

化学制剂

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 75.00元

当前股价: 51.49元

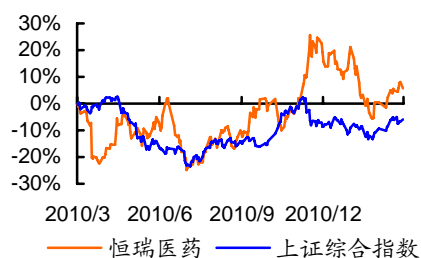
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2905.05
总股本(百万)	749
流通股本(百万)	745
流通市值(亿)	384
EPS (TTM)	1.01
每股净资产(元)	3.56
资产负债率	11.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒瑞医药	4.21	-9.44	19.66
上证综合指数	5.53	1.16	11.27



相关报告

- 《恒瑞医药-国内专利药物即将上市, 估值有望率先提升》2010-10-31
- 《恒瑞医药-海外认证进展加快, 国内专利药物即将上市》2010-8-7
- 《恒瑞医药-股权激励方案推出, 利于公司长期发展》2010-4-12

恒瑞医药

600276

强烈推荐

创新药物研究即将进入收获期

恒瑞公布 2010 年年报, 实现 EPS0.97 元, 公司拟 10 送 3 转 2 派 1。

投资要点:

- **研发费用和股权激励费用影响当期利润。**2010 年恒瑞收入同比增长 23.6%, 利润同比增长 10.19%, 研发费用大幅增长, 和当期计提股权激励费用 2489 万导致管理费用大幅增长 42.6%, 影响了当期利润;
- **4 季度实现利润相对平稳。**4 季度公司收入同比增长 13.8%, 单季 EPS0.22 元, 与前几个季度相仿;
- **丰富产品梯队推动公司继续快速成长。**虽然公司两大主导产品多西他赛和奥沙利铂增速放缓, 但公司二线品种伊立替康、顺阿曲库铵、厄贝沙坦、碘氟醇等二线品种增长迅速, 拉动公司制剂业务整体仍然增长近 25%;
- **新药研发即将进入收获期。**2010 年恒瑞获得复方替吉奥、碘克沙醇等 10 个生产批件, PEG-GCSF、非布司他等获得临床批件。2011 年上半年艾瑞昔布和卡屈沙星获得生产批文是大概率事件, 阿帕替尼二期临床进展顺利, 2011 年进入三期临床可能较大。
- **海外认证进展顺利。**伊立替康注射液接受了美国 FDA 官员的现场检查, 公司向美国 FDA 另外提交了 2 个制剂的 ANDA, 4 个原料药的 DMF。瑞格列汀在美国一期临床试验进展也较顺利。
- **维持强烈推荐评级。**恒瑞医药创新药物将陆续上市, 公司处于产业发展的转折点, 短期的高估值隐含着对未来创新药物的预期, 维持强烈推荐评级。以当前股本计, 在不考虑股权激励费用的情况下, 我们预测 11-13 年 EPS 为 1.25、1.61、2.01 元。

■ **风险提示:** 新药上市存在不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3744	4275	5137	6128
同比(%)	24%	14%	20%	19%
归属母公司净利润(百万元)	755	939	1204	1506
同比(%)	9%	30%	28%	25%
毛利率(%)	83.8%	85.3%	85.7%	85.7%
ROE(%)	21.4%	21.0%	21.2%	20.9%
每股收益(元)	0.97	1.25	1.61	2.01
P/E	63.9	49.3	38.4	30.8
P/B	13.7	10.3	8.1	6.4
EV/EBITDA	41.6	32.3	24.9	19.8

