

化学制剂

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 38.00元

当前股价: 30.00元

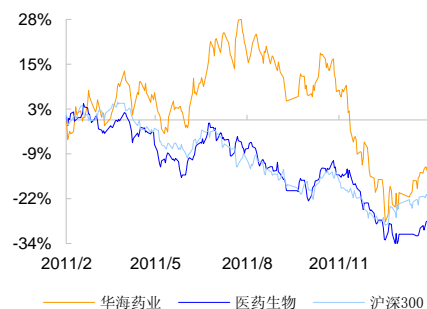
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2174.10
总股本(百万)	1236
流通股本(百万)	1229
流通市值(亿)	370
EPS	0.78
每股净资产(元)	3.76
资产负债率	9.12%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒瑞医药	3.70	16.60	24.01
医药生物			
沪深300指数	-2.46	-10.98	-4.61



相关报告

- 恒瑞医药-年报符合预期, 新药研发、制剂出口即将进入收获期 2012-03-20
- 恒瑞医药-伊立替康注射液通过FDA认证, 叩开国际化大门 2011-12-20
- 恒瑞医药-短期业绩增长平稳, 静待新药研发进入收获期 2011-10-28

恒瑞医药

600276

强烈推荐

半年报符合预期, 新药和制剂出口逐步进入收获期

恒瑞医药公布12年半年报, 公司实现营业收入26.1亿, 同比增长20.5%; 营业利润7.12亿, 增长21.6%; 利润总额7.33亿, 增长24%, 归属于母公司股东净利润5.57亿, 增长19.16%, EPS0.45元; 扣非后净利润5.4亿, 增长16.64%, EPS0.44元, 符合预期。

投资要点:

- **经营活动现金流持续出色。**经营活动现金流增长37%, 表现出色。毛利率上升1.06%, 三项费用率中营业费用率上升0.7%, 管理费用率下降0.37%。
- **二季度单季收入12.71亿, 增长21.3%, 营业利润3.4亿, 增长28.6%, 符合预期。**归属于母公司净利2.6亿, 增长19.7%, EPS0.21元。主要是单季税率提高10%, 计提资产减值约1000万对业绩有所影响。
- **丰富产品梯队推动公司继续快速成长。**虽然公司肿瘤药主导产品多西他赛和奥沙利铂增速放缓, 整体增长预计在10-15%, 但公司手术麻醉用药右美托咪定、七氟烷、顺阿曲库胺增长较快, 预计整体增长约30%; 造影剂中碘氟醇、碘克沙醇等增长迅速, 预计整体增长50%。
- **新药研发即将进入收获期。**阿帕替尼胃癌适应症年内有望获批, 法米替尼等13年后陆续获批。
- **伊立替康注射液FDA4月28日销往美国, 实现国产注射剂规范市场零的突破,**后续还有多西他赛浓缩注射液、七氟烷吸入剂、奥沙利铂注射液等多个品种申报ANDA, 也有利于国内的单独定价。
- **维持强烈推荐评级。**恒瑞医药创新药物将陆续上市, 制剂出口也初现曙光, 公司处于产业发展的转折点, 短期的高估值隐含着对未来创新药物、制剂出口的预期, 预测12-14年EPS0.89、1.11、1.39元, 维持强烈推荐的评级。

风险提示: 新药上市存在不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4550	5417	6635	8167
收入同比(%)	22%	19%	22%	23%
归属母公司净利润	940	1095	1367	1718
净利润同比(%)	21%	25%	25%	26%
毛利率(%)	82.8%	82.6%	83.3%	83.3%
ROE(%)	20.8%	21.0%	21.2%	21.4%
每股收益(元)	0.71	0.89	1.11	1.39
P/E	42.3	33.9	27.1	21.6
P/B	8.8	7.1	5.7	4.6
EV/EBITDA	32.5	26.3	20.6	16.3

