

恒瑞医药 (600276.SH)

化学制药行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

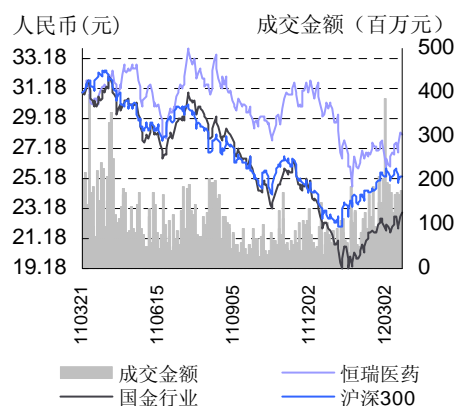
市价(人民币): 28.11元

年报符合预期, 等待时机

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,120.06
总市值(百万元)	31,599.85
年内股价最高最低(元)	33.91/24.66
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《伊立替康注射液通过美国 FDA 认证》, 2011.12.20
2. 《三季报符合预期, 继续等待》, 2011.10.31
3. 《一季报符合预期, 等待创新》, 2011.4.25

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.966	0.780	0.975	1.270	1.650
每股净资产(元)	4.52	3.76	4.60	5.74	7.26
每股经营性现金流(元)	0.51	0.00	0.71	0.71	1.05
市盈率(倍)	61.64	40.25	28.83	22.14	17.03
行业优化市盈率(倍)	69.15	55.15	55.15	55.15	55.15
净利润增长率(%)	8.78%	21.05%	25.04%	30.24%	29.96%
净资产收益率(%)	21.38%	20.75%	21.18%	22.11%	22.72%
总股本(百万股)	749.43	1,124.15	1,124.15	1,124.15	1,124.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恒瑞医药公布 2011 年年报, 公司实现归属于母公司所有者净利润 8.77 亿元, 实现每股收益 0.78 元, 同比增长 21.05%。符合我们 0.79 元的预期。

经营分析

- 四季度情况很好, 销售数据逐季加快: 公司 2011 年实现销售收入 45.5 亿元, 同比增长 21.53%, 其中四季度同比增长 32%; 实现毛利 37.66 亿元, 同比增长 20%; 实现营业利润 10.32 亿元, 同比增长 22.15%; 实现归属于母公司净利润 8.77 亿元, 同比增长 21.05%。**分产品方面:** 肿瘤药增速恢复到 10%以上; 手术用药继续保持快速增长, 收入增速 50%以上; 造影剂增长 80%; 电解质输液增长 270%。
- 毛利率稳定, 费用支出的比较充足: 公司毛利率同比下降了 1 个点, 原因在于成本的上升和药品价格的下降。公司费用方面比较充足, 尤其是销售费用在四季度有明显增加。管理费用同比提升 1 亿多, 其中研发投入 4 个亿, 同比增长 33%, 占销售比 9%。两项费率与去年持平没有下降, 这导致扣除各项费用后, 公司营业利润和净利润与销售增速保持一致。
- 2011 年研发、生产、国际化成果较多: 艾瑞昔布上市、阿帕替尼完成肺癌三期临床、获批组建国家靶向药物工程技术中心、伊立替康注射液通过 FDA 认证、奥沙利铂注射液通过欧盟无菌认证、申报 4 个 ANDA、三个车间通过新版 GMP 认证。
- 2012 年关注公司的新产品和创新方面持续推进: 虽然去年业绩放缓有产能的瓶颈问题, 但不可掩盖的是公司老产品增长的放缓。要破解这种局面, 要依靠更多的仿制药获批, 更重要的是要看阿帕替尼等创新药的贡献, 乐观看今年通过绿色通道可获批。

盈利调整

- 我们预测公司 2012、2013、2014 年 EPS 为 0.975 元、1.270 元、1.650 元, 同比增长 25%、30%、30%。

投资建议

- 公司是国内化学创新药的典型代表, 由于新产品节奏的问题导致这两年是公司的蛰伏期, 我们预计从明年开始公司将恢复, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 招标政策变局对公司销售的影响;

