

中航证券金融研究所

赵浩然

证券执业证书号：S0640513070002

电话：0755-83689524

邮箱：zhaohao185@gmail.com

恒瑞医药（600276）2013 年中期报告点评： 厚积而薄发

行业分类：医药生物

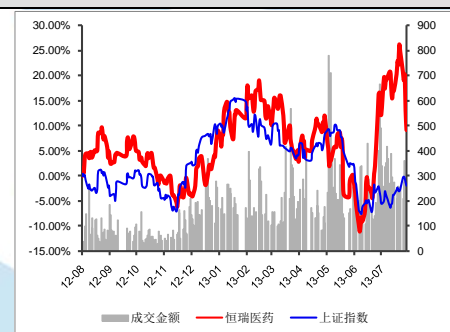
2013 年 08 月 17 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价（13.08.16）	31.63

基础数据

上证指数	2068.45
总股本（亿）	13.60
流通 A 股（亿）	13.60
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	430.24
每股净资产（元）	4.24
ROE（2013H）	11.14%
资产负债率	8.71%
动态市盈率	32.25
市净率	7.89

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

事件回顾：

公司 2013 年中期报告披露：报告期内公司实现营业收入 29.69 亿元，同比增长幅度为 13.73%；取得营业利润为 7.92 亿元，同比增加 11.16%；归属上市公司股东的净利润为 6.42 亿元，同比增长 15.22%（扣非后为 19.02%）；基本每股收益为 0.47 元，较去年同期增加 15.23%。

投资要点：

业绩经营稳定：报告期内，公司经营业绩稳定增长，实现营业收入 29.69 亿元，增长 13.73%，其中核心业务医药制造业累计实现营业收入 29.65 亿元，同比增长 14.33%，分产品来看，片剂药收入 5.78 亿元，增长 7.81%，针剂药收入 23.87 亿元，增长 16.03%；

毛利和费用双降：上半年受市场竞争以及肿瘤药降价等多方面因素的影响，公司片剂药、针剂药的毛利率均出现同比下滑，导致综合毛利率由去年同期的 84.36% 下降至 79.89%，减少 4.47 个百分点；同期，公司期间三项费用率累计为 51.31%，与去年同期 54.88% 相比较，下降明显，费用率减少在一定程度上缓解了毛利下降对公司经营带来的负面影响，分项目来看，当期销售费用为 9.94 亿元，同比下降 6.59%，管理费用 5.35 亿元，同比增长 42.79%，管理费用的高增长则主要是由于研发投入增加所致。

科技创新为主线：公司作为国内新药创新的标杆性企业，研发技术优势明显，上半年公司进一步整合资金和人才优势，通过持续较大创新投入以及引进高层次人才，全力打造创新高地；报告期内新申请 13 件国内专利、4 件全球专利，新获得 15 个临床试验批件，2 个创新药新申请生产，自主研发并拥有知识产权的 1.1 类创新药伏格列泛片获批在美国开展 I 期临床试验。

国际化持续推进：公司在立足国内市场开拓的基础上，积极推进产品国际化，与跨国企业开展海外销售战略合作，参与全球医药竞争，多个品种或剂型通过国际认证，继注射剂获准在欧美销售之后，报告期内来曲唑片通过美国 FDA 认证，环磷酰胺通过欧盟现场检查，国际化的推进将有望进一步开拓产品的市场增长空间。

投资评级：

根据公司中报情况，我们暂维持公司 13-15 年 EPS 分别为 1.08/1.40/1.72 元，调整其股本变动后，分别为 0.98/1.27/1.56 元，对应的动态市盈率分别为 32、25、20 倍；我们认为，公司技术优势明显，创新能力突出，新药储备丰富，并形成良性发展态势，随着国家政策对新药创新扶持力度加大，公司受益将会更加明显，当前高估值隐含着市场对未来创新药物上市的预期，因此我们维持对公司的“买入”评级。

投资风险：

海外市场开拓风险；药品价格宏观调控风险；新药研发风险。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

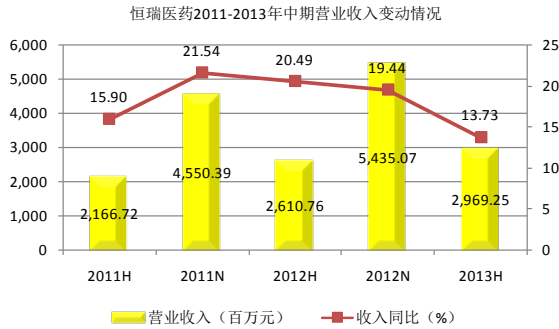
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

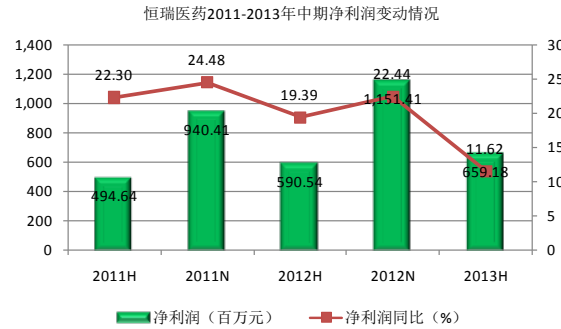
传真：0755-83688539

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



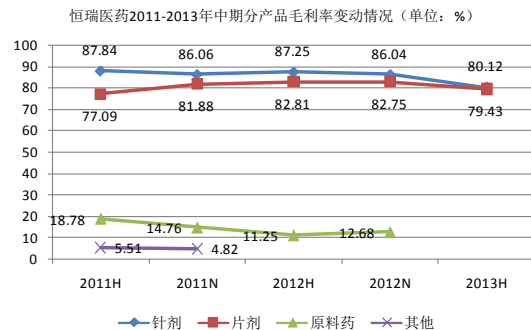
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 恒瑞医药分产品收入构成变动情况