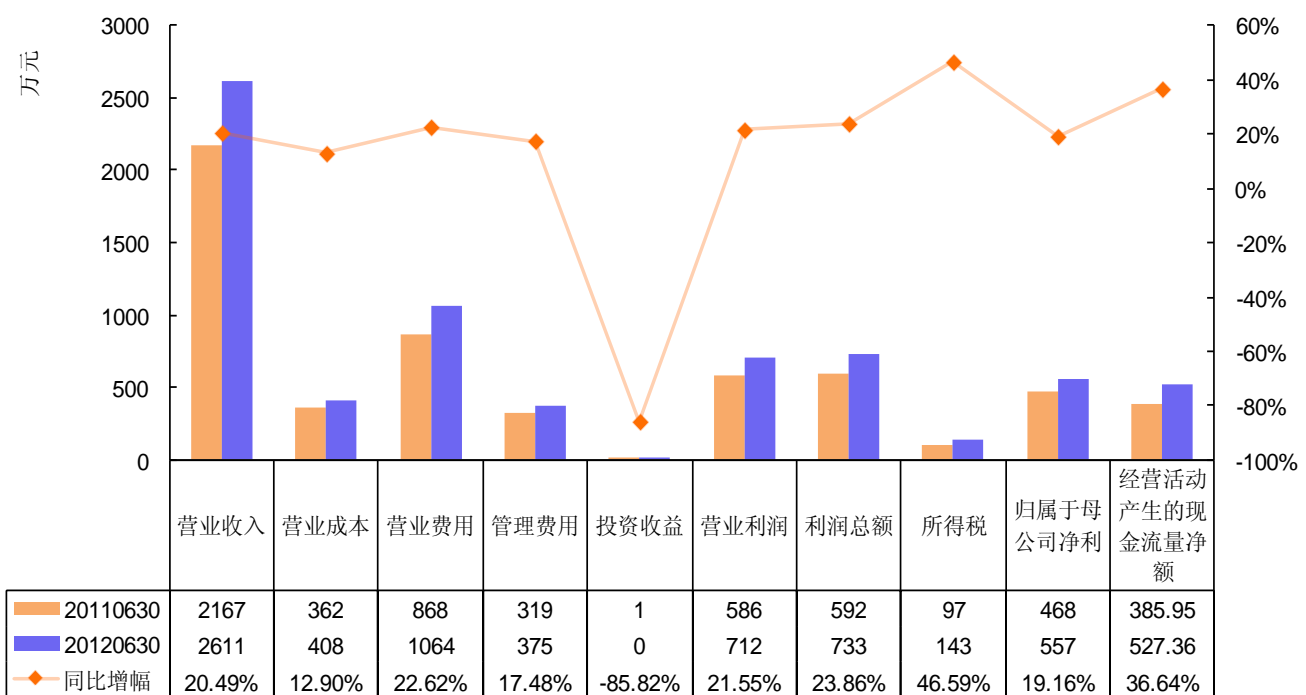
资料来源: 中投证券研究所

## 一、营业收入稳健增长

恒瑞医药公布12年半年报，公司实现营业收入26.11亿，同比增长20.5%；营业利润7.12亿，增长21.6%；利润总额7.33亿，增长24%，归属于母公司股东净利润5.57亿，增长19.16%，EPS0.45元；扣非后净利润5.4亿，增长16.64%，EPS0.44元，符合预期。

具体数据来看，同期公司营业成本增长 12.9%，管理费用增长 17.48%，营业费用增长 22.6%。毛利率上升 1.05%。

图 1 恒瑞医药主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

二季度单季收入 12.71 亿，增长 21.3%，营业利润 3.4 亿，增长 28.6%，符合预期。归属于母公司净利 2.6 亿，增长 19.7%，EPS0.21 元。主要是单季税率提高 10%，计提资产减值约 1000 万对业绩有所影响。

表 1: 恒瑞的季度盈利性数据

财务指标	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	11 年 4Q	12 年 1Q	12 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	1119	1048	1152	1231	1340	1271	21.31%	-5.17%
营业成本	194	168	204	219	224	184	9.62%	-17.95%
营业费用	446	422	467	578	530	534	26.50%	0.63%
管理费用	145	174	207	232	184	190	9.38%	3.23%

财务费用	-3	0	-3	-8	-3	-3	1038.46%	3.86%
营业利润	322	264	252	194	373	339	28.58%	-9.14%
利润总额	323	269	252	221	375	359	33.17%	-4.28%
所得税	57	41	34	-6	57	86	111.01%	51.82%
归属母公司净利	254	213	204	205	302	255	19.70%	-15.46%
<b>EPS</b>	<b>0.34</b>	<b>0.19</b>	<b>0.18</b>	<b>0.18</b>	<b>0.27</b>	<b>0.21</b>	8.82%	-23.14%
毛利率(%)	82.7	84.0	82.3	82.2	83.3	85.5	1.85%	2.71%
营业费用率(%)	39.8	40.3	40.5	46.9	39.6	42.0	4.30%	6.11%
管理费用率(%)	13.0	16.6	18.0	18.8	13.8	15.0	-9.87%	8.87%
财务费用率(%)	-0.3	0.0	-0.2	-0.6	-0.2	-0.2	1050.00%	9.52%
销售净利润率(%)	22.7	20.4	17.7	16.6	22.5	20.1	-1.33%	-10.83%

