

2010年2月9日

恒瑞医药

收入快速增长，销售费用影响业绩

2009年，公司实现营业收入30.29亿元，同比增长26.6%；归属于母公司的净利润6.657亿元，同比增长57.40%；每股收益1.072元，每股经营性净现金0.707元。受销售费用率上升的影响，公司业绩略低于我们的预期。我们小幅下调2010-2012年盈利预测至1.249、1.543和1.956元，基于2010年40倍市盈率，下调目标价至49.95元，维持**持有**评级。

A

持有

600276.SS - 人民币 45.60

目标价格: 人民币 49.95 (▼53.18)

贺长明

 (8610) 6622 9080
 changing.he@bocigroup.com

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(%)	(13)	(8)	1	48
相对新华富时A50指数(%)	0	2	12	17

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)	12,028
3个月日均交易额(人民币 百万)	61
净负债比率(%) (2010E)	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

支撑评级的要点

- 公司加大营销投入，销售费用率上升4个百分点，造成业绩略低于预期。
- 公司销售收入快速增长，09年3、4季度增速超过30%。
- 公司毛利率下降0.5个百分点，随着竞争的加剧，未来仍有下降的可能。
- 卡屈沙星和艾瑞昔布有望2010年上市。产品国际化也值得期待。

评级面临的主要风险

- 新药审批和产品销售受国家政策影响，可能低于我们的预期。

估值

- 考虑到公司营销费用率上升和毛利率下降等因素，我们小幅下调2010-2012年盈利预测至1.249、1.543和1.956元，基于2010年40倍市盈率，将目标价由53.18元下调至49.95元，维持**持有**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	2,393	3,029	3,523	4,215	5,045
变动(%)	22	27	16	20	20
净利润(人民币 百万)	423	666	775	958	1,214
全面摊薄每股收益(人民币)	0.818	1.072	1.249	1.543	1.956
变动(%)	(14.7)	31.2	16.4	23.5	26.8
市场预期每股收益(人民币)	-	1.105	1.361	1.645	1.660
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.329	1.600	2.114
调整幅度(%)	-	-	(6.1)	(3.6)	(7.5)
核心每股收益(人民币)	1.165	0.923	1.237	1.531	1.946
变动(%)	45.4	(20.7)	34.0	23.8	27.0
市盈率(倍)	57.2	43.6	37.4	30.3	23.9
核心市盈率(倍)	40.2	50.6	37.8	30.5	24.0
每股现金流量(人民币)	0.23	0.71	1.29	1.45	1.85
价格/每股现金流量(倍)	205.9	66.1	36.2	32.2	25.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.7	38.2	28.6	22.8	17.7
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.375	0.617	0.978
股息率(%)	0.2	0.0	0.8	1.3	2.1

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

受销售费用率上升影响，年报业绩略低于预期

2009年，公司实现营业收入30.29亿元，同比增长26.6%；归属于母公司的净利润6.657亿元，同比增长57.40%；每股收益1.072元，每股经营性净现金0.707元。受销售费用率上升的影响，公司业绩略低于我们的预期。2009年，销售费用率达到了44.4%，比2008年高了4个百分点。由于投资收益的影响，公司净利润变动较大，其他财务指标则基本正常。

图表 2.恒瑞医药年报业绩摘要

(人民币, 百万)	08年	09年	同比变动%
营业收入	2,392.6	3,029.0	26.6
营业成本	400.9	523.9	30.7
营业税及附加	37.7	45.2	19.9
销售费用	965.4	1345.5	39.4
管理费用	342.0	435.7	27.4
财务费用	4.7	(8.3)	(278.6)
资产减值损失	32.8	(9.8)	(129.9)
投资收益/(损失)	(181.2)	85.5	(147.2)
营业利润	449.7	771.7	71.6
税前利润	470.0	780.7	66.1
所得税支出	34.4	87.4	153.8
母公司可分配净利润	423.0	665.7	57.4
少数股东权益	12.7	27.6	117.9
每股收益(人民币)	0.681	1.072	57.4
主要比率 (%)			
销售毛利率	83.2	82.7	
营业利润率	18.8	25.5	
净利率	17.7	22.0	

