数变动情况.....	20
图表 38: 我国每年手术人次变动情况.....	20
图表 39: 我国麻醉药市场规模	21
图表 40: 恒瑞医药销售平台	23
图表 41: 恒瑞医药销售费用比例.....	23
图表 42: 公司分产品盈利预测表.....	24
图表 43: 恒瑞医药财务预测表	26

1、新药创制，分享行业政策带来的机遇

1.1、医药行业保持快速发展，竞争日趋激烈

近十年来，由于我国人口增长、老龄化进程加快、医保体系不断健全、居民支付能力增强、以及居民健康意识的提高，药品市场需求保持强劲的增长势头，从而推动我国成为全球药品消费增速最快的地区之一，医药制造行业也成为我国发展较快的行业，工业总产值由 2000 年的 1627 亿元增加到 2011 年的 11417 亿元，年复合增长率在 20% 以上，远高于同期 GDP 的增长速度。预计未来一段时间，在老龄化人口加速增长、政府医疗投入持续增加、基层医疗市场扩容以及国家对医药工业的扶持力度加大等因素的推动下，医药制造行业将持续快速增长。

图表 1：2000-2011 年我国医药制造行业总产值变动情况



资料来源：中航证券金融研究所

目前我国医药行业普遍存在创新能力不足、制剂生产落后的现象，绝大多数企业以生产技术含量较低的原料药和普药为主，产品附加值相对较低，由于没有专利保护，一种药品可以有数十家甚至上百家企业同时生产，基本上仍然处于无序竞争状态；与此同时，为了解决当前社会存在看病贵的难题，主管部门不断颁布“招标、限价”等举措降低药品价格，进一步挤压产品的利润空间，加剧行业的市场竞争，因此对于制药企业而言增强自身的核心竞争力，摆脱低端恶性竞争，打造属于自己的蓝海领域成为未来发展的重中之重。

图表 2：2010 年以来药品降价情况

时间	限价范围	降价幅度
2010-11-30	头孢曲松等部分单独定价药品，涉及抗生素心脑血管等十七大类药品	调整后的价格比现行规定价格平均降低了 19%
2011-03-07	部分用于治疗感染和心脑血管疾病的抗生素和循环系统类药物	调整后的价格比现行规定价格平均降低了 21%
2011-08-05	部分激素、调节内分泌类和神经系统类药品	调整后的价格比现行规定价格平均降低了 14%

资料来源：中航证券金融研究所、发改委

1.2 、依托技术创新，抢占专利药市场

同普药相比较，专利药不仅具备最高技术含量，同时也具有最大的产品附加值，一个新颖性较高的专利药，在其专利期内，生产企业享有市场独占性，产品的价格完全由企业自主决定，生产和销售也由其垄断，不仅能够对生产企业竞争优势的形成和竞争力的提高有显著的作用，还往往能够为企业带来丰厚的投资回报。

图表 3: 制药行业产品价值链



资料来源：中航证券金融研究所

从市场规模来看，专利药物在全球医药市场上一直独领风骚，发达国家对发展专利药物的支持使其处于医药市场主导地位，没有专利权的药物很难进入医药主流市场，据 IMS 统计数据示：2004 年全球非专利药为 542 亿美元，仅占全球药品销售的比例为 10%左右；从区域分布来看，美国、西欧、日本三个发达国家和地区集中了全球最具影响力的跨国制药企业，凭借强大的资本、技术和研发实力，牢牢的控制全球专利品牌药市场，在专利药领域一直处于绝对垄断地位，印度、中国等国家和地区的医药企业则主要集中于原料药和通用名药领域。

图表 4: 医药主流市场药物构成情况



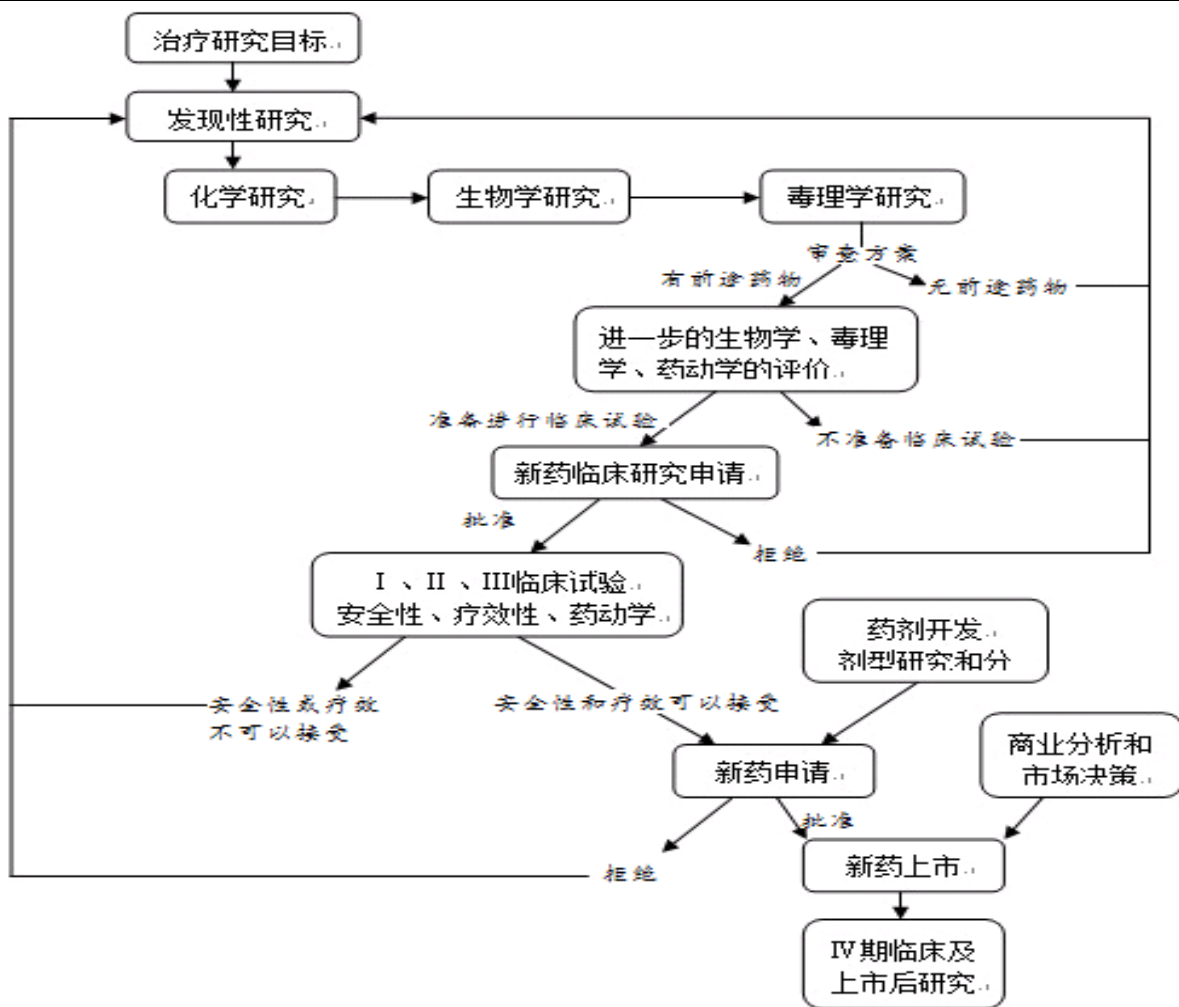
资料来源：中航证券金融研究所

由于我国医药行业普遍存在企业规模小，效益低下等现象，再加上新药研发风险大、国内产权保护不力等方面的原因，直接导致国内制药企业研发投入比例较低，基本上没有完全属于自己的核心专利药物，

目前国内市场上仿制药的比例占到了西药的 97%以上。近些年，一方面随着人口老龄化、城市化进程加快以及新医改体系的逐步建立，我国医药市场保持快速增长的发展趋势；另一方面，国内加大对知识产权的保护力度，不断改进保护机制，我国专利药市场保持较快速度速增长，有数据表明：2010 年我国专利药市场规模同比增长 35.7%，预计未来五年增长仍将会以超过 25%的速度继续。快速增长的市场需求不仅吸引全球更多的专利药生产企业在我国专利药市场挖掘潜在需求，也激励着国内众多制药企业开展加快新药研究，进入专利药市场领域。

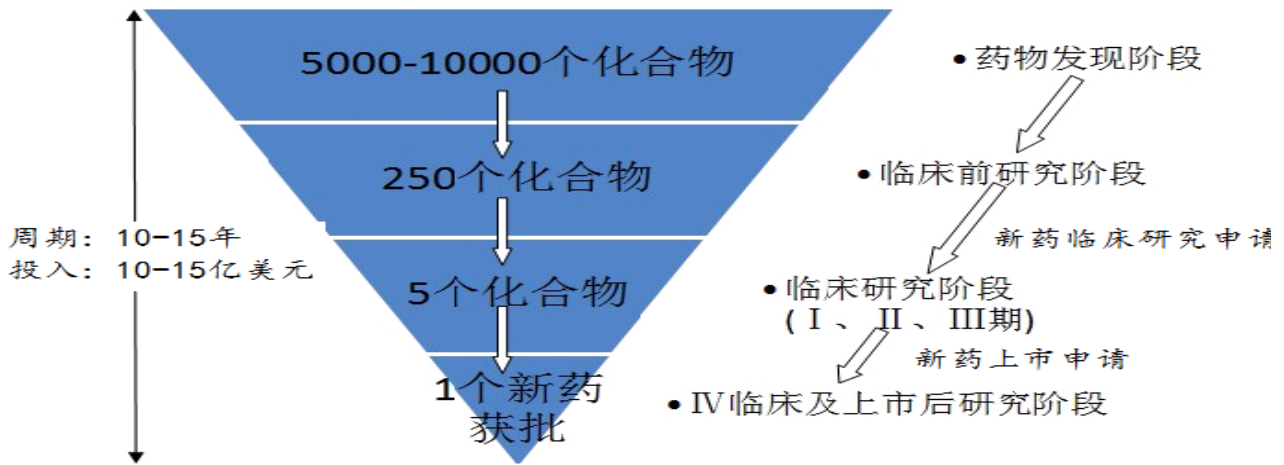
新药研发活动具有投入大、风险高、周期长的特点，特别是近些年世界制药业的内外环境都发生了急剧变化，使得新药研发的风险和难度不断上升，一方面人类疾病的复杂性大幅度提高了新药研制周期和成本，据美国生物医学产业协会统计表明：目前单个药物从概念产生到推向市场需要 10-15 年的时间，其研发平均成本从 1975 年的 1.38 亿美元上升至目前的 10-15 亿美元；另一方面监管部门越来越严格审核药物安全性，使得每年批准上市新药的数目显著减少，进一步加大新药研发的风险性，这也就决定了医药行业中能够轻而易举获得资金支持、抗风险能力较强、具有规模经济且具备技术优势的企业更具有新药研发创制能力，才更有可能提高自身核心竞争力和盈利水平，构建技术壁垒。

