

2010年1月21日

恒瑞医药

产品系列进一步丰富

持有 (买入)
A

600276.SS - 人民币 49.10

目标价格: 人民币 53.18 (↑43.00)

贺长明

(8610) 6622 9080

Changing.he@bocigroup.com

我们预计, 2009年公司肿瘤系列用药销售接近20亿元, 仍在快速增长; 手术用药销售收入接近5亿元, 成为重要的收入增长点; 心脑血管逐步成为公司重点拓展的产品领域, 其他系列药品也有望出现爆发性增长。我们小幅上调09-11年每股收益预测至1.106、1.329和1.600元, 上调目标价至53.18元。由于前期股价涨幅较大, 我们下调评级至**持有**。

支撑评级的要点

- 我们预计, 肿瘤系列销售接近20亿元, 同比增长超过20%。
- 我们预计, 手术用药09年销售近5亿元, 未来有望成为重要增长点。
- 心脑血管和其他用药领域也将有较快的增长。
- 公司短期估值较高, 上涨空间有限。

评级面临的主要风险

- 产品销售和利润增长水平超出我们的预期。

估值

- 考虑到公司产品销售势头超出我们的预期, 我们小幅上调09-11年每股收益预测至1.106、1.329和1.600元, 基于2010年40倍市盈率, 我们将目标价由43.00元上调至53.18元。由于前期股价涨幅较大, 我们下调评级至**持有**。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(7)	4	19	58
相对新华富时A50指数(%)	1	7	24	6

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	621
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	12,630
3个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
连云港天宇投资有限公司	25

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	1,960	2,393	2,946	3,523	4,215
变动(%)	36	22	23	20	20
净利润(人民币 百万)	413	423	686	825	993
全面摊薄每股收益(人民币)	0.958	0.818	1.106	1.329	1.600
变动(%)	53.5	(14.7)	35.2	20.3	20.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.105	1.361	1.645
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.081	1.305	1.573
调整幅度(%)	-	-	2.3	1.8	1.7
核心每股收益(人民币)	0.801	1.165	1.092	1.316	1.587
变动(%)	27.7	45.4	(6.2)	20.5	20.6
市盈率(倍)	51.3	60.1	44.4	36.9	30.7
核心市盈率(倍)	61.3	42.2	45.0	37.3	30.9
每股现金流量(人民币)	0.51	0.23	1.12	1.24	1.50
价格/每股现金流量(倍)	96.7	216.2	43.9	39.5	32.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.7	35.4	33.1	27.5	22.7
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.442	0.532	0.800
股息率(%)	0.2	0.2	0.9	1.1	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

肿瘤系列仍在快速增长

目前，公司的肿瘤系列药品仍在快速增长。我们预计，2009年多西他赛销售接近 7.5 亿元，同比增长超过 30%；奥沙利铂销售 5 亿元，同比增长超过 20%；其他品种中，来曲唑和伊立替康增速也较快，亚叶酸钙增速有所放缓。2009 年，我们预计，公司肿瘤系列药品的销售收入已经接近 20 亿元，是国内最大的肿瘤用药生产企业，公司的市场份额已经接近 10%。

我们认为，肿瘤用药正处于快速增长期，公司将充分享受市场的快速扩容。随着公司培门冬酰、阿帕替尼等新产品的逐步上市，公司肿瘤系列未来几年将保持 20% 左右的增长速度。

手术用药值得看好

公司在麻醉镇痛药、造影剂等手术用药领域的投入也逐步进入收获期，我们预计 2009 年手术用药的销售收入已经接近 5 亿元，成为公司业绩的重要增长点。由于手术用药进入门槛较高、拓展费用大等因素，手术用药的竞争不如其他领域激烈，未来市场将逐步向品牌企业集中。公司已经在手术用药领域建立了自己的品牌形象，我们看好未来的销售增长前景。我们预计，阿（顺）曲库胺销售收入已经达到 1.5 亿元，而碘佛醇、七氟烷的销售收入也已经超过了 5,000 万元，这些品种未来都有望快速增长。

心脑血管有望成又一个重要领域

公司在心脑血管领域也开始加大投入力度，厄贝沙坦销售收入已经过亿元；心脏病预防及心脏支架手术用药阿司匹林双嘧达莫缓释片也具有较大的市场空间。降糖药瑞格列汀已经分别在美国 FDA 和国内进行临床一期实验。

我们认为，心脑血管也是一个快速增长的市场，未来市场空间很大，随着公司在研发和营销等方面投入力度的加大，这一领域有可能成为公司增长的重要领域。

其他用药领域存在爆发的可能

公司在抗感染、关节炎、电解质输液等领域也拥有大量已上市或在研的药品，卡屈沙星、艾瑞昔布等专利产品的上市有可能带动这些领域其他品种的销售。

制剂出口有望逐步上量

公司异环磷酰胺、足叶乙甙、美司那、噻替哌 4 个原料药品种已通过美国 FDA 认证；制剂方面，伊立替康注射液、加巴喷丁胶囊、利培酮片有望在 2010 年 3 月迎来 FDA 的现场检查。公司希望将所有车间通过 FDA 认证，从而逐步将制剂出口到国外规范市场。

2010 年公司将加强营销人员的管理

目前，公司一线的销售人员在 2,000 人左右，由于产品系列较多，公司并未实行分产品线的销售模式。由于对新进入公司的营销人员的培训和绩效考核存在一定的问题，再加上外资企业对公司营销人员的挖角，公司营销人员存在较大的流失。2010 年，为了吸引和留住营销人员，公司将加大营销人员的培训和考核力度，特别对新进入的营销人员可能采取一些区别政策。我们认为，随着公司营销队伍的逐步壮大和稳定，公司的销售能力将进一步增强。