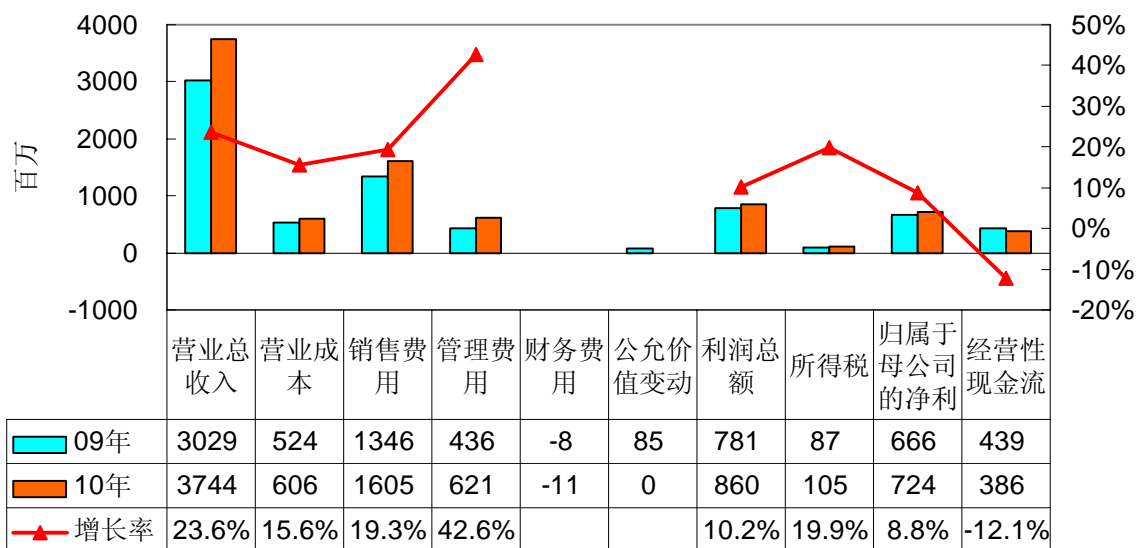
资料来源: 中投证券研究所

## 一、营业收入仍保持快速增长

恒瑞医药公布 2010 年年报，营业收入同比增长 23.6%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 10.19%，实现 EPS0.97 元。公司拟 10 送 3 转 2 派 1。

恒瑞利润增长幅度小于收入增长幅度的主要原因是因为研发费用增长，同时当期计提股权激励费用 2489 万导致管理费用大幅增长 42.6%，当期不再有公允价值变动收益也对利润有影响。

图 1 恒瑞医药主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

从季度数据来看，恒瑞医药 10 年 4 季度单季实现的收入同比增长 13.8%，环比略有下降，单季实现 EPS0.22 元，与前几个季度基本相仿。

**表 1：恒瑞医药的季度盈利性数据**

财务指标	09年 1Q	09年 2Q	09年 3Q	09年 4Q	10年 1Q	10年 2Q	10年 3Q	10年 4Q	4Q 同比	4Q 环比
营业收入	71156	71758	78233	81749	94248	92693	94462	93008	13.8%	-1.5%
营业成本	11619	11277	12378	17111	14203	14164	15276	16906	-1.2%	10.7%
营业费用	28024	37544	35293	33689	39024	43275	37922	40247	19.5%	6.1%
管理费用	9687	5815	16251	11819	14847	10044	17438	19809	67.6%	13.6%
财务费用	80	-218	-524	-172	-344	-77	-149	-525		
营业利润	24647	19384	12232	20909	24163	23221	22058	15079	-27.9%	-31.6%
公允价值变动										
收益	3899	3093	-1758	3312		0	0	0		
投资收益	161	-67	124	-1273	20	77	0	0		
利润总额	24698	19395	12247	21728	24223	23162	22139	16497	-24.1%	-25.5%
所得税	2870	2834	1399	1636	3317	3623	4287	-750	-145.8%	-117.5%
归属于母公司										
净利润	21271	16047	9961	19294	20332	18782	17212	16091	-16.6%	-6.5%
<b>EPS*</b>	<b>0.29</b>	<b>0.22</b>	<b>0.13</b>	<b>0.26</b>	<b>0.27</b>	<b>0.25</b>	<b>0.23</b>	<b>0.22</b>	<b>-16.6%</b>	<b>-6.5%</b>
毛利率	83.7%	84.3%	84.2%	79.1%	84.9%	84.7%	83.8%	81.8%	2.8%	-2.0%
营业费用率	39.38%	52.32%	45.11%	41.21%	41.41%	46.69%	40.14%	43.27%	2.1%	3.1%
管理费用率	13.61%	8.10%	20.77%	14.46%	15.75%	10.84%	18.46%	21.30%	6.8%	2.8%
实际所得税率	11.62%	14.61%	11.42%	7.53%	13.69%	15.64%	19.36%	-4.54%	-12.1%	-23.9%

资料来源：恒瑞医药历年报表、中投证券研究所 \* EPS 按最新股本摊薄

## 二、丰富产品梯队推动快速增长

针剂是恒瑞最大的一类产品，公司包括多西他赛、奥沙利铂、伊立替康在内的等大多数肿瘤药和顺阿曲库铵等手术用药都属于针剂产品，2010年该类产品销售额达到 29.17 亿，增长速度仍然达到 23.3%，相当可观。