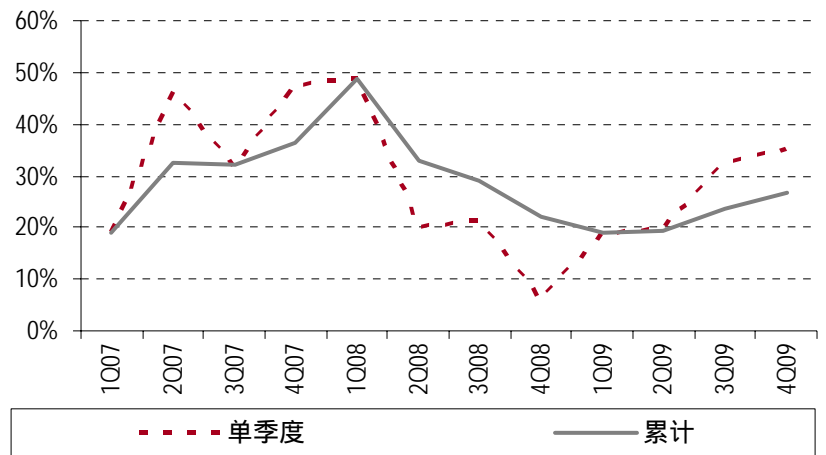
资料来源：公司数据，中银国际研究

营销大投入，销售收入快速增长

2009年，公司在营销方面加大了投入力度，重点措施包括：
（一）进一步完善销售网络建设，积极落实由中心城市向社区、周边城镇辐射的策略；（二）重点医院深度开发，实行分科室的销售策略，精耕细作；（三）加大非抗肿瘤药品的推广力度，进一步优化产品销售结构；（四）加强销售管理和人才队伍建设，进一步完善激励机制，全力打造多支过硬的销售队伍等方面。

受益于公司营销投入的增大，公司销售收入快速增长。从图表3可以看出，公司销售收入在09年三、四季度出现了加速增长的势头。

图表 3. 恒瑞医药单季度销售收入变动情况

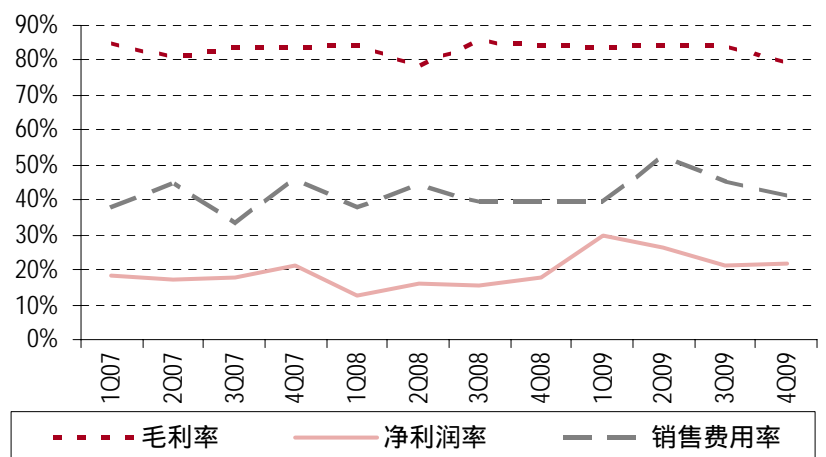


资料来源：公司数据，中银国际研究

毛利率小幅下降，未来仍有走低的可能

2009 年，公司的毛利率小幅下降了 0.5 个百分点。从单季度的毛利率变动情况来看，2009 年 4 季度毛利率有明显的下滑。我们认为，由于目前公司的主要产品竞争厂家越来越多，随着各地集中招标采购的实施，公司药品存在降价的可能，相应的毛利率就会不断走低。

图表 4. 恒瑞医药单季度利润率变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

公司销售费用率在 09 年二、三季度有较大的上升，但四季度已经恢复到正常水平。我们认为，公司未来的销售费用率将会稳定在 40%左右的水平。

公司的新产品和国际化值得期待

2009年，公司获10个临床批件，以及盐酸右美托咪定和培门冬酶等5个生产批件。全年获得专利6件，新提交专利申请37件，其中PCT专利申请13件。公司“重大新药创制”专项项目进展顺利，公司被国家科技部、国资委确定为第三批创新型试点企业。

新产品方面，卡屈沙星和艾瑞昔布的审批工作已基本完成，公司预计2010年上半年上市。苹果酸法米替尼、分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼等5个一类新药分别处于到期临床，另有6个创新药正申报待批。

在国际化方面，大浦原料药基地公司计划整体通过美国FDA认证，通用名药制剂2010年将迎来FDA认证；公司自主研发的用于治疗糖尿病的创新药——瑞格列汀在美国获批进入一期临床试验。

