



业绩稳健增长，产品线多点开花

——恒瑞医药（600276）调研快报

2012年4月5日

推荐/维持

恒瑞医药

调研快报

陈恒	医药行业分析师	电话：010-66554018	执业证书编号：S1480510120015
联系人：宋凯	010-66554087	songkai@dxzq.net.cn	

事件：

我们近期调研了恒瑞医药，与公司领导就主要产品经营情况、新产品研发和行业情况进行了交流。

公司是国内抗肿瘤用药龙头企业，抗肿瘤药物在公司收入占比约一半，尽管公司主要抗肿瘤药物的销量增速在 20% 左右，但这一块业务受药招标品价格逐年下降的影响，收入增速较低，预计未来都将稳定在 10-15% 之间。公司非肿瘤用药增长迅猛，手术用药、对比剂和电解质大输液均有不俗表现。由于抗肿瘤药物体量较大，其他产品对公司的业绩拉动作用被稀释，估计未来 2-3 年公司整体业绩增速将保持在 20-25% 之间。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.96 元、1.18 元和 1.46 元，三年复合增长率为 23.22%。对应动态 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍，维持公司“推荐”的评级。

观点：

1、抗肿瘤用药收入增速不会很快，但新产品值得关注

2011 年公司实现营业收入 45.50 亿元，同比增长 21.53%。其中抗肿瘤用药是公司最大的药物品种，收入规模约为 22 亿元左右，占公司收入比重将近一半。公司抗肿瘤用药体量较大，由于产品招标价格一直处于下降趋势，导致收入增速相对缓慢，2011 年抗肿瘤用药收入增速在 10% 左右。实际上从销量来看，公司较大的抗肿瘤用药单个品种——如奥沙利铂和多西他赛——的销量增速在 20% 左右，预计未来其增速将稳定在这个水平，由于降价因素，未来收入增速将保持在 10-15% 之间。公司新产品梯队将逐渐发力，新产品的增长将在一定程度上弥补老产品的增速下滑。在已经上市的新产品中，培门冬酶和替吉奥未来 2-3 年将享受较高的增速，估计可以分别达到 4-5 亿元的收入规模。此外，公司的阿帕替尼完成了 III 期临床试验，预计在 2013-2014 年产生收入，该药物作为胃癌的三线用药，临床试验效果不错，未来一旦通过招标进入医院，预计可以在较短的时间内实现亿元的收入规模。公司自主研发具有知识产权的新药法米替尼目前仍处于 II 期临床阶段，该药物是国内一类新药，于 2009 年上半年获得二期临床批文，主要针对胰腺癌和肾癌等领域。

2、公司非肿瘤用药高速增长

2.1 手术用药 2-3 年内增长到 20 亿元

公司非肿瘤用药主要包括手术用药和电解质大输液。其中手术用药 2011 年销售规模在 9-10 亿元左右，公司的手术用药包括麻醉药和造影剂。麻醉药领域，公司主要品种包括七氟烷、阿曲库铵、右美托咪定以及左布比卡因等，其中大多数品种远没有达到市场的天花板，如七氟烷和顺阿曲库铵近几年高速增长，我们估计这种趋势还可以持续 2-3 年左右。价格方面，麻醉药价格相对比较稳定，降价风险较小。

公司另一个手术用药品种造影剂也是增长亮点。这项业务去年的销售规模有 3 亿元左右，同比增长了 80%，主要产品是碘氟醇和新上市的碘克沙醇，我们预计 2012 年碘克沙醇的高速增长将是驱动公司对对比剂行业增

长的主要动力。未来公司还有将有新产品陆续上市。目前对比剂行业的整体增速在 20%左右，公司的高速增长主要依靠抢占国外企业的市场份额。

以目前的品种来看，预计公司的手术用药未来 2-3 年的时间内，平均增速能够保持在 45-50%之间，收入规模达到 20 亿元。之后新产品的陆续推出将是维持高速增长的主要动力。

2.2 电解质大输液主要产品继续独享市场

2011 年电解质大输液产品收入规模在 4 亿元左右，同比增长了 270%，预计 2012 年还能保持 100%的增速。公司的主要电解质大输液产品美凌格（钠钾镁钙葡萄糖注射液），用于手术后病人体内电解质的平衡。目前该药物国内只有公司一家生产，虽然技术壁垒不高，但是公司凭借敏锐的市场洞察力，占据了先发优势，由于药物审批周期在 4-5 年左右，所以未来几年内公司将继续独享这一市场。随着未来公司大输液剂型的产能扩张，电解质大输液将继续享受高增长。

