

恒瑞医药 (600276.SH)

化学制药行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

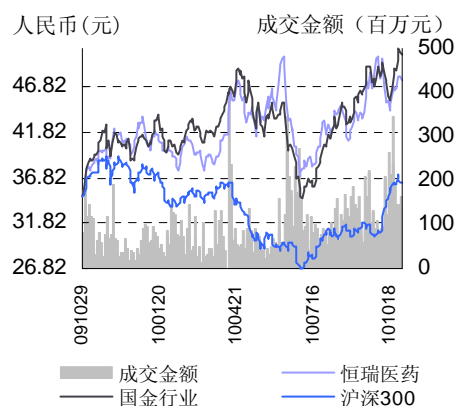
市价(人民币): 47.28元

三季报稳定增长, 明年看国际化和创新

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	744.89
总市值(百万元)	35,433.20
年内股价最高最低(元)	50.13/35.86
沪深300指数	3379.98
上证指数	2978.84



相关报告

- 《中报符合预期,期待创新的价值》, 2010.8.8
- 《一季报业绩符合预期,全年稳定增长》, 2010.4.22
- 《公布限制性股票激励计划草案》, 2010.4.13

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.818	1.072	1.008	1.307	1.690
每股净资产(元)	3.86	4.20	4.39	5.14	6.71
每股经营性现金流(元)	0.23	0.71	1.29	1.33	1.60
市盈率(倍)	47.10	48.95	41.26	31.83	24.61
行业优化市盈率(倍)	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	2.43%	57.40%	13.48%	29.63%	29.34%
净资产收益率(%)	21.21%	25.53%	23.12%	25.57%	25.33%
总股本(百万股)	517.29	620.74	749.43	749.43	749.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恒瑞医药公布 2010 年三季报, 前三季度公司实现归属于母公司所有者净利润 5.63 亿元, 实现每股收益 0.755 元, 与我们三季报预览一致。

经营分析

- 主业增长 35%:** 公司前三季度实现销售收入 28.14 亿元, 同比增长 27.25%; 实现毛利 23.78 亿元, 同比增长 27.91%; 实现 EBIT7.1 亿元, 同比增长 42.27%; 实现营业利润 6.93 亿元, 同比增长 23.13%; 实现归属于母公司净利润 5.63 亿元, 同比增长 19.14%。由于去年有较高的公允价值波动, 今年为 0, 所以净利润增速不快, 但实际主业利润增长有 35%。
- 3 季度经营延续了 1、2 季度的增长:** 公司 3 季度销售收入、毛利、利润与 1、2 季度水平相当, 销售费用率下降、管理费用率上升, 坏账准备随着销售规模增长增加。最终单季度利润水平与前两季度持平。
- 明年关注公司的国际化和创新方面持续推进:** 创新药方面艾瑞昔布明年正式产生利润贡献, 作为第一个创新药上市具有较大的意义; 创新药阿帕替尼明年将进入三期临床, 如果效果优异, 将会给公司带来更大的超预期可能。国际化方面, 公司注射剂生产线的 FDA 认证有望在今年得到结果, 如果通过有助于公司国际化合作的开展, 同时公司与跨国医药企业的合作也值得期待。
- 公司明年业绩有超预期的可能:** 公司今年的三个季度收入在高基数的基础上继续实现 25% 的增长, 而利润也有加速的迹象, 三季度超过 35%。在明年创新药上市的背景下, 业绩超预期的概率加大。

盈利调整

- 我们暂且维持公司 2010、2011、2012 年公司 EPS 为 1.008 元、1.307 元、1.690 元的盈利预测, 这里没有考虑创新药的超预期贡献。

投资建议

- 公司是值得等待的品种。从短期对业绩的贡献角度来看, 来曲唑、顺阿曲库胺等新的过亿品种继续保持快速增长; 碘佛醇、培门冬酶将逐步接过冲击过亿产品线的大旗, 2011 年首个创新药艾瑞昔布将产生贡献。我们认为公司是国内化学创新药的典型代表, 未来有望享受估值溢价, 维持“买入”评级。

图表1: 公司销量过亿的产品线 (蓝色: 老的过亿产品; 黄色: 新增过亿产品; 绿色: 新上潜力产品)