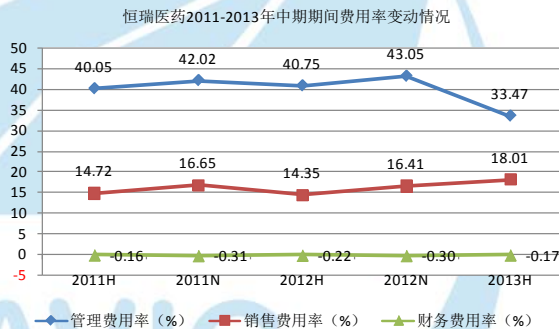
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 恒瑞医药分产品毛利率变动情况



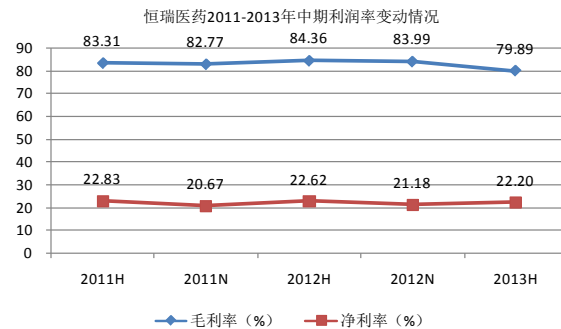
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 恒瑞医药费用率变动情况



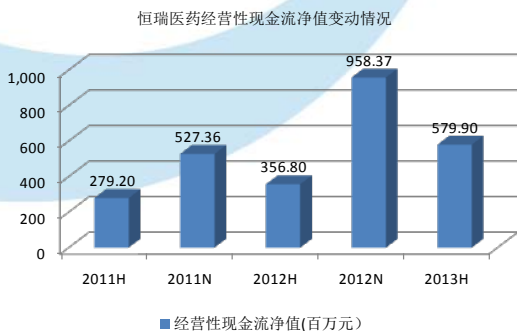
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 恒瑞医药利润率变动情况



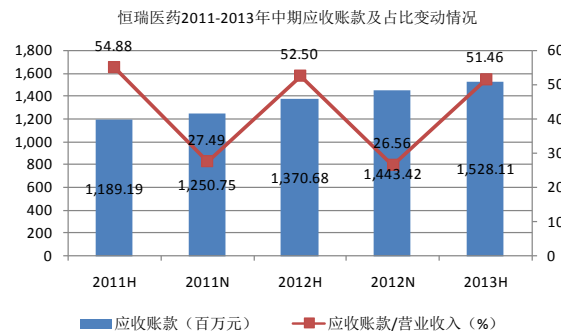
资料来源:wind、中航证券金融研究所

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	6427.51	7916.77	9649.75
减: 营业成本	605.50	784.14	870.40	1255.29	1609.48	2076.63
营业税金及附加	56.12	68.68	95.08	101.94	125.55	153.04
营业费用	1604.68	1911.97	2339.64	2222.63	2556.32	2939.31
管理费用	621.39	757.65	891.89	1248.87	1561.19	1951.18
财务费用	-10.95	-14.15	-16.47	-43.08	-69.38	-106.75
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	1645.69	2137.43	2640.17
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	1677.10	2168.83	2671.57
减: 所得税	104.77	124.64	195.09	251.56	325.32	400.74
净利润	755.44	940.41	1151.41	1425.53	1843.51	2270.83
减: 少数股东损益	31.26	63.79	74.02	91.65	118.52	145.99
归属母公司股东净利润	724.17	876.61	1077.38	1333.89	1724.99	2124.85
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	993.16	932.87	1273.85	2710.57	3611.18	6032.50
应收和预付款项	1820.23	2481.77	2846.43	2372.75	3627.20	2913.63
存货	176.18	299.99	337.84	464.26	499.50	677.06
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	1132.26	990.14	843.01
无形资产和开发支出	52.34	51.34	66.90	79.46	90.02	98.58
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	6764.61	8823.14	10569.90
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	-31.63	330.88	-11.52
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	10.63	373.14	30.74
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	4869.72	6447.22	8390.39
归属母公司股东权益	3387.38	4224.18	5214.10	6433.94	8011.44	9954.62
少数股东权益	87.46	154.37	228.40	320.04	438.56	584.55
股东权益合计	3474.83	4378.55	5442.50	6753.98	8450.00	10539.16
负债和股东权益合计	3843.84	4756.14	5799.90	6764.61	8823.14	10569.90
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	1549.83	1020.86	2538.38
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	-69.80	-76.94	-73.76
现金流量净额	276.85	-44.19	381.24	1436.72	900.61	2421.32

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

赵浩然, SAC执业证书号: S0640513070002, 南开大学理学学士、天津大学理学硕士, 2011年6月加入中航证券金融研究所, 从事医药生物行业的研究。

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。