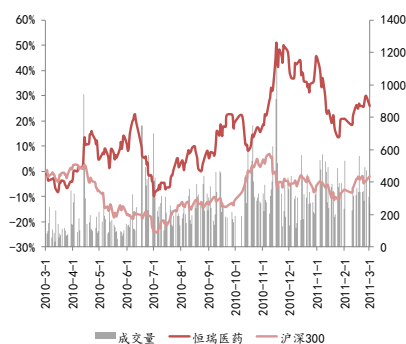


投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	74,943
流通股本(万股)	74,489
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	10.80

研发部

邵明慧

SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系人: 医药研究小组

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

非经常性损益影响业绩增速

——恒瑞医药(600276)年报点评

事件:

公司发布了2010年年报。

点评:

● 2010年公司实现营业收入37.44亿元,同比增长了23.61%;利润总额为8.60亿元,同比增长了10.19%;归属于母公司净利润为7.24亿元,同比增长了8.78%;扣除非经常性损益后,归属于母公司净利润为7.12亿元,同比增长了22.36%。基本每股收益为0.97元。利润分配方案为每10股送3股转增2股,派现1元(含税)。

● **非经常性损益影响业绩增速。**2009年公司交易性金融资产为8546万元,公司公允价值变动收益项目大增,本报告期内,公司没有该项收入,导致公司报告期内营业利润、利润总额和净利润增速下滑。扣除该项目影响后,公司各项利润增速基本与收入增速一致,在23-25%之间。

● **研发投入加大和股权激励造成管理费用率上升。**报告期内,公司加大研发投入,进一步完善了研发体系建设,将研究所分为创新药研发和仿制药研发两部分,并成立了生物研究所,专业从事发酵和蛋白药物开发。公司还通过薪酬体系改革和股权激励计划来充分调动研发人员的积极性和创造性。这些投入导致公司报告期内管理费用率达到了16.60%,同比上升了2.21个百分点。我们认为这些投入虽然短期内侵蚀了部分利润,但长远来看将为公司长远发展奠定良好基础。

● **产品结构不断优化,研发快步进行。**抗肿瘤药物一直以来都是公司的主打品种,公司业绩对抗肿瘤药物依赖度较高,政策性风险比较大,也制约了公司的进一步发展。2010年公司优化产品销售结构,在抗肿瘤药物保持稳定增长的同时,公司重点推广碘氟醇、七氟烷、厄贝沙坦、顺曲库铵、电解质平衡液等产品,这些产品为公司形成了一批新的增长点。

研发方面,公司自主研发的一类新药艾瑞昔布通过了国家产前动态核查,正在等待批文,2010年,公司共取得包括碘克沙醇在内的等10个药物的生产批件,PEG-GCSF、非布司他等临床批件6个。

国际化方面,报告期内,公司抗肿瘤注射剂伊立替康注射液接受了美国FDA官员的现场检查,公司计划未来陆续选择一些高技术含量的通用名药物进行FDA认证;向FDA递交了2个仿制药(ANDA)申请,同时,公司的瑞格列汀在美国的临床试验进展顺利。制剂出口是未来我国医药行业发展的趋势,公司凭借强大的研发实力和质量优势,将在这一领域大有作为。

● **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年净利润将分别达到 9.52 亿元和 11.82 亿元，同比增幅分别为 31.47%和 24.18%，每股收益分别为 1.27 元和 1.58 元，对应动态市盈率为 41 倍和 33 倍，公司是国内抗肿瘤药物领域的龙头企业，未来新产品将借助公司原有销售渠道实现高速增长，产品结构将不断优化，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。**抗肿瘤药物的政策性风险；新药研发风险。

图表 1：恒瑞医药盈利预测（单位：万元）

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	195,966	239,256	302,896	374,411	470,484	588,011
增长率	36.41%	22.09%	26.60%	23.61%	25.66%	24.98%
营业总成本	159,286	178,347	233,215	289,986	356,293	445,707
营业成本	33,037	40,087	52,385	60,550	74,101	92,965
毛利率	83.14%	83.25%	82.71%	83.83%	84.25%	84.19%
营业税金及附加	3,117	3,771	4,522	5,612	7,052	8,814
销售费用	79,809	96,544	134,550	160,468	210,165	262,194
管理费用	40,623	34,197	43,572	62,139	66,762	84,674
财务费用	390	467	-834	-1,095	-1,788	-2,940
期间费用率	61.65%	54.84%	58.53%	59.16%	58.48%	58.49%
资产减值损失	2,309	3,282	-981	2,312	1,874	1,970
公允价值变动净收益	10,200	-18,115	8,546	0	0	0
投资净收益	3,885	2,176	-1,055	97	100	100
营业利润	50,764	44,971	77,172	84,521	114,291	142,405
增长率	75.20%	-11.41%	71.61%	9.52%	35.22%	24.60%
加：营业外收入	462	2,518	911	1,709	0	0
减：营业外支出	80	486	15	210	0	0
利润总额	51,146	47,002	78,069	86,021	114,291	142,405
增长率	76.79%	-8.10%	66.10%	10.19%	32.86%	24.60%
减：所得税	9,293	3,443	8,739	10,477	14,286	18,199
所得税率	18.17%	7.32%	11.19%	12.18%	12.50%	12.78%
净利润	41,853	43,559	69,330	75,544	100,005	124,205
增长率	103.94%	4.08%	59.16%	8.96%	32.38%	24.20%
减：少数股东损益	561	1,265	2,757	3,126	4,800	5,979
归属于母公司所有者的净利润	41,292	42,295	66,573	72,417	95,205	118,226
增长率	99.51%	2.43%	57.40%	8.78%	31.47%	24.18%
基本每股收益(元)	0.96	0.82	1.07	0.97	1.27	1.58

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。