上调目标价至 53.18 元，但下调评级至持有

考虑到公司产品销售势头超出我们的预期，我们小幅上调 09-11 年每股收益预测至 1.106、1.329 和 1.600 元，基于 2010 年 40 倍市盈率，我们上调目标价至 53.18 元。由于前期股价涨幅较大，我们下调评级至**持有**。作为化学药龙头，公司在研发和营销方面实力雄厚，具有明显的战略投资价值。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	1,960	2,393	2,946	3,523	4,215
销售成本	(330)	(401)	(469)	(588)	(737)
经营费用	(1,177)	(1,285)	(1,574)	(1,856)	(2,186)
息税折旧前利润	452	707	903	1,079	1,293
折旧及摊销	(58)	(60)	(64)	(68)	(74)
经营利润(息税前利润)	394	647	839	1,011	1,219
净利息收入/(费用)	(4)	(5)	(4)	(5)	(6)
其他收益/(损失)	122	(172)	10	10	10
税前利润	511	470	845	1,016	1,223
所得税	(93)	(34)	(144)	(173)	(208)
少数股东权益	(6)	(13)	(15)	(18)	(22)
净利润	413	423	686	825	993
核心净利润	345	602	678	817	985
每股收益(人民币)	0.958	0.818	1.106	1.329	1.600
核心每股收益(人民币)	0.801	1.165	1.092	1.316	1.587
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.442	0.532	0.800
收入增长(%)	36	22	23	20	20
息税前利润增长(%)	45	64	30	21	21
息税折旧前利润增长(%)	37	56	28	20	20
每股收益增长(%)	53	(15)	35	20	20
核心每股收益增长(%)	28	45	(6)	21	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	843	465	641	918	1,235
应收帐款	528	889	930	1,066	1,221
库存	115	162	164	206	258
其他流动资产	8	36	19	24	29
流动资产总计	1,495	1,553	1,754	2,214	2,744
固定资产	471	515	602	685	712
无形资产	30	29	38	48	57
其他长期资产	18	157	16	17	17
长期资产总计	519	701	657	749	786
总资产	2,014	2,254	2,411	2,963	3,529
应付帐款	126	139	150	187	234
短期债务	60	0	0	0	0
其他流动负债	169	91	63	64	66
流动负债总计	355	230	213	251	300
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	0	0	0	0
股本	431	517	621	621	621
储备	1,185	1,477	1,532	2,027	2,524
股东权益	1,616	1,994	2,153	2,648	3,144
少数股东权益	17	30	45	63	85
总负债及权益	2,014	2,254	2,411	2,963	3,529
每股帐面价值(人民币)	3.75	3.86	3.47	4.27	5.07
每股有形资产(人民币)	3.68	3.80	3.41	4.19	4.97
每股净负债(现金)	(1.19)	(0.74)	(1.03)	(1.48)	(1.99)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	511	470	845	1,016	1,223
折旧与摊销	58	60	64	68	74
净利息费用	4	5	4	5	6
运营资本变动	(143)	(580)	(75)	(144)	(165)
税金	(93)	(34)	(144)	(173)	(208)
其他经营现金流	(61)	257	64	68	74
经营活动产生的现金流	219	117	694	773	929
购买固定资产净值	(67)	(111)	(160)	(160)	(110)
投资减少/增加	1	1	0	0	0
其他投资现金流	(101)	(90)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(167)	(200)	(160)	(160)	(110)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	12	(60)	0	0	0
支付股息	(43)	(52)	(274)	(330)	(497)
其他融资现金流	(14)	7	(4)	(5)	(6)
融资活动产生的现金流	(45)	(105)	(278)	(335)	(502)
现金变动	7	(187)	256	277	317
期初现金	566	573	385	641	918
公司自由现金流	52	(83)	534	612	819
权益自由现金流	60	(147)	530	607	813

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.1	29.5	30.6	30.6	30.7
息税前利润率	20.1	27.0	28.5	28.7	28.9
税前利润率	26.1	19.6	28.7	28.8	29.0
净利率	21.1	17.7	23.3	23.4	23.6
流动性(倍)					
流动比率	4.2	6.8	8.2	8.8	9.2
利息覆盖率	101.0	138.5	224.5	193.4	211.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	3.9	6.1	7.5	8.0	8.3
估值(倍)					
市盈率	51.3	60.1	44.4	36.9	30.7
核心业务市盈率	61.3	42.2	45.0	37.3	30.9
目标价对应核心业务	55.5	65.0	48.1	40.0	33.2
市盈率					
市净率	13.1	12.7	14.2	11.5	9.7
价格/现金流	96.7	216.2	43.9	39.5	32.8
企业价值/息税折旧前	45.7	35.4	33.1	27.5	22.7
利润					
周转率					
存货周转天数	117.9	126.3	127.0	114.8	114.8
应收帐款周转天数	73.9	108.1	112.7	103.4	99.0
应付帐款周转天数	16.0	20.2	17.8	17.4	18.2
回报率(%)					
股息支付率	10.4	12.2	40.0	40.0	50.0
净资产收益率	25.6	21.2	31.9	31.2	31.6
资产收益率	16.0	26.6	28.9	28.3	28.7
已运用资本收益率	23.3	31.9	38.2	37.3	37.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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