产品类别	2007年过亿产品 (4个)		2008年过亿产品 (7个)		2009年过亿产品 (预期10个)		2010年及以后过亿产品 (预期16个)	
	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注
抗肿瘤药	亚叶酸钙	1.0亿	亚叶酸钙	1.1亿	亚叶酸钙	1.3亿	亚叶酸钙	稳定规模
	奥沙利铂	3.7亿	奥沙利铂	4.1亿	奥沙利铂	4.7亿	奥沙利铂	稳定规模
	多西他赛	4.7亿	多西他赛	5.7亿	多西他赛	6.9亿	多西他赛	稳定增长
			伊立替康	1.5亿	伊立替康	2.0亿	伊立替康	快速增长
			来曲唑	1.0亿	来曲唑	1.5亿	来曲唑	快速增长
					培门冬酶	获得生产批件	培门冬酶	接近1亿
							S1替加氟复方制剂	新品上市
手术用药			顺阿曲库胺	新品上市	顺阿曲库胺	1.1亿	顺阿曲库胺	快速增长
			七氟烷	新品上市	七氟烷	1.2亿	七氟烷	快速增长
			碘佛醇	新品上市	碘佛醇	快速增长	碘佛醇	1亿多
							其他品种	新品上市
创新药					卡屈沙星	报生产	卡屈沙星	新品上市
					艾瑞昔布	报生产	艾瑞昔布	新品上市
					阿帕替尼	二期临床	阿帕替尼	三期临床
					DPPIV降糖药	一期临床	DPPIV降糖药	二期临床
					法米替尼	申报临床	法米替尼	一期临床
抗感染药	克拉霉素	1.2亿	克拉霉素	1.7亿	克拉霉素	1.9亿	克拉霉素	快速增长
呼吸用药			贝莱	稳定增长	贝莱	稳定增长	贝莱	1亿多
							厄多斯坦氨溴索	新品上市
			厄贝沙坦	接近1亿	厄贝沙坦	1.1亿	厄贝沙坦	快速增长
心血管药				阿斯匹林缓释剂	新品上市	阿斯匹林缓释剂	接近1亿	
输液用药							钠钾输液	新品上市
							钠钾镁钙输液	新品上市
肝病用药							PEG干扰素	新品上市
胃肠用药							奥美拉唑	新品上市
制剂出口					伊立替康	已上报FDA		
					甲巴喷丁	已上报FDA		
					利培酮	已上报FDA		
原料药	美司那	已过FDA认证						
	异环磷酰胺	已过FDA认证						
	噻替哌	已过FDA认证						
	VP16	已过FDA认证						

来源: 国金证券研究所

图表2: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,960	2,393	3,029	3,700	4,348	5,131
增长率		22.1%	26.6%	22.1%	17.5%	18.0%
主营业务成本	-330	-401	-524	-618	-684	-788
%销售收入	16.9%	16.8%	17.3%	16.7%	15.7%	15.4%
毛利	1,629	1,992	2,505	3,081	3,665	4,343
%销售收入	83.1%	83.2%	82.7%	83.3%	84.3%	84.6%
营业税金及附加	-31	-38	-45	-55	-64	-74
%销售收入	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-798	-965	-1,346	-1,609	-1,879	-2,165
%销售收入	40.7%	40.4%	44.4%	43.5%	43.2%	42.2%
管理费用	-406	-342	-436	-529	-574	-626
%销售收入	20.7%	14.3%	14.4%	14.3%	13.2%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	394	647	679	887	1,148	1,478
%销售收入	20.1%	27.0%	22.4%	24.0%	26.4%	28.8%
财务费用	-4	-5	8	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.2%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-23	-33	10	-16	-20	-18
公允价值变动收益	102	-181	85	0	0	0
投资收益	39	22	-11	0	0	0
%税前利润	7.6%	4.6%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	508	450	772	871	1,129	1,459
营业利润率	25.9%	18.8%	25.5%	23.6%	26.0%	28.4%
营业外收支	4	20	9	20	20	20
税前利润	511	470	781	891	1,149	1,479
利润率	26.1%	19.6%	25.8%	24.1%	26.4%	28.8%
所得税	-93	-34	-87	-116	-149	-192
所得税率	18.2%	7.3%	11.2%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	419	436	693	775	999	1,287
少数股东损益	6	13	28	20	20	20
归属于母公司的净利润	413	423	666	755	979	1,267
净利率	21.1%	17.7%	22.0%	20.4%	22.5%	24.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	419	436	693	775	999	1,287
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	81	93	54	58	65	68
非经营收益	-137	101	-70	29	-19	-19
营运资金变动	-144	-512	-239	98	-58	-146
经营活动现金净流	219	117	439	960	988	1,190
资本开支	-66	-110	-141	-83	-59	-60
投资	-158	-110	61	-1	0	0
其他	57	20	5	0	0	0
投资活动现金净流	-167	-200	-75	-84	-59	-60
股权募资	0	0	0	0	-320	0
债权募资	12	-60	10	0	0	1
其他	-57	-45	-52	0	-98	-98
筹资活动现金净流	-45	-105	-42	0	-417	-97
现金净流量	7	-188	322	877	511	1,033