图表 5：新药研发流程



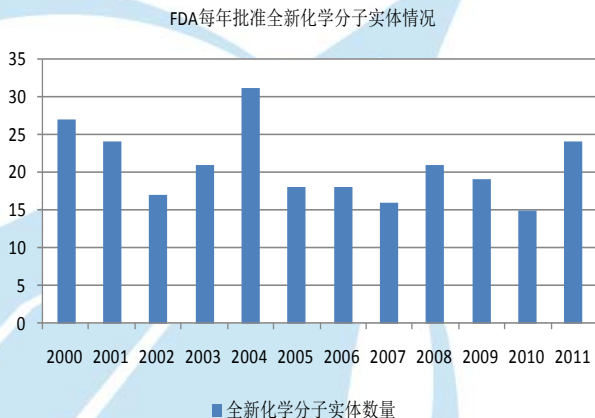
资料来源：中航证券金融研究所

图表 6: 新药研发风险性



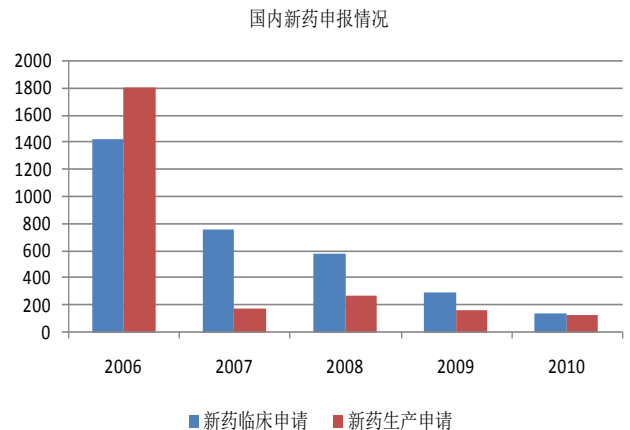
资料来源: 中航证券金融研究所

图表 7: FDA 批准全新化学分子实体情况



资料来源: 中航证券金融研究所, 科技部

图表 8: 2006-2010 年我国新药申报情况



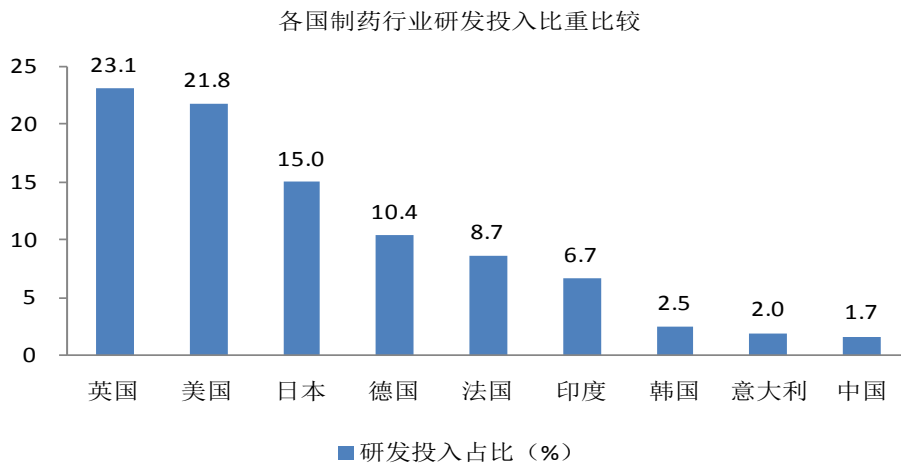
资料来源: 中航证券金融研究所, 药监局

1.3、政策扶持, 创新型制药企业获益

创新能力弱造成的竞争力欠缺是我国制药企业面临的现实问题, 同时也是一直制约我国制药行业发展的主要问题, 近些年, 在全球制药行业逐步向新兴市场转移的大环境下, 我国政府逐步加大对新药研发的扶持力度, 相继通过“863”计划、“973”计划、高新技术产业化专项、中药现代化专项等措施引导和激励制药企业进行创新研究, 推动国内制药产业调整升级, 实现由“医药大国”向“医药强国”的战略转变。

2006 年国务院公告的《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020)》将国家“重大新药创制”专项确定为 16 个重大科技专项之一。“十一五”期间投入近 200 亿元, 带动了大量社会资金投入医药创新领域, 同时通过产学研联盟等方式新建了以企业为主导的五十多个国家级技术中心, 加速我国医药创新能力的全面提升; “十二五”期间, “重大新药创制”仍是我国科技创新能力建设重点, 其专项将获得中央财政下拨资金 100 亿元, 配套资金 300 亿元, 规划“研制 30 个创新药物、改造 200 个左右药物大品种”, 重点投向恶性肿瘤、心脑血管疾病、神经退行性疾病、糖尿病、肺结核等 10 类重大疾病药物的研发。

图表 9: 全球主要国家医药研发投入情况



资料来源: 中航证券金融研究所、科技部

图表 10: 我国医药创新体系实施阶段

时间	阶段	目的及实施情况
2008 年至 2010 年	创新转型阶段	基本形成国家创新体系; 截止到 2010 年 9 月, 全国已有 16 个品种获得新药证书, 41 个品种处于三期临床研究阶段。
2011 年至 2015 年	快速增长阶段	新药研发技术规范基本实现与国际接轨, 研发水平显著提高, 与发达国家的差距显著缩小。
2016 年至 2020 年	跨越发展阶段	我国医药产业的科技创新水平再上一个台阶, 真正成为“医药强国”

资料来源: 中航证券金融研究所

2011 年是我国“十二五”规划的开局之年,《国家“十二五”科学和技术发展规划》、《生物医药发展“十二五”规划》以及《医药工业“十二五”规划》(简称《规划》)等与医药产业密切相关的规划文件相继公布, 其中促进产业升级是医药产业发展的共同关键词, 提高行业研发技术水平, 加快医药产业升级, 已成为全行业的共识。《规划》将增强新药创制能力列为“十二五”期间发展的主要任务, 明确提出要“加强对医药领域专利、商标、技术秘密等知识产权的保护, 依法打击窃取技术秘密的行为”, 并“支持临床必需、疗效确切、安全性高、价格合理的创新药物优先进入医保目录”, 从各个方面鼓励和扶持制药企业进行新药创制活动。

图表 11: 相关政策性规划文件

文件	相关内容
当前优先发展的高新技术产业化重点领域指南(2011年度)	将新型抗恶性肿瘤疾病、抗心脑血管疾病、糖尿病等内分泌疾病,抗肝炎、艾滋、结核等抗感染类疾病,抗老年性痴呆、帕金森氏症等神经退行性疾病及神经精神类疾病、非成瘾性镇痛、戒毒类等的创新药物等重大疾病创新药物及关键技术创新领域列当前优先发展的高新产业化重点领域
医药科技发展“十二五”规划	突破一批药物创制关键技术和生产工艺,研制 30 个创新药物,改造 200 个左右药物大品种,完善新药创制与中药现代化技术平台,建设一批医药产业技术创新战略联盟,基本形成具有中国特色的国家药物创新体系,增强医药企业自主研发能力和产业竞争力;
医药工业“十二五”规划	坚持原始创新、集成创新和引进消化吸收再创新相结合,在恶性肿瘤、心脑血管疾病、神经退行性疾病、糖尿病、感染性疾病等重大疾病领域,呼吸系统、消化系统等多发性疾病领域,罕见病和儿童用药领域,加快推进创新药物开发和产业化,着力提高创新药物的科技内涵和质量水平。支持企业在国外开展创新药物临床研究和注册。实现一批临床用量大的专利到期药物的开发生产,填补国内空白。