我们认为，凭借公司雄厚的研发实力，公司未来在新产品研发和国际化方面都有望取得较大的突破。

下调目标价至 49.95 元，维持持有评级

考虑到公司营销费用率上升和毛利率可能下降等因素，我们小幅下调2010-2012年盈利预测至1.249、1.543和1.956元，基于2010年40倍市盈率，下调目标价至49.95元，维持持有评级。公司是研发能力和营销能力均非常突出的化学药龙头企业，具有明确的长期投资价值。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,393	3,029	3,523	4,215	5,045
销售成本	(401)	(524)	(588)	(737)	(883)
经营费用	(1,285)	(1,762)	(1,958)	(2,265)	(2,622)
息税折旧前利润	707	743	977	1,213	1,540
折旧及摊销	(60)	(64)	(68)	(74)	(77)
经营利润(息税前利润)	647	679	909	1,139	1,463
净利息收入/(费用)	(5)	8	12	13	14
其他收益/(损失)	(172)	94	8	8	8
税前利润	470	781	929	1,160	1,485
所得税	(34)	(87)	(121)	(162)	(223)
少数股东权益	(13)	(28)	(33)	(40)	(48)
净利润	423	666	775	958	1,214
核心净利润	602	573	768	951	1,208
每股收益(人民币)	0.818	1.072	1.249	1.543	1.956
核心每股收益(人民币)	1.165	0.923	1.237	1.531	1.946
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.375	0.617	0.978
收入增长(%)	22	27	16	20	20
息税前利润增长(%)	64	5	34	25	28
息税折旧前利润增长(%)	56	5	32	24	27
每股收益增长(%)	(15)	31	16	24	27
核心每股收益增长(%)	45	(21)	34	24	27

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	465	707	1,130	1,551	2,026
应收帐款	889	1,234	1,261	1,416	1,583
库存	162	177	206	258	309
其他流动资产	36	30	29	29	35
流动资产总计	1,553	2,148	2,626	3,254	3,954
固定资产	515	559	642	670	664
无形资产	29	50	59	67	76
其他长期资产	157	241	16	17	17
长期资产总计	701	850	718	754	757
总资产	2,254	2,999	3,344	4,008	4,711
应付帐款	139	144	154	185	213
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	91	180	186	205	225
流动负债总计	230	324	340	390	438
长期借款	0	10	10	10	10
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	517	621	621	621	621
储备	1,477	1,987	2,283	2,857	3,464
股东权益	1,994	2,608	2,903	3,478	4,085
少数股东权益	30	57	90	130	178
总负债及权益	2,254	2,999	3,344	4,008	4,711
每股帐面价值(人民币)	3.86	4.20	4.68	5.60	6.58
每股有形资产(人民币)	3.80	4.12	4.58	5.49	6.46
每股净负债(现金)	(0.74)	(1.12)	(1.80)	(2.48)	(3.25)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	470	781	929	1,160	1,485
折旧与摊销	60	64	68	74	77
净利息费用	5	(8)	(12)	(13)	(14)
运营资本变动	(580)	(240)	(62)	(156)	(176)
税金	(34)	(87)	(121)	(162)	(223)
其他经营现金流	197	(71)	0	0	0
经营活动产生的现金流	117	439	802	902	1,148
购买固定资产净值	(111)	(142)	(160)	(110)	(80)
投资减少/增加	1	1	0	0	0
其他投资现金流	(90)	66	0	0	0
投资活动产生的现金流	(200)	(75)	(160)	(110)	(80)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(60)	10	0	0	0
支付股息	(52)	0	(233)	(383)	(607)
其他融资现金流	7	(52)	12	13	14
融资活动产生的现金流	(105)	(42)	(221)	(370)	(593)
现金变动	(187)	322	421	422	475
期初现金	573	385	707	1,130	1,551
公司自由现金流	(83)	364	642	792	1,068
权益自由现金流	(147)	382	654	805	1,082

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	29.5	24.5	27.7	28.8	30.5
息税前利润率	27.0	22.4	25.8	27.0	29.0
税前利润率	19.6	25.8	26.4	27.5	29.4
净利率	17.7	22.0	22.0	22.7	24.1
流动性(倍)					
流动比率	6.8	6.6	7.7	8.3	9.0
利息覆盖率	138.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	6.1	6.1	7.1	7.7	8.3
估值(倍)					
市盈率	57.2	43.6	37.4	30.3	23.9
核心业务市盈率	40.2	50.6	37.8	30.5	24.0
目标价对应核心业务	61.1	46.6	40.0	32.4	25.5
市盈率					
市净率	12.1	11.1	10.0	8.3	7.1
价格/现金流	205.9	66.1	36.2	32.2	25.3
企业价值/息税折旧前	33.7	38.2	28.6	22.8	17.7
利润					
周转率					
存货周转天数	126.3	118.3	118.8	114.8	117.2
应收帐款周转天数	108.1	127.9	129.3	115.9	108.5
应付帐款周转天数	20.2	17.0	15.4	14.7	14.4
回报率(%)					
股息支付率	12.2	0.0	30.0	40.0	50.0
净资产收益率	21.2	25.5	26.7	27.5	29.7
资产收益率	26.6	20.1	23.7	24.4	26.4
已运用资本收益率	31.9	25.4	30.3	31.5	34.2

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(iii)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。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：中国海外发展。

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2010年2月5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，豁免批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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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(“上市法团”)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 2010 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