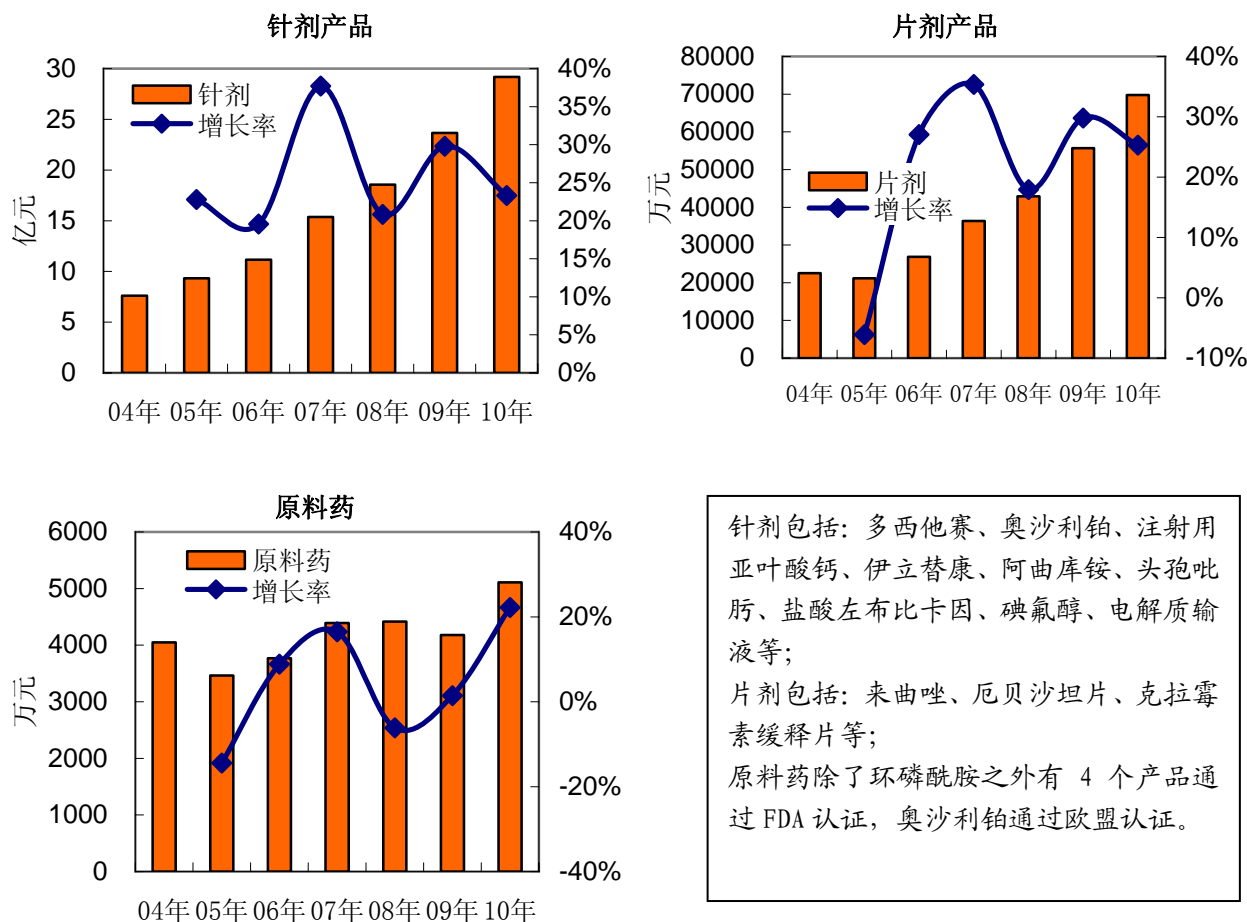
多西他赛和奥沙利铂因为基数已经很大，增速回落到 20% 以下，而伊立替康则保持快速增长，相对而言，手术用药整体增长幅度超过 50%，拉动了针剂产品的增长。

新产品中，顺阿曲库铵大幅增长，新上市的电解质平衡液销售额近亿；

片剂类产品包括来曲唑、厄贝沙坦、吡格列酮、克拉霉素等产品，销售额达到 6.97 亿，同比增长 25.3%。其中厄贝沙坦大幅增长。

原料药目前还处于市场开拓期，销售额较低，但增长速度有所加快，年内，恒瑞有 4 个原料药产品通过美国 FDA 认证。

图 2：恒瑞医药历年主要业务的增长情况



### 三、前景预期和盈利预测

受研发费用增加和股权激励费用拖累，恒瑞利润增速放缓，但公司在新药研发上已经到了即将突破的阶段，为了加速药品开发，公司将研究所分为创新药和仿制药两大研究所，2010 年又成立了生物研究所开发发酵、蛋白药物。