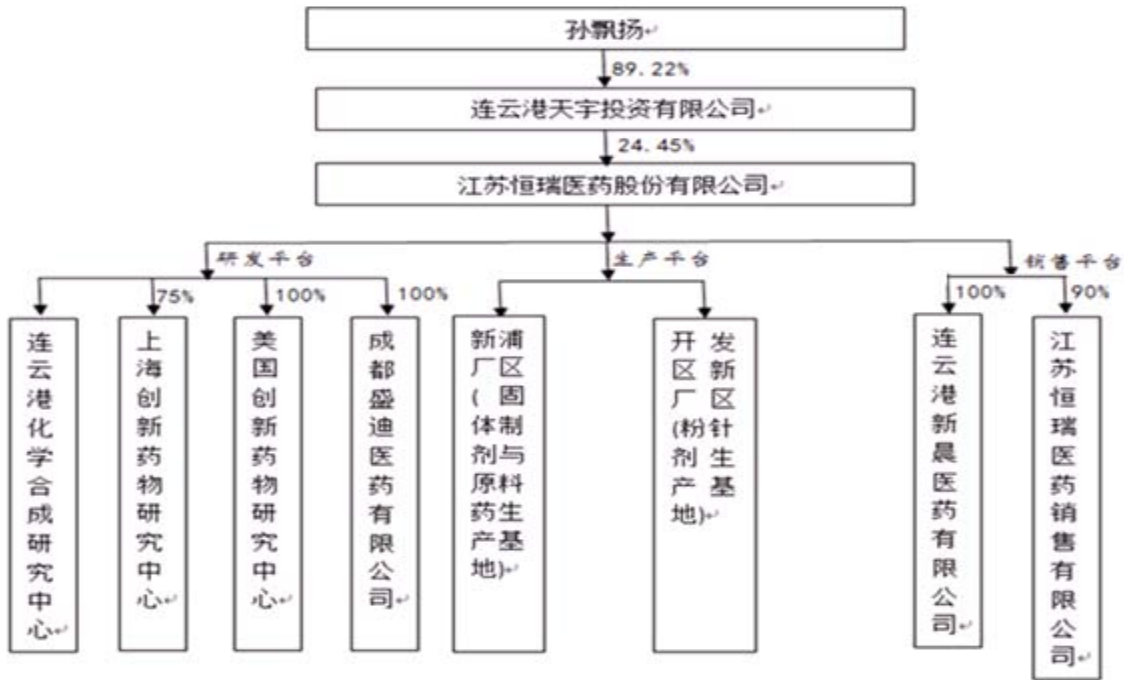
资料来源:中航证券金融研究所

未来随着行业经营环境日趋复杂、新药研发难度加大以及通用名药物市场竞争压力加剧,我国制药企业的业绩不可避免将会出现分化。与此同时,在我国知识产权保护力度加大、政府扶持措施逐步落实、新药重新定义的医药产业环境下,行业规范对专利药生产企业越来越有力,诸如恒瑞医药等优质创新型制药企业将凭借其资金、人才、技术和规模等方面的优势,有望获得更多政策和社会资源的倾斜,从市场竞争中脱颖而出,分享行业政策带来的机遇。

2、新药创制标杆性企业

公司始建于 1970 年,前身为连云港制药厂,是国内最大的抗肿瘤药物的研究和生产基地和国家定点麻醉药品生产厂家之一,抗肿瘤药销售连续七年在国内排名第一,市场份额达 12%以上,同时也是国内最具创新能力的大型制药企业之一,主要销售品种有抗肿瘤药、手术用药、心血管药、抗生素、内分泌药、造影剂、及输液类等 80 多个品种,公司于 2000 年在上海证券交易所上市,目前公司的实际控制人为董事长孙飘扬先生。

图表 12: 恒瑞医药股权结构关系图

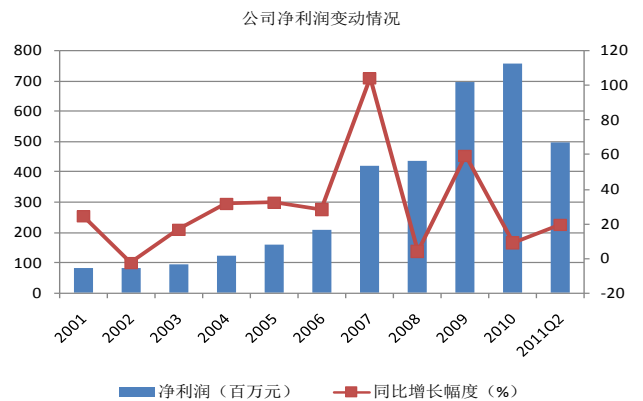
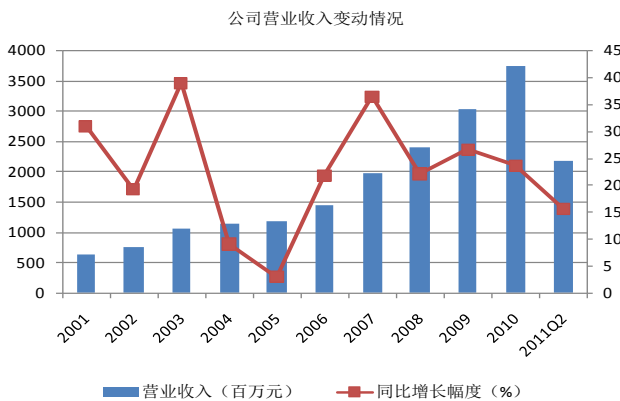


资料来源: 中航证券金融研究所, 公司年报

自 2000 年在上海证券交易所上市以来, 公司一直保持持续快速发展的增长势头, 营业收入和净利润的年复合增长率分别为 21.81% 和 28.09%; 2011 年中报显示公司营业收入和利润主要来源于医药制造行业, 公司于 2008 年收购了连云港华晨医药有限公司, 专门负责销售公司生产的 OTC 产品, 从而进入医药商业领域, 但由于商业业务的规模较小且毛利率较低, 对公司业绩贡献较小。2011 年 6 月 13 日由于公司 OTC 药品销售规模较小, 成本居高不下, 现已出现经营性亏损, 为了防止进一步扩大损失, 公司董事会通过《关于出售连云港华晨医药有限公司有限公司股权的议案》, 拟将华晨公司 90% 的股权以及销售公司持有华晨 10% 的股权分别以 1080 万元和 120 万元的价格转让给连云港斯派实业有限公司, 回归医药制造行业主业。

图表 13: 恒瑞医药营业收入变动情况

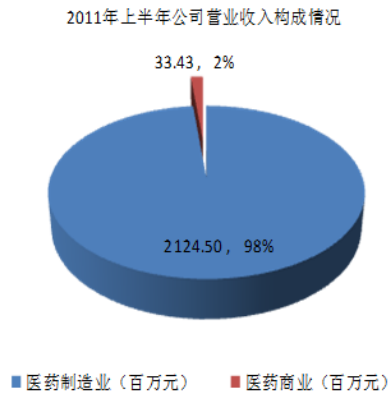
图表 14: 恒瑞医药净利润变动情况



资料来源: 中航证券金融研究所, 同花顺

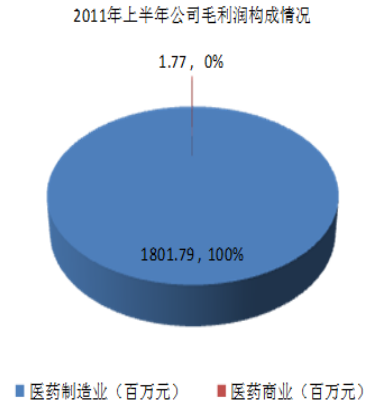
资料来源: 中航证券金融研究所, 同花顺

图表 15: 恒瑞医药主营业务构成



资料来源: 中航证券金融研究所、同花顺

图表 16: 恒瑞医药毛利润构成



资料来源: 中航证券金融研究所、同花顺

3、坚持创新，实现跨越式发展

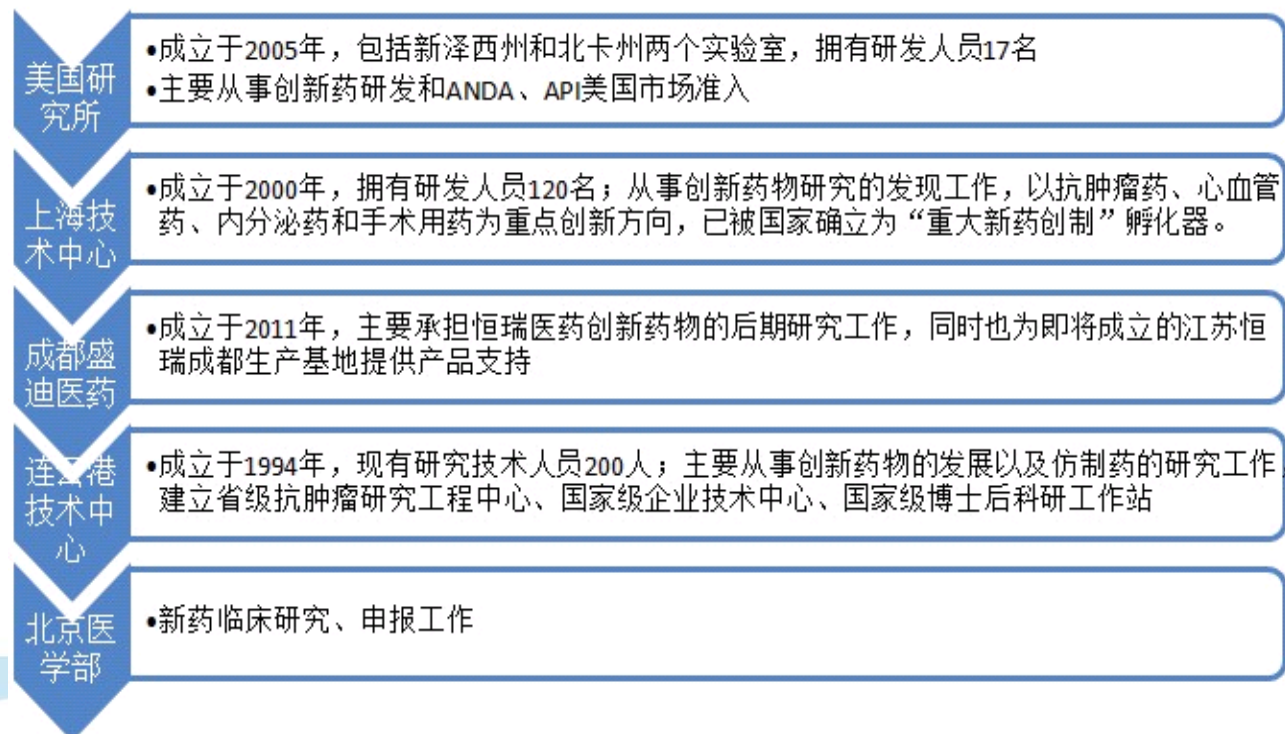
公司董事长孙飘扬先生一直从事新药研究和经济管理工作，具备扎实的化学制药专业背景，1991年针对当时企业产品技术含量小、附加值低的状况，公司以开发新药为突破口，成立医药研究所，构建企业独立的创新平台，打造企业核心竞争力，开始漫长的创新药研制发展之路。

