

2011年3月28日

恒瑞医药 (600276)

新药进展顺利，营销寻变革

评级：增持（维持）

投资要点：

■ **公司新药层层递进，进展良好**

新药替吉奥处在市场导入期，艾瑞西布 2010 年 10 月药监局新药注册审批完毕，也已经递交补充材料，预计今年二或三季度能拿到批文。阿帕替尼作为公司主推产品，同时开展了四个临床。一是做胃癌和肺癌的 III 期临床，上半年将会向 SFDA 申请有条件的加快上市，和 III 期临床同时进行；二是做肝癌和三阴性乳腺癌的 II 期临床，力争都在今年进入 III 期。该药在胃癌、肺癌、乳腺癌领域用作二线以后的治疗，竞争者少；但在肝癌领域存在 2 个竞争药物，分别是辉瑞的索坦和拜耳的多吉美，不过预计阿帕替尼在性价比上会有较大的优势。法米替尼已经完成 II 期临床，后续可能会有针对性地与索坦进行比较临床。瑞格列汀在美已经完成 3 个 I 期临床，已经将 II 期临床方案送 FDA，菲洛他赛今年下半年进入 II 期临床。大规模的临床开展显示公司多项产品正积极推进，不过也对公司的组织管理、临床队伍和资金带来了压力。

■ **产品结构改变带来营销模式改变**

随着仿制药市场竞争愈来愈激烈和公司未来自主创新药不断上市，未来公司的销售策略将逐渐转移于以下几个方面：1. 中心辐射，渠道下沉；2. 学术化、科室化、精细化：以学术推广为主要手段，深度开发医院市场；3. 多线并重，优化产品结构：打破过去依赖肿瘤药的格局，重点推广造影剂和电解质平衡液等产品，努力在新的领域形成又一批新的增长点。

■ **造影剂继续做大做强**

公司瞄准造影剂这个技术门槛比较高，基本都是外资垄断的品种，加大硬件投入，新建造影剂车间预计将于上半年投产，能有效解决产能瓶颈问题，2010 年公司手术用药（包括麻醉和造影剂）部分实现了 50% 左右的高增长。

■ **盈利预测和投资评级：**

我们预测公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益为 1.25 元、1.57 元、2.18 元，给予“增持”评级。艾瑞西布获批生产、阿帕替尼申请有条件上市、申报的 ANDA 品种获批、瑞格列汀在美进入新一轮临床等将成为未来股价催化剂。

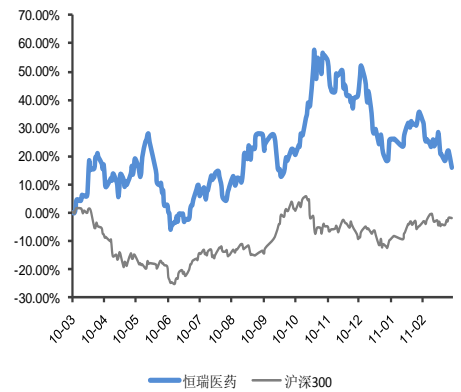
盈利预测与估值

	2010	2011 E	2012 E	2013E
营业收入（百万元）	3744.11	4767.74	5965.88	7948.94
同比（%）	23.61%	27.34%	25.13%	33.24%
净利润（百万元）	724.17	936.23	1179.10	1636.61
同比（%）	8.78%	29.28%	25.94%	38.80%
毛利率（%）	83.83%	84.00%	84.00%	85.00%
每股收益（元）	0.966	1.249	1.573	2.184
P/E	47.07	36.41	28.91	20.83
P/B	10.06	8.04	6.41	5.01

分析师	徐青
执业证书编号	S0600210080006
联系电话	0512-62938652
邮箱	xuq@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

恒瑞医药 600276 与沪深 300 走势比较



市场数据	2011年3月28日
收盘价（元）	45.48
52周内高（元）	64.28
52周内低（元）	34.91
总市值（百万元）	34084.22
流通市值（百万元）	33877.68
总股本（百万股）	749.43

恒瑞医药主要财务数据预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	993.16	2160.70	2386.81	3693.02	营业收入	3744.11	4767.74	5965.88	7948.94
应收和预付款项	1820.23	1570.67	2672.36	2964.77	减: 营业成本	605.50	762.84	954.54	1192.34
存货	176.18	310.53	298.49	462.25	营业税金及附加	56.12	72.59	90.84	121.03
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	1604.68	2043.40	2556.90	3406.82
长期股权投资	37.34	37.34	37.34	37.34	管理费用	621.39	791.28	990.13	1319.25
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-10.95	-51.75	-73.98	-99.43
固定资产和在建工程	760.81	662.24	542.66	421.09	资产减值损失	23.12	15.38	15.38	15.38
无形资产和开发支出	52.34	46.62	40.91	35.19	加: 投资收益	0.97	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3.78	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3843.84	4788.09	5978.57	7613.66	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	845.21	1134.00	1432.07	1993.55
应付和预收款项	315.70	361.11	425.88	498.46	加: 其他非经营损益	14.99	14.99	14.99	14.99
长期借款	20.00	25.00	25.00	25.00	利润总额	860.21	1149.00	1447.06	2008.54
其他负债	33.31	33.31	33.31	33.31	减: 所得税	104.77	172.35	217.06	301.28
负债合计	369.01	419.42	484.18	556.77	净利润	755.44	976.65	1230.00	1707.26
股本	749.43	749.43	749.43	749.43	减: 少数股东损益	31.26	40.42	50.90	70.65
资本公积	428.71	428.71	428.71	428.71	归属母公司股东净利润	724.17	936.23	1179.10	1636.61
留存收益	2209.23	3062.65	4137.46	5629.32					
归属母公司股东权益	3387.38	4240.80	5315.61	6807.46					
少数股东权益	87.46	127.87	178.78	249.43					
股东权益合计	3474.83	4368.67	5494.39	7056.89					
负债和股东权益合计	3843.84	4788.09	5978.57	7613.66					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	374.99	1222.00	271.09	1368.67
投资活动现金流	-138.13	-22.48	-7.26	-7.26
筹资活动现金流	39.99	-31.98	-37.72	-55.21
现金净增加额	276.85	1167.54	226.11	1306.21

主要财务指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3744.11	4767.74	5965.88	7948.94
同比(%)	23.61%	27.34%	25.13%	33.24%
归属母公司净利润	724.17	936.23	1179.10	1636.61
同比(%)	46.18%	8.78%	29.28%	25.94%
毛利率(%)	83.83%	84.00%	84.00%	85.00%
净利率(%)	20.18%	20.48%	20.62%	21.48%
ROE(%)	21.38%	22.08%	22.18%	24.04%
每股收益(元)	0.966	1.249	1.573	2.184
P/E	47.07	36.41	28.91	20.83
P/B	10.06	8.04	6.41	5.01

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,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、刊发,需注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码: 215028
传真: (0512) 62938663
公司网址: <http://www.gsjq.com.cn>