

中航证券金融研究所
 张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001
 研究助理：赵浩然 S0640111110037
 电话：0755-83689044、83689524
 邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn
 zhaohao185@hotmail.com

恒瑞医药 (600276) 2012 年年度报告点评： 受益政策利好，未来成长明确

行业分类：医药生物

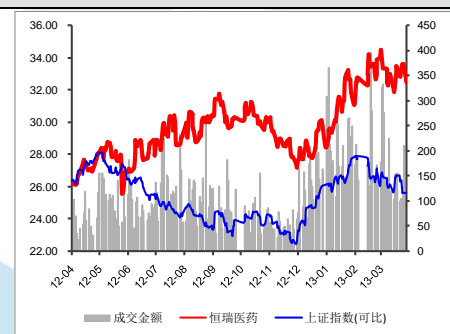
2013 年 04 月 02 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	37.80
当前股价 (13.04.01)	32.46

基础数据

上证指数	2236.62
总股本 (亿)	12.37
流通 A 股 (亿)	12.34
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	401.39
每股净资产 (元)	4.22
ROE (2012N)	20.66%
资产负债率	7.64%
动态市盈率	29.99
市净率	8.13

近一年公司指数与上证综指走势对比



事件回顾：

公司 2012 年年报披露：报告期内公司实现营业收入 54.35 亿元，同比增长幅度为 19.44%；取得营业利润为 13.46 亿元，同比增长 26.43%；归属上市公司股东的净利润为 10.77 亿元，同比增长 22.90%；基本每股收益为 0.87 元，较去年同期增长 22.91%。

利润分配预案：每 10 股派发现金 0.80 元（含税），送红股 1 股。

投资要点：

综合毛利率提升：报告期内，公司综合毛利率为 83.99%，较去年增加 1.22 个百分点，核心业务医药制造全年毛利率为 84.26%，较去年同期增加 0.57 个百分点，分产品来看，片剂、针剂、原料药的毛利率分别有不同程度提升；公司期间费用率合计为 59.16%，同比提高 0.80%，其中销售费用增加明显，导致全年费用率增加 1.03 个百分点。

营销改革驱动：2012 年公司深入实践复合营销改革，加快销售模式转型升级，完善营销体系，加大基层医院市场开拓；报告期内，公司销售费用为 23.40 亿元，同比增长 22.37%，主要系市场费用增长所致，在营销驱动下，公司一线肿瘤品种保持了一定的增长，同时手术麻醉药及造影剂收入增长超过 40%，电解质收入增长超过 100%，成为公司增长的新亮点。

技术优势明显：公司作为国内新药创新的标杆性企业，技术实力雄厚，2012 年公司通过整合研发资源，加大研发投入，完善临床研究队伍建设，进一步巩固和提升自身技术优势；报告期内，公司累计研发投入 5.35 亿元，同比增长 24.4%，取得丰富的研发成果，共有 9 个品种获临床批件、1 个产品获得生存批件，创新药阿帕替尼和 19K 完成 III 期临床研究，进入申报生产阶段，法米替尼和瑞格列汀基本完成 II 期临床研究，并获得多项国内外专利授权。

国际化战略推进：公司致力于把企业主力产品推向欧美主流医药市场，报告期内，公司向美国 FDA 和欧盟递交了 6 个制剂产品的认证申请，同时有 1 个原料、3 个制剂车间通过欧美批准前的现场检查，2012 年公司注射剂伊利康泰、奥沙利铂分别获准在美国、欧盟上市，将有望进一步拓宽了重点产品的市场增长空间。

受益于行业政策：随着我国基本医保体系的完善，医疗保障的重点逐步向大病转移，胃癌、肺癌等 20 种疾病全部纳入大病保障范畴，报销比例不低于 90%，有望促使医疗需求的逐步释放；近期公布的新基药目录，抗肿瘤药物首次被增加在内，无疑将会对整个行业产生重大利好，公司作为国内抗肿瘤行业的龙头企业，受益将会更加明显。