1997年和2000年公司相继投资近两亿元在连云港和上海建立了两大研究中心，确定了研制抗肿瘤药、心血管药、麻醉镇痛药、手术用药以及防治常见病、多发病药物为重点研究方向的科研战略，随后又在北京招聘博士成立医学部以及积极在美国筹备创新药物研究所。

目前公司已经建立了以上海创新药物研究中心、连云港化学合成研究中心、美国创新药研究中心、成都盛迪医药有限公司和北京临床医学部(2012年收购主要从事临床医学研究和产品报批工作的北京恒森创新医药科技有限公司)为主的研发平台，各研究中心相互之间明确分工、统一协作，构成了一个高效运作的整体，首先上海中心与美国研究所保持紧密地联系，积极跟踪最新的前沿科技，开展创新药物研究的上游工作，如靶结构的确立、新化合物的结构设计等；成都盛迪医药主要承担创新药的后期研究工作，具体为创新药物筛选平台选题成功后的制剂研究、药物分析研究、临床试验、最终申报生产；连云港科研中心主要负责创新药的药理毒理评价、质量标准的制定、中试样品提供等下游研究工作；北京医学部(北京恒森)主要从事新药临床研究和申报工作，形成了完备的研发体系。

恒瑞医药的研发思路非常清晰:首先是瞄准国内目前还没有厂家生产的产品，做到多内首仿；其次紧跟国外临床研究前沿，公司有专门的专家团队提供最近最前沿信息，在分析目标病例人群的基础上进行研究；最后则是在一个领域内产品要全面，产品之间能够形成很好的互补，增强竞争力。

图表 17: 恒瑞医药研发体系



资料来源：中航证券金融研究所、公司网站

新药研发离不开高水平的研发团队，公司不断引进高层次新药创制人才，先后聘请邓炳初博士、孟宪台博士等新药研发专家和领军人才加盟，目前研发中心研究人员已经达到 800 多名，形成了领军专家、博士、硕士、本科生等金字塔结构的研发队伍。稳定的研发团队是恒瑞医药实现跨越式发展的关键，为了留住人才，公司 2010 年实施股权激励措施，激励对象为公司高管、核心技术人员、骨干业务人员、关键岗位人员，有力促进公司研发团队的积极性和稳定性。

图表 18: 恒瑞医药股权激励中研发骨干名单

序号	姓名	职务	登记数量 (万股)	序号	姓名	职务	登记数量 (万股)
1	陈永江	研究一所所长	15	8	吕贺军	研发骨干	3
2	吴玉霞	研究二所所长	15	9	王茜	研发骨干	3
3	万中晖	工艺研究所所长	3	10	张蕾	研发骨干	3
4	李语如	研发骨干	5	11	李心	研发骨干	1.33
5	杨方龙	研发骨干	2.55	12	冯君	研发骨干	2
6	仝新勇	研发骨干	1.25	13	赵慧人	研发骨干	3

7	宫爱申	研发骨干	1	14	严庞科	研发骨干	2
---	-----	------	---	----	-----	------	---

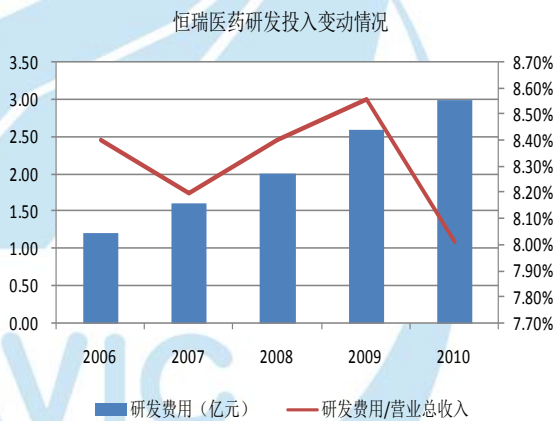
合计：奖励研发骨干 16 人，2 人弃权，合计完成限制性股票登记数量 59.13 万股，占本次总量的 13.02%

资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

与国内制药企业研发费用投入普遍较低的情况不同，恒瑞医药在选择大品种用药市场为仿制方向的基础上，坚持“品种好、数量多、速度快、难度大”的研发优势，持续多年保持较高比例的研发投入，构建丰富的产品群，打造出众多重磅药物。经过长期的沉淀和积累，公司逐步实现了由“普药”到“仿制药”再到“创新药”的跨越，2000 年以来，异环磷酰胺、亚叶酸钙、奥沙利铂、多西他赛等多个仿制产品的上市销售改善了公司产品结构，大幅度提升公司整体的毛利率水平；2011 年国家一类新药“艾瑞昔布片”获批，标志着公司开始由“仿制药时代”进入“创新药时代”。

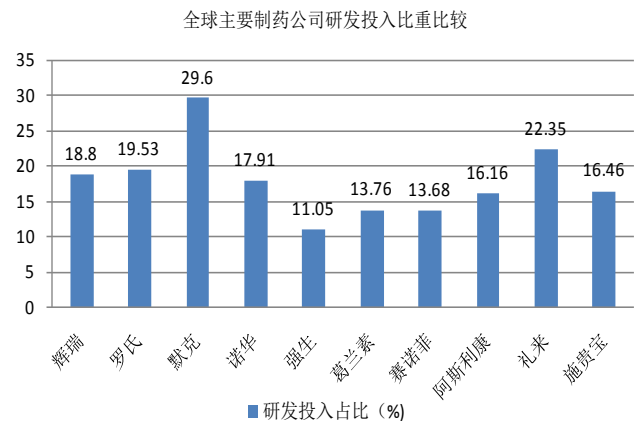
二十余年的投入和坚持，使得恒瑞医药成为国内新药研发的标杆性企业，在坚持自主创新的同时，公司同样重视向社会借脑借力，拓展企业技术创新空间，依托省级抗肿瘤工程中心、国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站，开展产学研联合，与多家国内科研院所、大专院校共建创新联合实验室，通过技术转让、联合创新、自主开发等多种形式开发新药。截止到目前，公司在抗肿瘤、心血管、抗生素等用药领域的创新上形成了梯队化的成果，众多后续产品处于临床试验或临床前试验阶段，构建了丰富的产品梯队。

图表 19：恒瑞医药研发投入变动情况



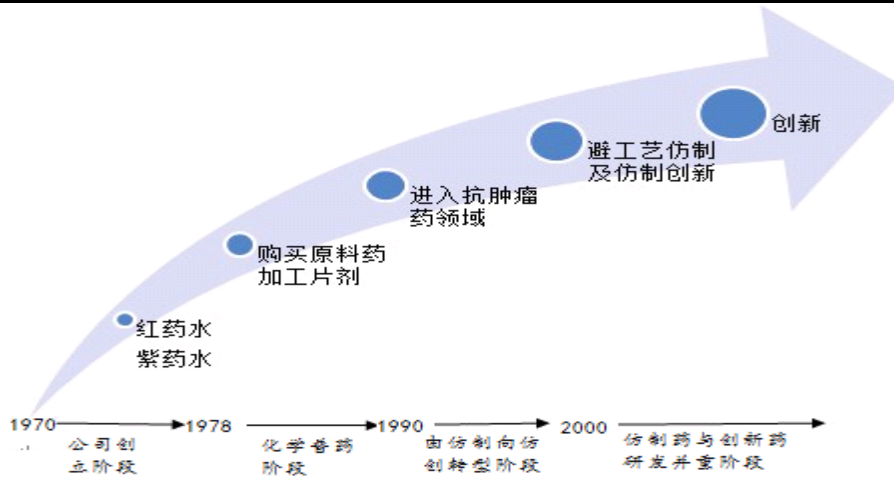
资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

图表 20：全球主要制药企业研发投入情况



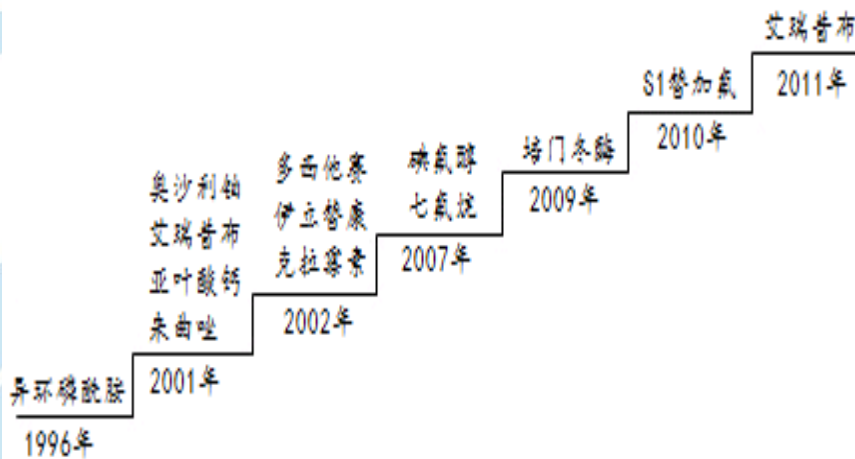
资料来源：中航证券金融研究所

图表 21: 恒瑞医药跨域式发展历程



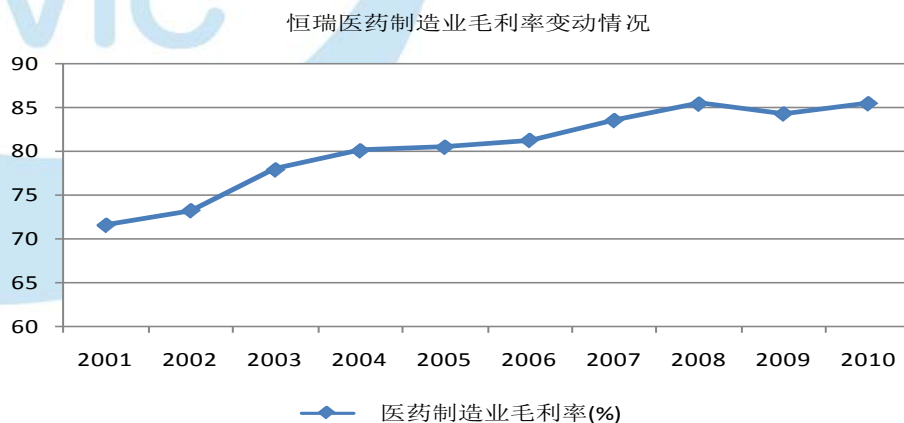
资料来源: 中航证券金融研究所

图表 22: 恒瑞医药部分产品上市销售时间



资料来源: 中航证券金融研究所

图表 23: 恒瑞医药毛利率变动情况



资料来源: 中航证券金融研究所、wind

图表 24: 恒瑞医药在研产品情况

产品	类型	研发进展
阿帕替尼	抗肿瘤	胃癌、肺癌临床三期，肝癌和乳腺癌临床二期
法米替尼	抗肿瘤	肾癌临床二期
非络他赛	抗肿瘤	临床一期结束
瑞格列汀	型糖尿病	临床一期
PEG-GCSF	G-CSF/贫血或粒细胞减少	临床一期