图表1: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,029	3,744	4,550	5,330	6,696	8,264
增长率		23.6%	21.5%	17.1%	25.6%	23.4%
主营业务成本	-524	-606	-784	-955	-1,174	-1,433
%销售收入	17.3%	16.2%	17.2%	17.9%	17.5%	17.3%
毛利	2,505	3,139	3,766	4,375	5,522	6,832
%销售收入	82.7%	83.8%	82.8%	82.1%	82.5%	82.7%
营业税金及附加	-45	-56	-69	-80	-101	-125
%销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-1,346	-1,605	-1,912	-2,143	-2,692	-3,306
%销售收入	44.4%	42.9%	42.0%	40.2%	40.2%	40.0%
管理费用	-436	-621	-758	-879	-1,071	-1,240
%销售收入	14.4%	16.6%	16.7%	16.5%	16.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	679	856	1,028	1,273	1,658	2,161
%销售收入	22.4%	22.9%	22.6%	23.9%	24.8%	26.2%
财务费用	8	11	14	18	11	11
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	10	-23	-11	-22	-26	-23
公允价值变动收益	85	0	0	0	0	0
投资收益	-11	1	1	0	0	0
%税前利润	n.a	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	772	845	1,032	1,268	1,642	2,149
营业利润率	25.5%	22.6%	22.7%	23.8%	24.5%	26.0%
营业外收支	9	15	33	17	23	24
税前利润	781	860	1,065	1,285	1,665	2,173
利润率	25.8%	23.0%	23.4%	24.1%	24.9%	26.3%
所得税	-87	-105	-125	-154	-200	-282
所得税率	11.2%	12.2%	11.7%	12.0%	12.0%	13.0%
净利润	693	755	940	1,131	1,466	1,890
少数股东损益	28	31	64	35	38	35
归属于母公司的净利润	666	724	877	1,096	1,428	1,855
净利率	22.0%	19.3%	19.3%	20.6%	21.3%	22.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	693	755	0	1,131	1,466	1,890
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	94	0	103	127	140
非经营收益	-70	-1	0	28	-22	-23
营运资金变动	-239	-463	0	-461	-769	-829
经营活动现金净流	439	386	0	802	801	1,178
资本开支	-141	-287	0	-495	-386	-386
投资	61	148	0	-1	0	0
其他	5	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	-75	-138	0	-496	-386	-386
股权募资	0	92	0	0	0	0
债权募资	10	10	0	-10	0	1
其他	-52	-62	0	0	-147	-147
筹资活动现金净流	-42	40	0	-10	-147	-146
现金净流量	322	288	0	296	268	646

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	707	995	949	1,245	1,514	2,160
应收款项	1,234	1,726	2,173	2,572	3,267	4,020
存货	177	176	300	288	354	432
其他流动资产	30	94	309	384	472	575
流动资产	2,148	2,991	3,731	4,489	5,606	7,187
%总资产	71.6%	76.8%	77.4%	75.3%	75.9%	77.6%
长期投资	192	41	5	6	5	5
固定资产	559	761	984	1,406	1,706	1,990
%总资产	18.6%	19.5%	20.4%	23.6%	23.1%	21.5%
无形资产	50	52	52	60	69	77
非流动资产	850	904	1,087	1,474	1,782	2,075
%总资产	28.4%	23.2%	22.6%	24.7%	24.1%	22.4%
资产总计	2,999	3,896	4,818	5,963	7,388	9,262
短期借款	0	0	10	0	0	0
应付款项	269	316	319	368	454	552
其他流动负债	55	85	100	221	240	270
流动负债	324	401	429	588	694	822
长期贷款	10	20	10	10	10	11
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	334	421	439	598	704	833
普通股股东权益	2,608	3,387	4,224	5,175	6,457	8,166
少数股东权益	57	87	154	189	227	262
负债股东权益合计	2,999	3,896	4,818	5,963	7,388	9,262

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.072	0.966	0.780	0.975	1.270	1.650
每股净资产	4.201	4.520	3.758	4.604	5.744	7.264
每股经营现金净流	0.707	0.515	0.000	0.713	0.713	1.048
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.53%	21.38%	20.75%	21.18%	22.11%	22.72%
总资产收益率	22.20%	18.59%	18.19%	18.38%	19.32%	20.03%
投入资本收益率	22.53%	21.52%	20.64%	20.84%	21.79%	22.28%
增长率						
主营业务收入增长率	26.60%	23.61%	21.53%	17.12%	25.63%	23.43%
EBIT增长率	4.96%	26.19%	20.03%	23.81%	30.25%	30.38%
净利润增长率	57.40%	8.78%	21.05%	25.04%	30.24%	29.96%
总资产增长率	33.03%	29.90%	23.68%	23.77%	23.89%	25.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.4	98.3	96.8	102.0	105.0	105.0
存货周转天数	118.3	106.5	110.8	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	94.2	101.0	92.2	95.0	95.0	95.0
固定资产周转天数	57.9	70.4	68.0	73.1	63.7	55.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.16%	-28.06%	-21.23%	-23.03%	-22.50%	-25.50%
EBIT利息保障倍数	-81.4	-78.2	-72.6	-70.5	-156.1	-202.7
资产负债率	11.13%	10.80%	9.12%	10.04%	9.52%	9.00%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	13	26
买入	0	0	1	2	13
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.18	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-13	买入	29.08	N/A
2 2010-04-22	买入	31.56	N/A
3 2010-08-08	买入	28.21	N/A
4 2010-11-01	买入	32.26	N/A
5 2011-03-02	买入	33.08	N/A
6 2011-04-25	买入	32.46	N/A
7 2011-10-31	买入	28.86	N/A
8 2011-12-20	买入	30.29	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B