投资评级：

我们暂调整公司 13-15 年 EPS 分别为 1.08/1.40/1.72 元（原 13-14 年分别为 1.23、1.55 元），对应的动态市盈率分别为 30、23、19 倍；公司技术优势明显，新药储备丰富，高估值隐含着市场对未来创新药物上市预期，公司受益于政策利好，未来有望保持稳定增长，因此维持“买入”评级，目标价 37.80 元。

投资风险：

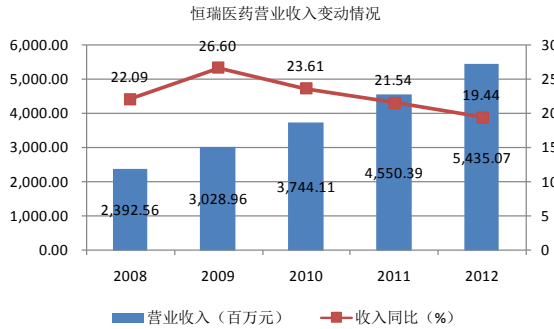
药品价格下降；新药研发风险；海外市场开拓低于预期。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

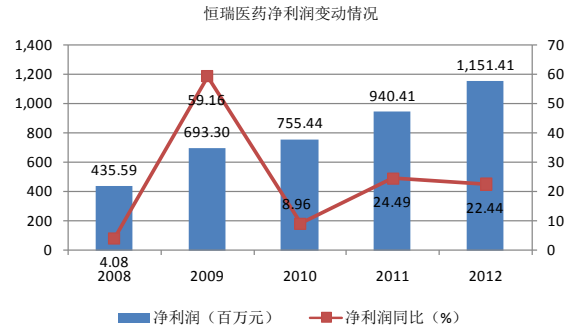
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

图表 1: 恒瑞医药营业收入变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 恒瑞医药净利润变动情况



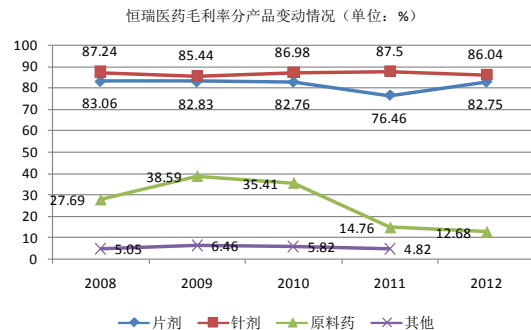
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 恒瑞医药分产品收入构成变动情况



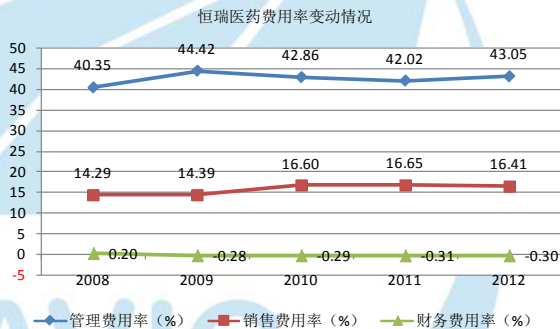
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 恒瑞医药分产品毛利率变动情况



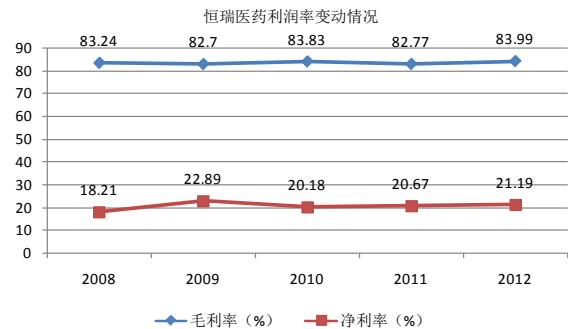
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 恒瑞医药费用率变动情况



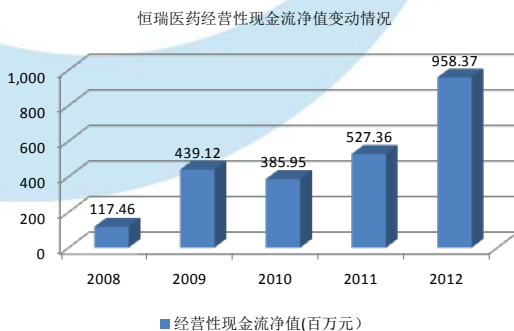
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 恒瑞医药利润率变动情况