资料来源：中航证券金融研究所、公司资料

恒瑞医药在立足国内市场的同时，也在积极开拓国际市场，实施“国际化”战略，首先是特色原料药的 FDA 认证，其次是生产线和制剂方面的 FDA 认证，逐步推动自主创新产品进入国际医药主流市场，参与国际竞争。在“国际化”战略实施进程中，公司根据自身实际情况，在国内研发的基础上优选有前途的创新品种到美国做临床研究，2009 年 8 月，公司自主研发的用于治疗 II 型糖尿病的创新药—瑞格列汀在美国获准进入一期临床试验；2011 年 12 月，伊立替康注射剂通过美国 FDA 认证，获准在美国上市销售；此外，公司还计划优选科技含量高、机型独特、仿制有较高技术壁垒的通用名药准备申请更多的 FDA 认证，2011 年上半年公司向美国 FDA 申报 2 项 ANDA，1 项 DMF。

4、立足抗肿瘤药物，积极拓展产品系列

4.1、抗肿瘤药物市场前景广阔

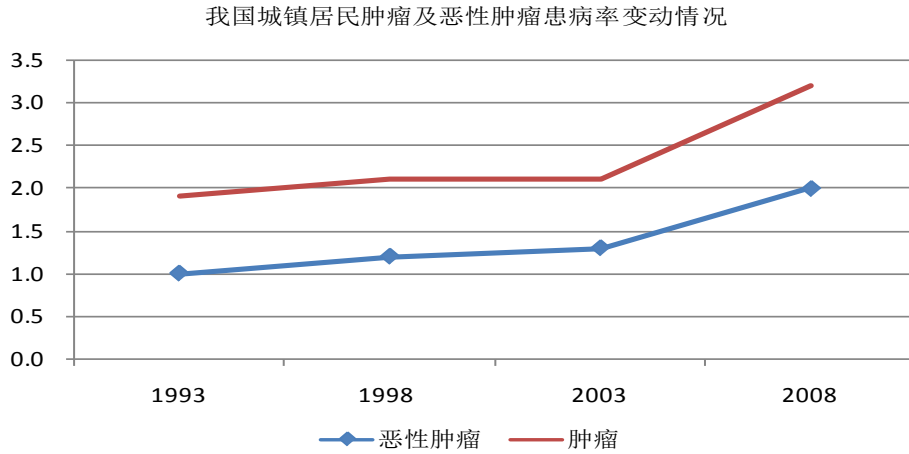
肿瘤是指机体在各种致癌因素作用下，局部组织的某一个细胞在基因水平上失去对其生长的正常调控，导致其克隆性异常增生而形成的新生物，一般来说，可以分为良性肿瘤和恶性肿瘤即癌症。

据世界卫生组织报道，癌症是全世界一个主要死亡原因，目前每年的癌症死亡人数达 700 多万人，超过 70% 的癌症死亡发生在低收入和中等收入国家，未来随着世界人口日趋老龄化，全世界每年癌症死亡人数还将快速上升，预计到 2030 年可能超过 1310 万。

我国是癌症发病率和死亡率较高的国家和地区之一，特别是最近二三十年，随着我国社会的发展、居民生活水平的提高以及生活方式和生活习惯的改变，我国癌症发病率和死亡率一直呈上升趋势，2011 年中国抗癌协会在“第十七届全国肿瘤防治宣传周”上发布的数据显示目前我国“平均每年新发肿瘤病人约 250 人，因癌症死亡人数约 140 万”，分别占全球新增肿瘤患者和死亡人数的 20% 和 24%，全国肿瘤的发病率由 1993 年的 1.9‰ 上升到 2008 年的 3.2‰，庞大的肿瘤患病人群和持续上升的高发病率形成了一个潜力巨大的抗肿瘤药物需求市场，在临床需求增长的推动下，抗肿瘤药物已成为国内医药市场增速最快的种类，市场规模一直保持稳步增长，2009 年达到 405 亿元，成为医药市场上仅次于抗感染类药物的第二大用

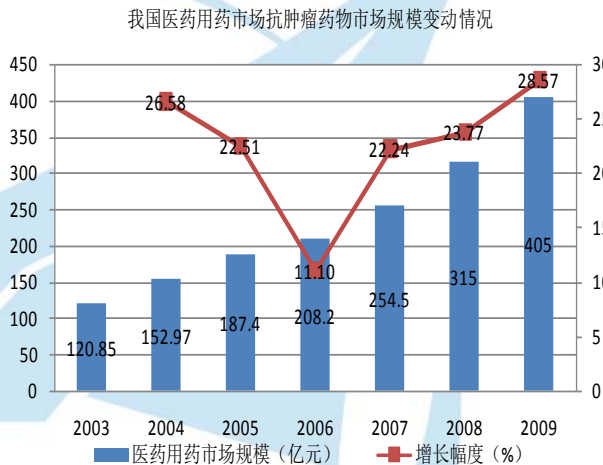
药领域，在整个药品市场中所占的份额保持稳步提升趋势。

图表 25：我国居民肿瘤发病率变动情况



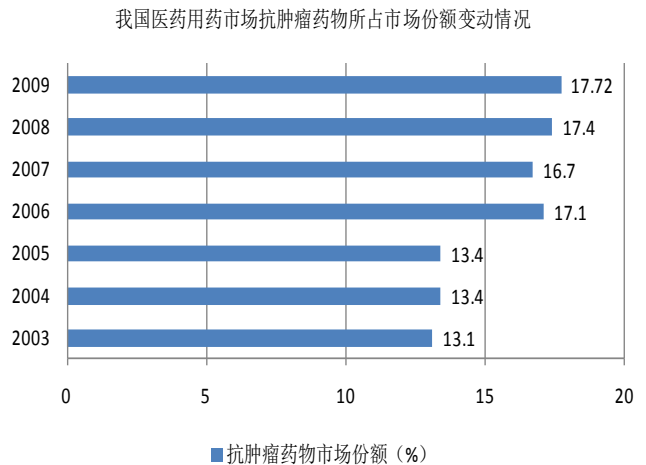
资料来源：中航证券金融研究所、卫生部

图表 26：我国抗肿瘤药物市场规模变动情况



资料来源：中航证券金融研究所、企业年报

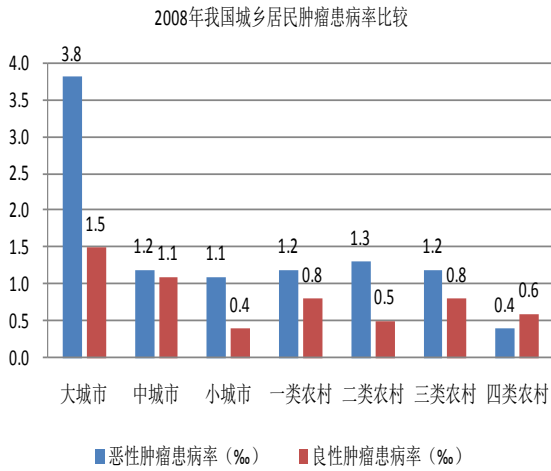
图表 27：抗肿瘤药物在药品市场中比重变动情况



资料来源：中航证券金融研究所

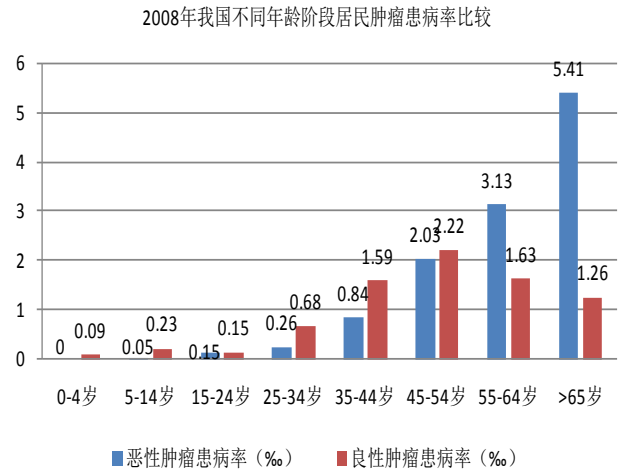
近些年，我国肿瘤发病率和死亡率呈上升趋势的原因主要有：1，老龄化人口增加，根据最新发布的我国第六次人口普查数据显示，60岁及以上人口已超过1.77亿人，占全国总人口的13.26%，随着年龄增长，身体肌体的免疫功能有所减弱，有利于肿瘤的发生和发展；2，城镇化进程加快，随着城镇化的发展，人们的生活节奏也越来越紧张，生活习惯和饮食结构也发生了显著的变化，不健康饮食和不良生活习惯的增多，导致肿瘤发病率增高；目前我国正处于老龄化和城镇化进程加速时期，特别是在“十二五”期间，老龄化进一步加速发展，受此影响，预计未来二三十年内，我国居民肿瘤患病率和死亡率将会继续保持上升趋势，同时随着军民生活水平和健康意识的提高，相关治疗领域药物需求将会进一步加大，市场前景广阔。

