

2013年04月26日

黎莹
C0051@e-capital.com.cn
目标价(元) 34.00

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2013/4/25)	30.04		
上证综指(2013/4/25)	2199.31		
股价 12 个月高/低	34.5/25.58		
总发行股数(百万)	1236.56		
A 股数(百万)	1234.32		
A 市值(亿元)	371.46		
主要股东	连云港天宇投资有限公司 (24.45%)		
每股净值(元)	4.49		
股价/账面净值	6.69		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-8.6	-8.2	22.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-10-30	29.60	买入

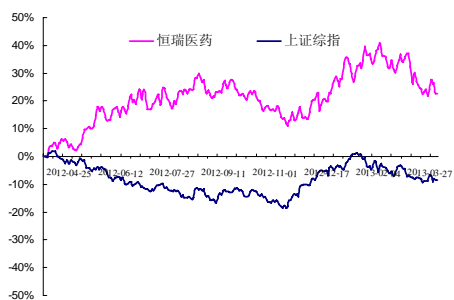
产品组合

针剂药	77%
片剂药	21%
原料药	1%
其他	1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	20.9%
一般法人	58.0%

股价相对大盘走势



恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买入

短期业绩放缓，新药助推长期业绩

结论与建议：

2013 年 1Q 实现营收 14.8 亿元 (YOY+11%)，实现净利润 3.4 亿元 (YOY+11.5%)，每股收益 0.27 元，低于预期。业绩增长放缓主要由于肿瘤药品销售低于预期。

恒瑞医药作为国内抗肿瘤药物的龙头企业，非肿瘤业务也在迅速开拓，我们看好公司强大的研发，行销团队和未来新药的上市前景，预计 2013 年/2014 年公司实现净利润 12.6 亿元 (YOY+17%) /15.5 亿元 (YOY+23%)，EPS 分别为 1.02 元/1.26 元，对应 PE 分别为 29 倍/24 倍，维持”买入”建议。

- **2013 年 1Q 业绩低于预期：** 2013 年 1Q 实现营收 14.8 亿元 (YOY+11%)，实现净利润 3.4 亿元 (YOY+11.5%)，每股收益 0.27 元，低于预期。业绩增长放缓主要由于肿瘤药品销售低于预期。
- 综合毛利率提高 0.8 个百分点，销售费用率提高 0.4 个百分点，由于研发支出加大，管理费用率提高 0.9 个百分点，财务费用率降低 0.1 个百分点。
- **肿瘤类药物基本持平，手术药和造影剂保持较快增速：** 抗肿瘤药受到降价影响，预计整体保持平稳；伊利替康注射液通过 FDA 认证，奥沙利铂注射液通过欧盟认证，通过欧美认证有利于在国内招标中获得单独定价的政策支持，未来有望通过区分质量层次提高招标价格。手术用药、造影剂及低基数的电解质输液收入保持较快增长。
- **等待新药研发的收获期：** 近 2-3 年公司创新药研发投入维持高位，占营收比重接近 9%。1.1 类新药艾瑞昔布 2011 年上半年获批上市，前期工作基本完成；肿瘤领域 1.1 类新药阿帕替尼完成 III 期临床实验，今年有望上市；法米替尼进入 II 期临床；其他研发阶段的药物进展顺利；考虑到创新药的市场推广培育和招标时间，我们认为创新药有望在 2013 年后步入收获期。
- **盈利预测：** 下调盈利预估 6%，预计 2013 年/2014 年公司实现净利润 12.6 亿元 (YOY+17%) /15.5 亿元 (YOY+23%)，EPS 分别为 1.02 元/1.26 元，对应 PE 分别为 29 倍/24 倍，公司拥有强大的研发，行销团队和未来新药的上市前景，维持”买入”建议。目标价 34 元 (2013PE 33X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013 F	2014 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	724	877	1077	1259	1554
同比增减	%	8.78%	21.05%	22.90%	16.89%	23.36%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.59	0.71	0.87	1.02	1.26
同比增减	%	8.78%	21.05%	22.90%	16.89%	23.36%
A 股市盈率 (P/E)	X	51	42	34	29	24
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	3,744	4,550	5,435	6,480	7,970
经营成本	606	784	870	1,102	1,315
主营业务利润	3,139	3,766	4,565	5,378	6,655
销售费用	1,605	1,912	2,340	2,754	3,395
管理费用	621	758	892	1,069	1,315
财务费用	-11	-14	-16	-32	-8
营业利润	845	1,032	1,300	1,490	1,833
补贴收入	17	33	47	40	45
税前利润	860	1,065	1,346	1,530	1,878
所得税	105	125	195	184	225
少数股东损益	31	64	74	87	99
归属于母公司所有者的净利润	724	877	1,077	1,259	1,554

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	995	949	1,329	1,595	1,914
存货	176	300	338	372	409
应收账款	1,162	1,251	1,443	1,588	1,747
流动资产合计	2,991	3,731	4,514	4,755	5,270
长期股权投资	37	1	1	1	2
固定资产	722	848	1,179	1,297	1,427
无形资产及其他资产合计	52	51	67	52	53
资产总计	3,896	4,818	5,893	6,105	6,752
流动负债合计	401	429	440	401	401
长期负债合计	20	10	10	20	20
负债合计	421	439	450	421	421
少数股东权益	87	154	228	274	329
股东权益合计	3,475	4,379	5,442	5,831	6,423
负债及股东权益合计	3,896	4,818	5,893	6,105	6,752

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	386	527	958	1,065	1,189
投资活动产生的现金流量净额	-138	-498	-467	-510	-412
筹资活动产生的现金流量净额	40	-75	-111	-122	-145
现金及现金等价物净增加额	288	-46	380	433	632

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。