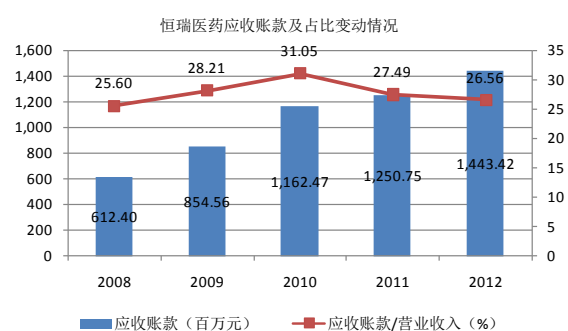
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7: 恒瑞医药经营性现金流变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 恒瑞医药应收账款变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 9: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3744.11	4550.39	5435.07	6693.83	8138.36	9721.27
减: 营业成本	605.50	784.14	870.40	1101.13	1311.90	1555.40
营业税金及附加	56.12	68.68	95.08	106.16	129.07	154.17
营业费用	1604.68	1911.97	2339.64	2830.82	3396.95	4043.08
管理费用	621.39	757.65	891.89	1048.25	1226.45	1428.05
财务费用	-10.95	-14.15	-16.47	-39.83	-66.33	-103.30
资产减值损失	23.12	10.87	-45.47	-3.83	-3.83	-3.83
加: 投资收益	0.97	1.16	0.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	845.21	1032.40	1300.20	1651.11	2144.14	2647.69
加: 其他非经营损益	14.99	32.65	46.29	31.40	31.40	31.40
利润总额	860.21	1065.05	1346.50	1682.52	2175.55	2679.10
减: 所得税	104.77	124.64	195.09	252.38	326.33	401.86
净利润	755.44	940.41	1151.41	1430.14	1849.21	2277.23
减: 少数股东损益	31.26	63.79	74.02	91.94	118.88	146.40
归属母公司股东净利润	724.17	876.61	1077.38	1338.20	1730.33	2130.83
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	993.16	932.87	1273.85	2421.02	3629.91	5707.36
应收和预付款项	1820.23	2481.77	2846.43	2565.62	3311.07	2880.56
存货	176.18	299.99	337.84	365.76	419.81	461.44
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37.34	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	760.81	984.44	1269.38	1314.22	1354.06	1388.89
无形资产和开发支出	52.34	51.34	66.90	86.90	104.90	120.90
其他非流动资产	3.78	4.39	4.17	3.97	3.78	3.78
资产总计	3843.84	4756.14	5799.90	6758.82	8824.86	10564.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	315.70	319.19	315.14	-41.65	323.11	-32.53
长期借款	20.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
其他负债	33.31	48.40	32.26	32.26	32.26	32.26
负债合计	369.01	377.59	357.40	0.60	365.36	9.73
股本	749.43	1124.15	1236.56	1236.56	1236.56	1236.56
资本公积	428.71	313.99	327.66	327.66	327.66	327.66
留存收益	2209.23	2786.04	3649.88	4873.66	6456.05	8404.69
归属母公司股东权益	3387.38	4224.18	5214.10	6437.88	8020.27	9968.92
少数股东权益	87.46	154.37	228.40	320.34	439.22	585.62
股东权益合计	3474.83	4378.55	5442.50	6758.22	8459.49	10554.54
负债和股东权益合计	3843.84	4756.14	5799.90	6758.82	8824.86	10564.27
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	374.99	528.83	959.54	1263.91	1332.64	2198.48
投资性现金净流量	-138.13	-498.32	-466.99	-43.31	-43.31	-43.31
筹资性现金净流量	39.99	-75.00	-111.23	-73.42	-80.45	-77.72
现金流量净额	276.85	-44.19	381.24	1147.17	1208.89	2077.45

资料来源: wind、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: S0640511040001, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

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。

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。