图表 28: 我国城乡居民肿瘤患病率情况



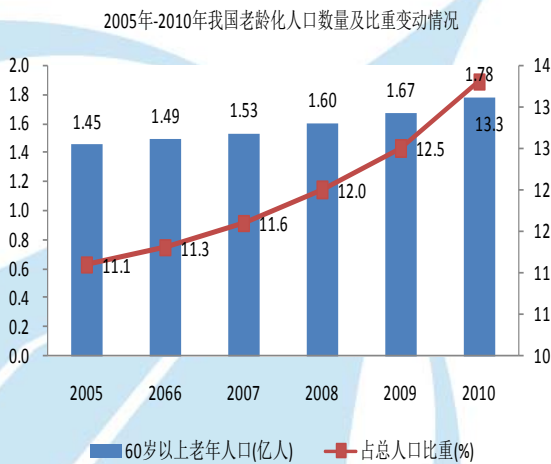
资料来源: 中航证券金融研究所、卫生部

图表 29: 我国不同年龄阶段居民肿瘤患病率情况



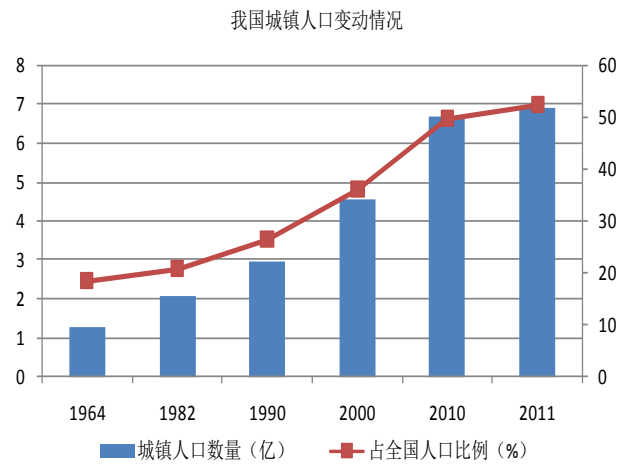
资料来源: 中航证券金融研究所、卫生部

图表 30: 我国老龄化进程情况



资料来源: 中航证券金融研究所、统计局

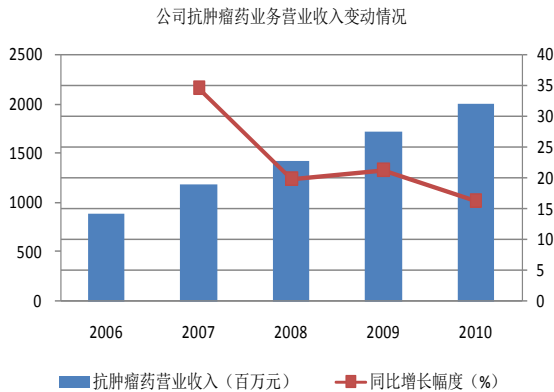
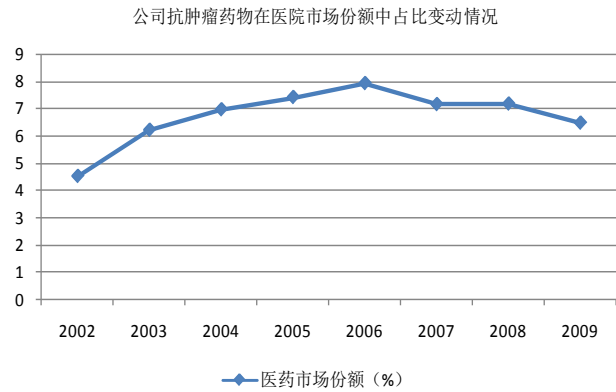
图表 31: 我国城镇化进程情况



资料来源: 中航证券金融研究所、统计局

4.2、立足抗肿瘤药，业务稳步增长

公司是我国国内最大的抗肿瘤药物研究和生产基地，其抗肿瘤药销售连续7年国内排名第一，拥有来曲唑、多西他赛、奥沙利铂、伊立替康等多个销售额过亿的抗肿瘤药物产品，2003-2006年公司在医院抗肿瘤药物市场中市场份额占比逐年提高，一直处于领先地位，近两年主要受单抗类抗肿瘤产品市场冲击较大，市场份额占比有所下滑。从收入情况来看，抗肿瘤药作为公司的主打品种，2007年营业收入超过10亿元，经过07年之前爆发式的增长之后，近几年抗肿瘤药业务一直保持平稳增长。

图表 32: 恒瑞医药抗肿瘤业务营业收入情况

图表 33: 恒瑞医药抗肿瘤药物医院市场占比情况


资料来源: 中航证券金融研究所、公司资料

资料来源: 中航证券金融研究所、南方所

公司从 1990 年进入抗肿瘤药物领域以来, 经过多年的培育, 产品系列包括以多西他赛、奥沙利铂、亚叶酸钙、伊立替康、来曲唑等抗肿瘤用药领域的明星产品为主的老品种, 培门冬酶、S1 替加氟等处于市场培育期的新品种以及未来不断上市的替尼类新产品, 形成了完备的抗肿瘤产品线。

2009 年起抗肿瘤药逐步被纳入国家医保范畴, 其市场规模一直保持稳定增长, 随着城镇化和老龄化程度加深, 抗肿瘤药的临床市场需求迅速攀升, 未来抗肿瘤药加入基本药物目录将会是一件大概率事件, 市场规模将会进一步扩大。一方面, 恒瑞医药作为国内最大的抗肿瘤药物生产企业, 多西他赛、奥沙利铂、伊立替康等主打产品在国内市场份额处于领先地位, 众多新产品陆续上市销售, 进一步巩固公司国内抗肿瘤药市场的龙头地位, 有望成为市场扩容的主要受益者, 同时受国内医药政策和行业竞争的影响, 公司部分抗肿瘤产品存在降价风险; 另一方面, 2011 年 12 月伊立替康注射剂通过 FDA 认证, 获准在美国上市销售, 随着公司“国际化”战略的实施, 未来更多制剂品种有望进入国际市场。

图表 34: 2006-2009 年抗肿瘤药物各品种医院市场份额 (蓝色为公司拥有产品)

排名	药品名	2006	2007	2008	2009
1	多西他赛	6.35%	7.03%	7.12%	7.25%
2	紫杉醇	8.13%	7.30%	7.11%	6.49%
3	胸腺肽 α1	5.18%	5.19%	6.05%	6.19%
4	奥沙利铂	6.30%	6.22%	5.39%	5.16%
5	胸腺五肽	5.97%	4.73%	4.93%	5.06%
18	伊立替康	1.61%	1.49%	1.57%	1.53%
29	来曲唑	0.71%	0.99%	1.10%	1.15%

资料来源: 中航证券金融研究所、南方所

图表 35: 2009 年恒瑞医药主打产品市场竞争情况

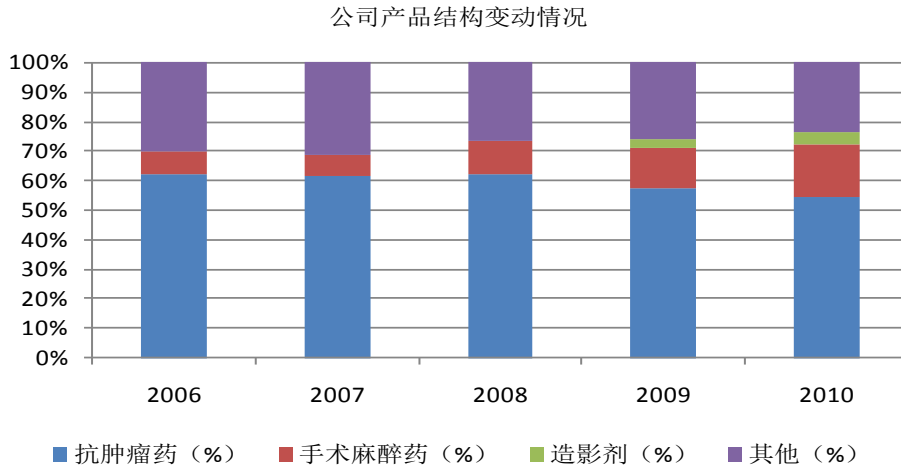
药品名	生产企业	市场份额		药品名	生产企业	市场份额
多西他赛	江苏恒瑞医药	41.45%		异环磷酰胺	德国百特	48.69%
	法国赛诺菲-安万特	31.98%			江苏恒瑞医药	45.22%
	山东齐鲁制药厂	17.01%			菏泽睿鹰制药	2.42%
	广东深圳万乐药业	6.23%			振东泰盛制药	1.63
伊立替康	江苏恒瑞医药	58.63%		奥沙利铂	法国赛诺菲-安万特	49.79%
	美国辉瑞公司	40.57%			江苏恒瑞医药	33.96%
	齐鲁制药(海南)	0.80%			江苏南京制药厂	9.15%
来曲唑	瑞士诺华公司	60.14%				
	江苏恒瑞医药	39.86%				

资料来源: 中航证券金融研究所、南方所

4.3、拓展产品系列，业绩增长新动力

公司在立足发展抗肿瘤药物的同时，也在积极开拓非抗肿瘤药物领域，不断丰富自身产品结构，尤其是最近几年，公司进一步优化产品销售结构，逐步加大对碘氟醇、七氟烷、厄贝沙坦、顺曲库铵、电解质平衡液等非抗肿瘤药物产品的推广力度，努力在高血压药物、造影剂、麻醉药等新的用药领域形成新的增长点，在销售资源倾斜的带动下，非抗肿瘤药业务特别是手术用药领域的营业收入增长迅速，占比不断提高，成为公司业绩增长的新动力。