3、高研发投入一如既往，未来 3-5 年将逐渐步入收获期

公司的研发投入比在 8-10%之间，在国内医药企业中属于较高水平。未来随着公司收入规模的扩张，公司还将继续保持这种高比例的研发投入，这也意味着未来 2-3 年公司的研发投入将达到 7-8 亿元。公司高研发投入也获得了回报，公司伊立替康注射液获得美国 FDA 认证，这将极大地有利于该药物在国内各省的招标；公司一类新药艾瑞昔布上市，预计 2012 年可以实现几千万收入规模。仿制药方面，公司目前准备申请的仿制药有 60 种左右，其中 30%是心脑血管药物，预计在 3-5 年以后逐渐进入上市高峰期。

4、降价风险客观存在，预计实质影响不大

预计今年国家将下调部分肿瘤用药药品价格，我们认为药品降价政策的出台可能会在短期影响公司股价，但长期来看不会产生实质性影响。近年来虽然国家没有调整肿瘤用药的最高限价，但是招标价格一直处于下降趋势，从公司抗肿瘤用药产品的销售情况也能看出，公司产品的销量增速在 20%，但降价因素导致收入增速在 10-15%之间。同时根据我们不完全统计，2009 年医保目录中抗肿瘤用药的最新招标价格平均比最高限价低 30%左右，公司的主要抗肿瘤用药多西他赛和奥沙利铂部分剂型的招标价低于最高限价 40%以上，这已经给降价留出了足够的缓冲区，所以我们预计公司未来抗肿瘤用药的收入增速稳定在 10-15%这一水平，最高限价下调对公司的实质影响不大。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2012-2014 年净利润增速分别为 23%、24%和 23%，EPS 分别为 0.96 元、1.18 元和 1.46 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍。公司产品结构虽然逐渐在摆脱抗肿瘤药独大局面，但由于其基数较大，非肿瘤用药虽然增速较高，但对公司净利润影响相对有限，我们认为公司未来净利润复合增速将维持在 20-25%之间。我们认为对于公司目前的收入规模来讲，保持这样的业绩增速难能可贵，公司的研发水平处于国内领先地位，海外认证不但为未来的制剂出口铺平了道路，也为稳定国内的销售价格奠定了基础，我们给予公司 2012 年全年 35-40 倍估值，对应目标价位 33.6-38.4 元，潜在上涨空间 28%-46%，我们维持对公司“推荐”的评级。

风险提示：

新产品研发与市场推广风险；降价政策出台给公司股价带来的短期风险。

图表 1：恒瑞医药主要利润指标预测（万元）

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	374,411	455,039	562,945	698,195	851,003
<i>增长率</i>	<i>23.61%</i>	<i>21.53%</i>	<i>23.71%</i>	<i>24.03%</i>	<i>21.89%</i>
营业成本	60,550	78,414	99,472	125,536	154,542
<i>毛利率</i>	<i>83.83%</i>	<i>82.77%</i>	<i>82.33%</i>	<i>82.02%</i>	<i>81.84%</i>
营业税金及附加	5,612	6,868	8,497	10,538	12,845
销售费用	160,468	191,197	235,593	288,494	348,996
管理费用	62,139	75,765	90,691	116,110	140,586
财务费用	-1,095	-1,415	-1,013	-1,536	-1,021
<i>期间费用率</i>	<i>59.16%</i>	<i>58.36%</i>	<i>57.78%</i>	<i>57.73%</i>	<i>57.41%</i>
资产减值损失	2,312	1,087	745	803	970
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	97	116	210	220	248
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	84,521	103,240	129,171	158,470	194,334
<i>增长率</i>	<i>9.52%</i>	<i>22.15%</i>	<i>25.12%</i>	<i>22.68%</i>	<i>22.63%</i>
加：营业外收入	1,709	3,315	0	0	0
减：营业外支出	210	50	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	0	0	0	0
利润总额	86,021	106,505	129,171	158,470	194,334
<i>增长率</i>	<i>10.19%</i>	<i>23.81%</i>	<i>21.28%</i>	<i>22.68%</i>	<i>22.63%</i>
减：所得税	10,477	12,464	15,591	19,397	23,864
<i>所得税率</i>	<i>12.18%</i>	<i>11.70%</i>	<i>12.07%</i>	<i>12.24%</i>	<i>12.28%</i>
净利润	75,544	94,041	113,580	139,074	170,469
<i>增长率</i>	<i>8.96%</i>	<i>24.49%</i>	<i>20.78%</i>	<i>22.45%</i>	<i>22.57%</i>
减：少数股东损益	3,126	6,379	6,107	6,302	6,687
归属于母公司所有者的净利润	72,417	87,661	107,473	132,772	163,782
<i>增长率</i>	<i>8.78%</i>	<i>21.05%</i>	<i>22.60%</i>	<i>23.54%</i>	<i>23.36%</i>
基本每股收益(元)	0.64	0.78	0.96	1.18	1.46

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

宋凯

制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究 2 年，医药生物行业高级研究员。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。