

医药 - 化学药

二季度增速略有回升, 新产品获批仍是未来看点

—恒瑞医药 (600276) 2013 年半年报点评

2013 年 8 月 19 日

评级: 增持 (维持)

市场数据	2013 年 8 月 19 日
当前价格 (元)	32.90
52 周价格区间 (元)	25.76-36.58
总市值 (百万)	44751.28
流通市值 (百万)	44751.28
总股本 (百万股)	1360.22
流通股 (百万股)	1360.22
日均成交额 (百万)	177.94
近一月换手 (%)	14.18%
Beta (2 年)	
第一大股东	连云港天宇投资有限公司
公司网址	http://www.hrs.com.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	5435	6418	7774	9577
净利润 (百万元)	1077	1244	1451	1870
每股收益 (元)	0.87	1.01	1.17	1.51
净利润增长率%	23%	15%	17%	29%
每股净资产 (元)	4.22	5.22	6.40	7.91
市盈率	37.76	32.71	28.04	21.75
市净率	7.80	6.30	5.14	4.16
EV/EBITDA	32	28	24	19

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
恒瑞医药	205.75	1799.41	3991.86
沪深 300	-0.59%	-9.74%	-0.67%

相关报告

《》，2013.4

《恒瑞医药公司报告》，2007.11

杜文哲

执业证书号:

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 杜文哲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **半年报业绩符合预期, 二季度增速略有回升。**报告期内, 公司实现营业收入 29.69 亿元, 同比增长 13.73%; 归属于上市公司股东的净利润为 6.42 亿元, 同比增加 15.22%, 基本符合预期。分季度看, 二季度收入增速小幅回升, 但收入环比基本与一季度持平, 表明公司整体经营情况趋稳。
- **肿瘤药降价影响加重, 毛利率水平下滑。**公司肿瘤药受降价影响, 毛利下降的同时收入增速明显放缓。增长动力逐渐转移至造影剂、电解质输液等新业务。新业务毛利水平较低, 带动了上半年毛利率降低 4.83 个百分点至 79.99%。同时由于销售费用较高的肿瘤药占比降低, 公司销售费用率下降了 7.2 个百分点。
- **老产品空间不大, 新产品获批才是未来看点。**虽然上半年以奥沙利铂为代表的主要产品维持增长, 但遭到降价后, 未来不排除其在处方中的受欢迎程度将逐渐走低。公司未来看点在于大量即将获批的新产品, 创新靶向药物阿帕替尼胃癌适应症有望年底获批, 肝癌适应症预计 2015 年获批。生物制品长效 G-CSF 已经完成临床试验, 有望明年上半年获批。其他 1.1 类新药如法米替尼 (肾癌)、瑞格列汀 (糖尿病) 则处于 III 期临床阶段。众多即将上市产品虽对 2013 年业绩影响不大, 但却为长期业绩提供了保障。
- **盈利预测及投资评级:**考虑到肿瘤药降价影响较为确定, 同时鉴于国家工商行政管理总局下半年开展针对医药产业链不正当竞争的专项治理, 公司在医院方面营销的力度可能会有所减弱, 小幅下调盈利预测。预计 2013~2015 年净利润同比增长 15%/17%/29%, 对应 EPS 分别为 1.01/1.17/1.51, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 新产品推出进度低于预期; 在研创新药揭盲数据不达预期; 老产品进一步降价风险。

Figure2 关键假设条件

	2012	2013E	2014E	2015E
抗肿瘤药增速(包含新获批肿瘤药)	14%	10%	12%	15%
造影剂增速	47%	35%	30%	30%
麻醉药增速	37%	30%	30%	30%
电解质大输液贡献(百万)	270	400	500	600
其余种类新产品贡献(百万)	0	10	200	500
销售费用率	43%	38%	43%	42%
有效税率	14%	14%	14%	14%
管理费用率	16%	16%	16%	16%
毛利率	84%	78%	82%	82%