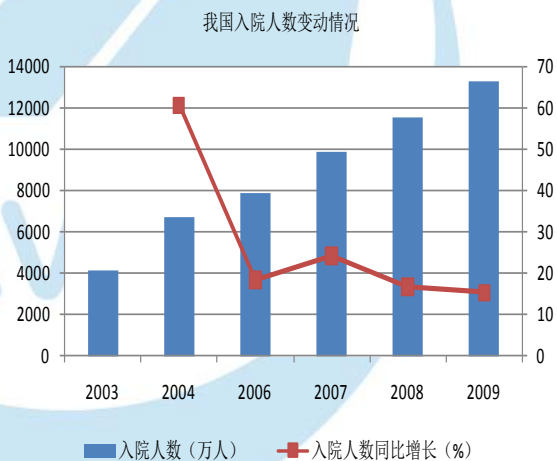
图表 36: 恒瑞医药产品结构情况



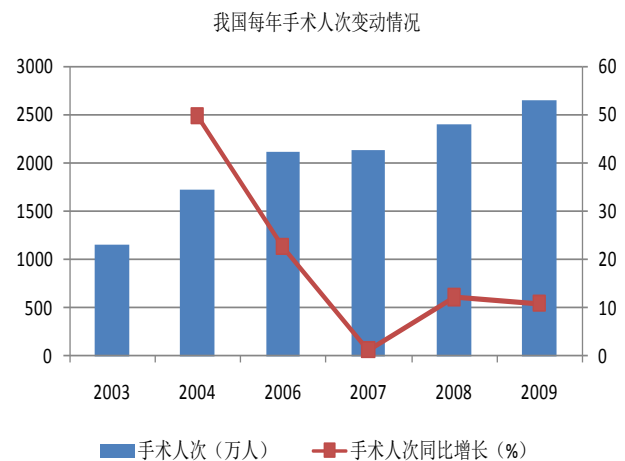
4.3.1、麻醉药: 进入高速增长期

麻醉药是临床上应用非常广泛的手术用药之一, 近几年, 伴随国内住院人数及手术人次的不断增加, 我国麻醉药的销售额也在不断增加, 2010 年国内市场规模约为 34 亿元, 同比增长 17%以上。未来随着我国居民个人健康意识增强、医保覆盖面扩大, 各种疾病就诊率随之增加, 必将导致相应手术量增加, 麻醉药尤其是手术麻醉药的需求量也将相应增长, 市场潜力巨大。与其他用药领域相比较, 麻醉药在使用上要求具备较强的专业知识, 再加上部分产品具有成瘾性, 因此世界各国均对麻醉药行业实施严格的监管政策, 使得行业具备较高的进入壁垒, 呈现寡头垄断的市场格局。

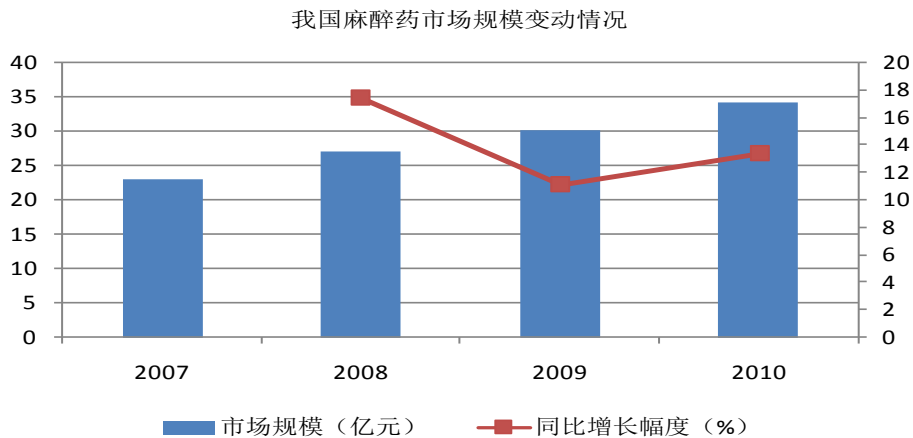
图表 37: 我国住院人数变动情况



图表 38: 我国每年手术人次变动情况



图表 39：我国麻醉药市场规模



资料来源：中航证券金融研究所、南方所

恒瑞医药属于麻醉用药领域的新秀，近两年公司充分利用自身的研发优势和出众的营销能力，专注于该领域中技术壁垒最高的麻醉药这一细分行业，凭借着多个重点产品的丰收，如顺安曲库按、七氟烷以及2009年新上市的右美托咪定等，实现了麻醉用药领域的爆发式发展。2011年上半年麻醉用药业务保持50%以上的增长速度，预计全年增长45%左右，成为公司利润最重要的增长点。

公司主推产品七氟烷为全球最大的吸入麻醉药品种，以优良的麻醉性能和较小的副作用，成为诸多麻醉剂的替代品种，国内样本医院五年的复合增长率达到239%，公司于2004年获取生产批文，目前在医药市场的占有率为32%，仅次于日本丸石制药，未来在市场扩容和实现进口替代的双重带动下，公司麻醉药业务将进入高速增长期。

4.3.2、造影剂：逐步推广放量

造影剂是指为了增强影像观察效果而注入或服用到人体组织或器官的化学制品，与麻醉用药同属于手术用药的一种，伴随国内手术量的增加，其市场需求增长迅速。公司2007年首个造影剂产品碘氟醇上市销售以来，收入一直保持快速增长，2010年实现销售收入约1.5亿元，同比增长80%以上，2011年上半年公司新建造影剂车间已顺利通过国家GMP现场认证，产品进入放量增长阶段。

2011年公司获得高端的造影剂产品碘克沙醇的生产批件，丰富了造影剂系列产品结构，同时作为国内独家产品，公司具备较强的定价能力，随着其逐步推广放量，造影剂系列产品的盈利能力将有望持续提升。

4.3.3、其他领域：市场培育为主

公司凭借自身技术优势，不断通过仿制、创新等方式逐步涉足心血管用药、电解质输液、抗感染用药等其他大品种用药领域。

心血管用药：公司目前心血管用药领域最主要的产品为厄贝沙坦，2010年销售收入为2.2亿元，同比增长超过50%，目前国际市场是沙坦类药物专利逐步到期，国内高血压用药逐步开始升级换代，公司也在陆续申请其他沙坦类产品的生产批件，打造心血管系统药物平台，未来有望成为公司利润增长的新亮点。

电解质输液领域: 电解质输液主要用于手术后给药, 补充病人钾、钠等营养物质, 维持体内电解质平衡, 从而进一步促进手术、创伤患者的伤口愈合, 提高免疫功能, 与公司手术用药形成较强的互补, 公司 2010 年电解质输液上市销售, 同年实现营业收入 0.35 亿元, 在公司营销策略带动下, 预计未来两年将实现营业收入同比大幅度增长, 但由于其仍处于市场培育期, 基数较小, 短期内对公司业绩贡献不大,

抗感染用药领域: 受国家行业政策的影响, 目前整个国内抗感染用药市场处于寒冬期, 公司主导产品克拉霉素在《抗菌药临床管理办法》中被列为限制使用目录, 营业收入同比增长缓慢, 预计未来两年内, 在国内抗生素限制使用的医药环境下, 公司抗感染用药业务实现快速增长的可能较小。

5、营销改革, 抢占市场先机

技术创新是企业的核心竞争力, 良好的市场营销能力也是企业核心竞争力的重要表现, 公司在坚持技术创新的同时, 也投入巨大的人力和财力, 建立了遍及全国的销售网络, 与全国 400 多家三甲医院建立了长期稳定的业务合作关系, 成为公司业绩增长的重要驱动因素之一。

作为国内以“仿创”产品为主的制药企业, “进口替代”是公司销售策略的核心, 开发和国外制药公司几乎同质的产品, 然后以价格优势抢占市场份额。近几年随着产品结构的变化, 公司营销策略也由传统的市场推广模式转变为学术推广模式, 一方面公司围绕抗肿瘤药、高血压药物、造影剂、麻醉药等主题在全国开展有影响力的大型学术活动, 以学术推动销售, 在巩固已有产品的市场优势的同时积极推动新产品销售迅速上量; 另一方面公司积极投身卫生、医疗等公益事业, 在多个省市独家赞助多个健康论坛和医疗会议, 通过这些大型的活动, 进一步提升公司品牌形象和社会知名度、搭建公共关系平台, 为销售工作提供支持。

公司依托江苏恒瑞医药销售有限公司、江苏新晨医药有限公司两个销售平台, 定位于差异化销售, 进行大手笔的销售投入, 在长期的市场实践中, 逐步形成了自身的营销优势, 通过将市场营销与学术推广、信息化建设有机结合在一起, 成功的将公司抗肿瘤药和麻醉药业务推到细分领域的龙头地位。

优质的产品是营销优势的前提: 恒瑞医药秉承“以质量为本、信誉至上, 服务社会”的经营原则, 注重产品质量的意识渗透到生产的每一个环节, 对于原材料制定了高于国家法定标准的企业内控标准, 生产工艺的每一道工序都严格按照 GMP 要求进行操作, 产品一般都达到了欧洲和美国的质量标准, 市场接受度较大;

覆盖全国的营销网络是营销优势的基础: 公司建立遍及全国的营销网络, 将全国分为 8 个大区, 在主要大中城市设 80 余个办事处, 共计有 170 多个销售网点, 进一步完善联络处、办事处、销售大区三集营销体系, 构建了以重点城市为基础辐射周边, 从中心城市到县城的营销战略。在东南沿海等经济较发达地区, 公司销售网络已经覆盖到县级医院, 其他地区则覆盖到地市级医院。同时, 恒瑞医药与全国 400 多家三甲医院建立了长期稳定的业务合作关系, 在国内医疗体系的人脉较广, 公司近些年在开拓新市场的同时持续挖掘重点医院的潜力, 促使处方药销售不断放量。

高水平的销售队伍是营销优势的关键: 恒瑞医药目前拥有一支超过 3000 人高水平专业化的销售队伍, 一方面, 公司有意识在招聘环节提供对销售人员的要求, 扩大销售队伍中药学和医学专业大学生和研究生

