



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：化学成药

王军

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉焯为本报告重要贡献者

恒瑞医药一季报点评

恒瑞医药(600276.CH/人民币 30.99, 未有评级)发布 2013 年一季报, 报告期实现销售收入 14.82 亿元, 同比增长 10.59%; 实现归属于母公司净利润 3.37 亿元, 同比增长 11.49%, 对应每股收益 0.27 元。公司 1 季度收入与利润增速均低于我们与市场的预期。

我们认为低于预期的主要原因是相关品种收入增速放缓, 预计 1 季度公司肿瘤业务收入同比持平或微增, 麻醉药、造影剂和电解质等其他业务线品种同比增速回落至 30% 左右。相关品种收入回落主要因为 2012 年肿瘤治疗药品降价与 2013 年麻醉药品品种降价, 降价导致渠道利益结构需要重构, 对发货也存在一定程度的负面影响。我们预计该影响或可持续至 2 季度。

报告期公司综合毛利率为 82.19%, 同比增加 0.69 个百分点; 毛利率上升源于产品结构的变化。报告期公司整体期间费用率上升 1.44 个百分点至 54.56%, 其中销售费用率上升了 0.41 个百分点至 39.99%, 管理费用率分别上升 0.92 个百分点至 14.67%。管理费用率提升也是公司业绩低于预期的重要原因, 我们估计研发费用高企或是其主要原因。受费用率提升影响, 报告期公司净利率为 23.25%, 同比下降 0.48 个百分点。

报告期公司经营性现金流净额 3.30 亿元, 应收账款周转天数下降 3.78 天至 89.74 天, 存货周转天数上升 0.68 天至 132.20 天, 公司经营状态正常。

公司持续重视研发投入, 新的待上市产品也是公司的重要看点。我们估计阿帕替尼已完成肺癌和胃癌两大适用症的三期临床试验, 目前已进入申报生产阶段, 预计该品种 2013 年 4 季度有望获批; 我们估计长效重组粒细胞集落刺激因子 (G-CSF) 也已完成三期临床试验, 有望于 2014 年内获批; 法米替尼和瑞格列汀等后续研发品种进展顺利, 有可能在未来 3-4 年陆续获批。我们预计未来 3 年将逐渐进入公司仿创及创新药物品种获批的高峰期, 在公司产品序列中每年或均可新增 1-2 个创新品种。我们认为随着公司研发经验的逐步积累, 以及 SFDA 新药审批加速及政策性向高端仿制药方向倾斜, 公司新品上市周期有望缩短, 公司研发优势的积极影响有望得到放大。

我们预计公司 2013 年业绩增速将维持在略高于 20% 水平, 其中 1 季度与 2 季度是全年相对低点。考虑到公司潜在重磅品种需要一定时间的市场培育期, 公司未来 3 年复合增长率维持在 23% 左右。考虑到公司卓越的研发能力, 应当给予公司一定的估值溢价。目前股价约相当于 2013 年业绩的 29-30 倍市盈率水平, 我们认为股价已反映公司价值。建议投资者关注。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	1,340.00	1,481.85	10.59
营业成本	224.28	236.80	5.58
营业税	23.64	27.05	14.42
毛利润	1,092.08	1,218.00	11.53
销售费用	530.31	592.58	11.74
管理费用	184.31	217.36	17.93
营业利润	377.46	408.06	8.11
资产减值损失	7.26	3.57	(50.83)
投资收益	0.20	0.00	(100.00)
财务费用	(2.85)	(1.42)	(50.18)
营业外收入	1.43	1.02	(28.67)
营业外支出	0.04	0.73	1,725.00
税前利润	374.65	406.20	8.42
所得税	56.68	61.60	8.68
少数股东权益	16.02	7.95	(50.37)
归属上市公司股东净利润	301.94	336.65	11.49
主要比率(%)			
毛利率	81.50	82.19	
经营利润率	28.17	27.54	
净利率	23.73	23.25	

资料来源: 公司数据

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371