资料来源: WIND; 世纪证券研究所

Figure3 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5435	6418	7774	9577
抗肿瘤药	2537	2791	3126	3595
造影剂	409	552	718	933
麻醉药	1319	1715	2230	2899
电解质大输液	270	400	500	600
其它	900	950	1000	1050
新产品	0	10	200	600
营业成本	870	11414	1399	1724
营业税及附加	95	100	122	151
销售费用	2340	2439	3343	4022
管理费用	892	1027	1244	1532
财务费用	-16	-70	-105	-146
资产减值损失	-45	20	20	30
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1300	1489	1751	2264
营业外收支	46	47	51	55
利润总额	1346	1536	1802	2319
所得税	195	215	252	325
净利润	1151	1321	1550	1994
少数股东损益	74	77	99	124
归属于母公司所有者的净利润	1077	1244	1451	1870

资料来源: 公司报表; 世纪证券研究所

2013年8月

Century Securities Inc.

附: 财务预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4514	6094	7764	9924
现金	1329	2071	3034	4080
应收账款	1443	1822	2240	2751
其他应收款	209	207	242	315
预付账款	355	509	534	653
存货	338	493	494	635
其他流动资产	839	991	1219	1491
非流动资产	1379	1294	1189	1081
长期投资	1	1	1	1
固定资产	1179	1125	1045	927
无形资产	67	74	81	90
其他非流动资产	131	94	61	62
资产总计	5893	7387	8953	11005
流动负债	440	611	627	685
短期借款	0	0	0	0
应付账款	220	387	387	456
其他流动负债	220	224	241	229
非流动负债	10	10	10	10
长期借款	10	10	10	10
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	450	621	637	695
少数股东权益	228	306	405	529
股本	1237	1237	1237	1237
资本公积	328	328	328	328
留存收益	3651	4895	6346	8216
归属母公司股东权益	5214	6460	7911	9781
负债和股东权益	5893	7387	8953	11005

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	958	720	898	929
净利润	1151	1321	1550	1994
折旧摊销	132	131	138	143
财务费用	-16	-70	-105	-146
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-302	-700	-695	-1078
其他经营现金流	-7	37	9	16
投资活动现金流	-467	-48	-39	-30
资本支出	467	40	30	20
长期投资	0	0	-0	0
其他投资现金流	-0	-8	-9	-10
筹资活动现金流	-111	70	105	146
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	112	0	0	0
资本公积增加	14	0	0	0
其他筹资现金流	-237	70	105	146
现金净增加额	380	742	963	1045

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5435	6418	7774	9577
营业成本	870	1412	1399	1724
营业税金及附加	95	100	122	151
营业费用	2340	2439	3343	4022
管理费用	892	1027	1244	1532
财务费用	-16	-70	-105	-146
资产减值损失	-45	20	20	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1300	1489	1751	2264
营业外收入	47	50	55	60
营业外支出	1	3	4	5
利润总额	1346	1536	1802	2319
所得税	195	215	252	325
净利润	1151	1321	1550	1994
少数股东损益	74	77	99	124
归属母公司净利润	1077	1244	1451	1870
EBITDA	1416	1551	1785	2260
EPS (元)	0.87	1.01	1.17	1.51

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	19.4%	18.1%	21.1%	23.2%
营业利润	25.9%	14.6%	17.6%	29.3%
归属于母公司净利润	22.9%	15.5%	16.6%	28.9%
获利能力				
毛利率(%)	84.0%	78.0%	82.0%	82.0%
净利率(%)	19.8%	19.4%	18.7%	19.5%
ROE(%)	20.7%	19.3%	18.3%	19.1%
ROIC(%)	26.9%	26.2%	27.0%	29.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	7.6%	8.4%	7.1%	6.3%
净负债比率(%)	2.22%	1.61%	1.57%	1.44%
流动比率	10.26	9.97	12.38	14.49
速动比率	9.49	9.16	11.58	13.56
营运能力				
总资产周转率	1.01	0.97	0.95	0.96
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.15	4.65	3.62	4.09
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.01	1.17	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.58	0.73	0.75
每股净资产(最新摊薄)	4.22	5.22	6.40	7.91
估值比率				
P/E	37.76	32.71	28.04	21.75
P/B	7.80	6.30	5.14	4.16
EV/EBITDA	31	28	24	19

资料来源: 天软, 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.