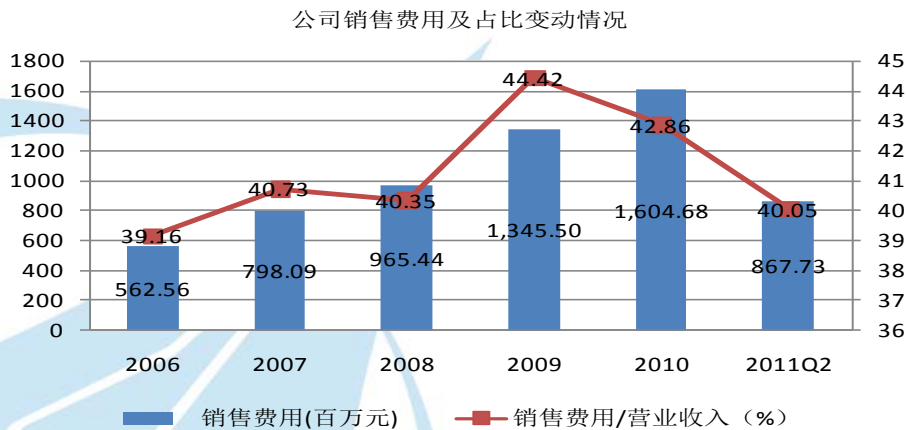
的数量及比例；另一方面，公司会不定期对销售人员开展各种培训，提高团队的业务水平和专业素质。公司 2010 年实施股权激励措施，激励对象包括大区经理以及省区经理在内的 19 名骨干业务人员，促进公司营销团队的积极性和稳定性。

图表 40: 恒瑞医药销售平台

子公司	销售人员规模	主要销售产品
江苏恒瑞医药销售有限公司	现有销售人员 2800 多名	抗肿瘤药、心血管药和抗感染用药
连云港新晨医药有限公司	现有销售人员 400 多名	手术用药系列

资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

图表 41: 恒瑞医药销售费用比例



资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

6、公司分产品盈利预测

前提假设：1，暂不考虑未来上市新产品对公司业绩的影响；

2，公司创新药产品需要一年的市场培育期；

3，公司未来三年持续高比例研发投入，管理费用率维持不变；

4，公司未来三年的实际税率以 15%计。

图表 42: 公司分产品盈利预测表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
抗肿瘤类						
营业收入 (百万元)	1419.26	1719.65	1998.48	2258.28	2506.70	2757.37
同比增长 (百万元)		300.39	278.83	259.80	248.41	250.67
同比增长幅度 (%)		21.16	16.21	13.00	11.00	10.00
麻醉药						
营业收入 (百万元)	238.00	331.00	517.00	775.50	1046.93	1361.00
同比增长 (百万元)		93.00	186.00	258.50	271.43	314.08
同比增长幅度 (%)		39.08	56.19	50.00	35.00	30.00
造影剂						
营业收入 (百万元)	27.00	79.00	147.00	294.00	529.20	793.80
同比增长 (百万元)		52.00	68.00	147.00	235.20	264.60
同比增长幅度 (%)			86.08	100.00	80.00	50.00
电解质输液						
营业收入 (百万元)			35.00	105.00	168.00	235.20
同比增长 (百万元)				70.00	63.00	67.20
同比增长幅度 (%)				200.00	60.00	40.00
抗感染用药						
营业收入 (百万元)	325.00	330.00	337.00	337.00	337.00	337.00
同比增长 (百万元)		5.00	7.00	0.00	0.00	0.00
同比增长幅度 (%)		1.54	2.12	0.00	0.00	0.00
心血管用药						
营业收入 (百万元)	64.00	140.00	217.00	303.80	379.75	474.69
同比增长 (百万元)		76.00	77.00	86.80	75.95	94.94
同比增长幅度 (%)		118.75	55.00	40.00	25.00	25.00
创新药						
营业收入 (百万元)				10.00	60.00	180.00
同比增长 (百万元)				10.00	50.00	120.00
同比增长幅度 (%)					500.00	200.00
其他						
营业收入 (百万元)	253.40	365.26	415.46	469.47	528.15	591.53
同比增长 (百万元)		111.86	50.20	54.01	58.68	63.38
同比增长幅度 (%)		44.14	13.74	13.00	12.50	12.00
医药制造业						
营业收入 (百万元)	2326.66	2964.91	3666.94	4553.05	5555.72	6730.59
同比增长 (百万元)		638.25	702.03	886.11	1002.67	1174.86
同比增长幅度 (%)		27.43	23.68	24.16	22.02	21.15
毛利率 (%)	85.41	84.29	85.45	86.00	85.50	86.00
医药商业						
营业收入 (百万元)	49.67	56.30	60.79	33.43	0.00	0.00
同比增长 (百万元)		6.63	4.49	(27.36)		
同比增长幅度 (%)		13.35	7.98	(45.01)		
毛利率 (%)	5.05	6.46	5.82	5.28		
主营业务收入合计						
营业收入 (百万元)	2376.33	3021.21	3727.73	4586.48	5555.72	6730.59
同比增长 (百万元)		644.88	706.52	858.75	969.24	1174.86
同比增长幅度 (%)		27.14	23.39	23.04	21.13	21.15
毛利率 (%)	83.73	82.84	84.15	85.41	85.50	86.00
其他条件假设						
销售费用率 (%)	40.35	44.42	42.86	42.50	42.00	41.50
管理费用率 (%)	14.29	14.39	16.60	16.60	16.60	16.60
实际税率 (%)	7.32	11.19	12.18	15.00	15.00	15.00

资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

7、盈利预测结果及投资评级

药物创新不仅是我国医药行业“十二五”规划中重点扶持项目，同时也是制药企业发展趋势，恒瑞医药经过长期持续高投入，完成由“仿制”型企业向“创新”型企业的转变，即将进入成果的收获期，“创新药+市场垄断=超额利润”的发展模式将为公司带来持续的高额收益。短期内，受销售收入基数增大以及国内经营环境变化等方面的影响，公司抗肿瘤用药业务销售收入增长趋势放缓，手术用药迅速做大规模，成为短期内公司业绩增长的主要驱动力；长期来看，公司众多新药处于临床阶段，在市场和功效上，部分产品具备成为重磅药的潜质，获批后将成为其未来持续发展的推动力。我们预测恒瑞医药 11-13 年的 EPS 分别为 0.82 元、1.05 元、1.32 元，对应的动态市盈率分别为 32、25、20 倍。相对于化学制剂板块来说，公司估值处于相对较高的水平，我们认为公司目前正处于发展转型期，新药储备丰富，短期的高估值隐含着对未来创新药物的预期，因此我们给予公司 35 倍 PE，目标价 35.70 元，买入评级。

8、风险提示

产品降价风险；新药研发风险；市场推广风险。

图表 43: 恒瑞医药财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2991	4032	5291	6844	营业收入	3744	4607	5580	6760
现金	995	1699	2398	3252	营业成本	606	699	809	946
应收账款	1162	1310	1633	1999	营业税金及附加	56	69	84	101
其他应收款	93	122	133	169	营业费用	1605	1958	2344	2806
预付账款	94	84	97	114	管理费用	621	765	926	1122
存货	176	126	138	161	财务费用	-11	-19	-29	-41
其他流动资产	471	691	893	1149	资产减值损失	23	20	15	15
非流动资产	904	827	745	660	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	37	37	37	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	722	653	573	487	营业利润	845	1115	1432	1812
无形资产	52	59	68	74	营业外收入	17	17	17	17
其他非流动资产	93	77	67	62	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	3896	4859	6036	7504	利润总额	860	1130	1447	1827
流动负债	401	478	523	557	所得税	105	170	217	274
短期借款	0	0	0	0	净利润	755	961	1230	1553
应付账款	197	199	243	278	少数股东损益	31	40	52	66
其他流动负债	204	280	280	280	归属母公司净利润	724	920	1178	1487
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	906	1186	1494	1862
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.97	0.82	1.05	1.32
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	421	498	543	577	主要财务比率				
少数股东权益	87	128	180	246	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	749	1124	1124	1124	成长能力				
资本公积	429	279	279	279	营业收入	23.6%	23.0%	21.1%	21.2%
留存收益	2210	2831	3911	5279	营业利润	9.5%	32.0%	28.4%	26.5%
归属母公司股东权益	3387	4233	5313	6681	归属于母公司净利润	8.8%	27.1%	28.0%	26.2%
负债和股东权益	3896	4859	6036	7504	获利能力				
					毛利率(%)	83.8%	84.8%	85.5%	86.0%
					净利率(%)	19.3%	20.0%	21.1%	22.0%
					ROE(%)	21.4%	21.7%	22.2%	22.3%
					ROIC(%)	30.5%	36.0%	39.5%	41.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.8%	10.3%	9.0%	7.7%
					净负债比率(%)	4.75%	4.01%	3.68%	3.46%
					流动比率	7.46	8.43	10.12	12.28
					速动比率	7.02	8.17	9.86	11.99
					营运能力				
					总资产周转率	1.09	1.05	1.02	1.00
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.61	3.54	3.66	3.63
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.97	0.82	1.05	1.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.68	0.69	0.83
					每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.77	4.73	5.94
					估值比率				
					P/E	27.56	32.53	25.41	20.13
					P/B	8.84	7.07	5.63	4.48
					EV/EBITDA	32	24	19	16

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	386	767	777	938
净利润	755	961	1230	1553
折旧摊销	71	89	91	92
财务费用	-11	-19	-29	-41
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-488	-273	-534	-692
其他经营现金流	59	10	20	27
投资活动现金流	-138	-7	-9	-6
资本支出	287	0	0	0
长期投资	148	0	0	0
其他投资现金流	296	-7	-9	-6
筹资活动现金流	40	-56	-69	-78
短期借款	0	0	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	-281	-69	-78
现金净增加额	288	704	699	854

资料来源: 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。