创新药业研发：艾瑞昔布通过了国家产前动态核查，正在等待批文，同时报告期内共取得复方替吉奥胶囊（国内还有山东新时代药业、齐鲁制药）、碘克沙醇（国内还有司太立）等生产批件 10 个。据我们查阅药监局数据：审评中心 10 年 12 月 02 日、11 年 2 月 15 日分别对一类新药卡屈沙星、艾瑞昔布要求补充材料，我们预计 2011 年上半年可获得生产批文。阿帕替尼二期临床进展顺利，2011 年进入三期临床可能较大。PEG-GCSF、非布司他等获得临床批件。

公司的方达帕鲁(抗血栓药物, 国外赛诺菲 2001 年获批)、阿利克伦(高血压药物)和瑞格列汀国外临床等三项被批准作为国家重大新药创制立项

在海外认证方面, 伊立替康注射液接受了美国 FDA 官员的现场检查, 公司向美国 FDA 另外提交了 2 个制剂的 ANDA, 4 个原料药的 DMF。瑞格列汀在美国一期临床试验进展也较顺利。

我们认为恒瑞医药创新药物将陆续上市, 公司处于产业发展的转折点, 短期的高估值蕴含着对未来创新药物的预期, 维持强烈推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2991	4276	5370	6812
现金	995	1945	2674	3596
应收账款	1162	1327	1595	1903
其它应收款	93	106	128	152
预付账款	94	97	114	136
存货	176	182	213	255
其他	471	618	646	771
<b>非流动资产</b>	904	1032	1177	1287
长期投资	37	37	37	37
固定资产	722	923	1078	1192
无形资产	52	52	52	52
其他	93	19	10	5
<b>资产总计</b>	3896	5308	6547	8099
<b>流动负债</b>	401	708	742	789
短期借款	0	300	300	300
应付账款	197	203	238	284
其他	204	204	204	204
<b>非流动负债</b>	20	35	35	35
长期借款	20	20	20	20
其他	0	15	15	15
<b>负债合计</b>	421	743	777	824
少数股东权益	87	87	87	87
股本	749	899	899	899
资本公积	429	429	429	429
留存收益	2210	3150	4354	5860
归属母公司股东权益	3387	4478	5682	7188
<b>负债和股东权益</b>	3896	5308	6547	8099

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	386	861	941	1206
净利润	755	939	1204	1506
折旧摊销	71	105	142	177
财务费用	-11	1	5	-2
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-488	-248	-411	-474
其它	59	63	0	0
<b>投资活动现金流</b>	386	-360	-207	-287
资本支出	287	287	287	287
长期投资	148	-7	0	0
其他	820	-80	80	0
<b>筹资活动现金流</b>	40	149	-305	-298
短期借款	0	300	0	0
长期借款	10	0	0	0
普通股增加	129	150	0	0
资本公积增加	113	0	0	0
其他	-212	-301	-305	-298
<b>现金净增加额</b>	288	650	429	622

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	3744	4275	5137	6128
营业成本	606	627	733	876
营业税金及附加	56	64	77	92
营业费用	1605	1838	2209	2543
管理费用	621	684	745	889
财务费用	-11	1	5	-2
资产减值损失	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	845	1061	1369	1730
营业外收入	17	1	0	0
营业外支出	2	3	0	0
<b>利润总额</b>	860	1059	1369	1730
所得税	105	120	164	225
<b>净利润</b>	755	939	1204	1506
少数股东损益	31	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	724	939	1204	1506
EBITDA	906	1167	1515	1906
EPS (元)	0.97	1.25	1.61	2.01

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.6%	14.2%	20.2%	19.3%
营业利润	9.5%	25.6%	28.9%	26.4%
归属于母公司净利润	8.8%	29.7%	28.2%	25.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	83.8%	85.3%	85.7%	85.7%
净利率	19.3%	22.0%	23.4%	24.6%
ROE	21.4%	21.0%	21.2%	20.9%
ROIC	34.7%	37.4%	40.5%	43.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	10.8%	14.0%	11.9%	10.2%
净负债比率				
流动比率	7.46	6.04	7.24	8.64
速动比率	7.02	5.78	6.95	8.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.09	0.93	0.87	0.84
应收账款周转率	4	3	4	4
应付账款周转率	3.61	3.13	3.32	3.36
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.04	1.34	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.96	1.05	1.34
每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.98	6.32	7.99
<b>估值比率</b>				
P/E	63.94	49.30	38.45	30.76
P/B	13.67	10.34	8.15	6.44
EV/EBITDA	42	32	25	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

瞿猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434