资料来源：恒瑞医药历年报表、中投证券研究所，单位万元。EPS 及比率为直接相减值

## 二、丰富产品梯队推动快速增长，维持强烈推荐

### 评级

- **丰富产品梯队推动公司继续快速成长。**虽然公司肿瘤药主导产品多西他赛和奥沙利铂增速放缓，整体增长预计在 10-15%，但公司手术麻醉用药右美托咪定、七氟烷、顺阿曲库胺增长较快，预计整体增长约 30%；造影剂中碘氟醇、碘克沙醇等增长迅速，预计整体增长 50%。
- **新药研发即将进入收获期。**阿帕替尼胃癌适应症年内有望获批，法米替尼等 13 年后陆续获批。
- **伊利替康注射液 FDA4 月 28 日销往美国，实现国产注射剂规范市场零的突破，**后续还有多西他赛浓缩注射液、七氟烷吸入剂、奥沙利铂注射液等多个品种申报 ANDA，也有利于国内的单独定价。
- **维持强烈推荐评级。**恒瑞医药创新药物将陆续上市，制剂出口也初现曙光，公司处于产业发展的转折点，短期的高估值隐含着对未来创新药物、制剂出口的预期，预测 12-14 年 EPS0.89、1.11、1.39 元，维持强烈推荐的评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3731	4698	5636	6980
现金	949	1298	1605	2019
应收账款	1251	1489	1824	2245
其他应收款	153	183	224	275
预付账款	309	372	437	538
存货	300	361	425	523
其他流动资产	769	995	1121	1380
<b>非流动资产</b>	1087	1449	1794	2074
长期投资	1	1	1	1
固定资产	848	1327	1705	2002
无形资产	51	51	51	51
其他非流动资产	186	70	36	19
<b>资产总计</b>	4818	6146	7430	9055
<b>流动负债</b>	429	748	790	855
短期借款	0	300	300	300
应付账款	200	240	283	348
其他流动负债	230	207	207	207
<b>非流动负债</b>	10	25	25	25
长期借款	10	10	10	10
其他非流动负债	0	15	15	15
<b>负债合计</b>	439	773	815	880
少数股东权益	154	154	154	154
股本	1124	1237	1237	1237
资本公积	314	314	314	314
留存收益	2787	3669	4910	6470
归属母公司股东权益	4224	5219	6460	8020
<b>负债和股东权益</b>	4818	6146	7430	9055

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	527	776	906	1121
净利润	940	1095	1367	1718
折旧摊销	98	130	196	260
财务费用	-14	3	12	9
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-558	-526	-691	-893
其他经营现金流	62	74	22	28
<b>投资活动现金流</b>	527	-614	-460	-540
资本支出	540	540	540	540
长期投资	37	-7	0	0
其他投资现金流	1105	-80	80	0
<b>筹资活动现金流</b>	-75	-115	-438	-467
短期借款	0	300	0	0
长期借款	-10	0	0	0
普通股增加	375	112	0	0
资本公积增加	-115	0	0	0
其他筹资现金流	-325	-527	-438	-467
<b>现金净增加额</b>	-46	48	8	114

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	4550	5417	6635	8167
营业成本	784	945	1111	1366
营业税金及附加	69	82	100	123
营业费用	1912	2276	2800	3447
管理费用	758	861	1055	1266
财务费用	-14	3	12	9
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1032	1250	1557	1956
营业外收入	33	1	0	0
营业外支出	0	3	0	0
<b>利润总额</b>	1065	1247	1557	1956
所得税	125	152	190	238
<b>净利润</b>	940	1095	1367	1718
少数股东损益	64	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	877	1095	1367	1718
<b>EBITDA</b>	1116	1383	1765	2225
<b>EPS (元)</b>	0.71	0.89	1.11	1.39

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.5%	19.0%	22.5%	23.1%
营业利润	22.1%	21.0%	24.6%	25.7%
归属于母公司净利润	21.0%	24.9%	24.8%	25.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	82.8%	82.6%	83.3%	83.3%
净利率	19.3%	20.2%	20.6%	21.0%
ROE	20.8%	21.0%	21.2%	21.4%
ROIC	30.0%	29.0%	29.4%	30.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	9.1%	12.6%	11.0%	9.7%
净负债比率				
流动比率	8.69	6.28	7.13	8.16
速动比率	7.99	5.80	6.59	7.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.04	0.99	0.98	0.99
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.96	4.29	4.25	4.33
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.89	1.11	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.63	0.73	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.22	5.22	6.49
<b>估值比率</b>				
P/E	42.32	33.87	27.13	21.59
P/B	8.78	7.11	5.74	4.63
EV/EBITDA	33	26	21	16

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

周锐，

余文心，中投医药团队荣誉：2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

### 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

### 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

#### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

#### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

#### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434