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	572	385	707	1,584	2,095	3,128
应收款项	528	889	1,234	1,101	1,163	1,276
存货	115	162	177	220	225	259
其他流动资产	279	116	30	51	50	49
流动资产	1,495	1,553	2,148	2,957	3,533	4,712
%总资产	74.2%	68.9%	71.6%	77.4%	79.7%	83.6%
长期投资	4	103	192	193	192	192
固定资产	471	515	559	610	635	657
%总资产	23.4%	22.8%	18.6%	16.0%	14.3%	11.6%
无形资产	30	29	50	59	68	76
非流动资产	519	701	850	864	897	927
%总资产	25.8%	31.1%	28.4%	22.6%	20.3%	16.4%
资产总计	2,014	2,254	2,999	3,821	4,430	5,639
短期借款	60	0	0	0	0	0
应付款项	249	212	269	349	372	391
其他流动负债	46	18	55	117	120	120
流动负债	355	230	324	466	492	511
长期贷款	0	0	10	10	10	11
其他长期负债	25	0	0	0	0	0
负债	381	230	334	476	502	522
普通股股东权益	1,616	1,994	2,608	3,267	3,830	5,000
少数股东权益	17	30	57	77	97	117
负债股东权益合计	2,014	2,254	2,999	3,821	4,430	5,639

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.958	0.818	1.072	1.008	1.307	1.690
每股净资产	3.748	3.855	4.201	4.387	5.142	6.712
每股经营现金净流	0.508	0.227	0.707	1.289	1.326	1.597
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.56%	21.21%	25.53%	23.12%	25.57%	25.33%
总资产收益率	20.51%	18.76%	22.20%	19.77%	22.11%	22.46%
投入资本收益率	18.75%	29.60%	22.53%	23.01%	25.38%	25.07%
增长率						
主营业务收入增长率	37.77%	22.09%	26.60%	22.15%	17.53%	17.99%
EBIT增长率	45.27%	64.19%	4.96%	30.75%	29.43%	28.65%
净利润增长率	99.82%	2.43%	57.40%	13.48%	29.63%	29.34%
总资产增长率	38.12%	11.95%	33.03%	27.41%	15.94%	27.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.9	79.3	88.4	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	117.9	126.3	118.3	130.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	65.5	93.0	94.2	90.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	87.2	70.5	57.9	48.4	41.6	35.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.97%	-22.98%	-26.16%	-47.06%	-53.10%	-60.92%
EBIT利息保障倍数	100.9	138.5	-81.4	-3,970.8	3,533.1	7,197.8
资产负债率	18.90%	10.20%	11.13%	12.46%	11.34%	9.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	12	22
买入	0	0	0	8	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.36	1.32

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-20	买入	27.90	N/A
2 2009-08-26	买入	33.75	N/A
3 2009-11-16	买入	39.67	65.00 ~ 65.00
4 2010-02-08	买入	37.93	N/A
5 2010-04-13	买入	43.67	N/A
6 2010-04-22	买入	47.44	N/A
7 2010-08-08	买入	42.35	N/A

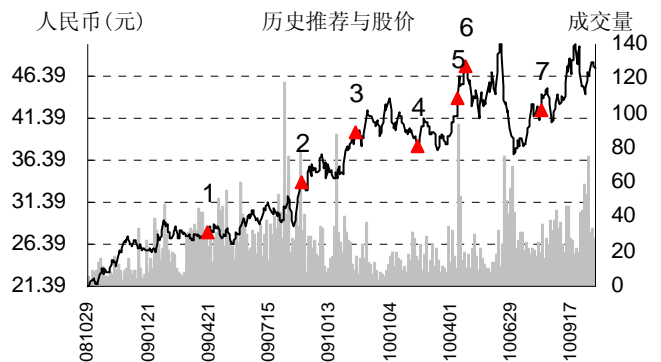
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室