

恒瑞医药 (600276)/14.51 元

产品增势良好，财务更加健康

孙怀宇，CFA

86-755-82943260

sunhy@ccs.com.cn

非周期性消费品·化学制剂药

估值区间：15 - 16 元

谨慎推荐 A (维持)

恒瑞医药公布了其 2005 年中期报告。根据最新数据，我们同时调高了产品收入和营业费用率假设，最终盈利预测略有上调。

- **收入增长，毛利率稳定。**在剔除去年中期出售的医药包装业务的影响后，公司制药业务上半年实际同比增长 15%，毛利率稳定在 83% 左右。上半年净利润增长 48.5%，每股收益 0.30 元。
- **奥沙利铂继续上行。**奥沙利铂上半年并未如公司去年预期的那样，由于竞争激烈而被迫降价。反而因进入医保目录而销量攀升，1-6 月取得 1.2 亿元左右的收入。初步预计全年将实现约 2.5 亿元的销售。
- **多西他赛全年有望超越奥沙利铂。**多西他赛上半年销售近亿元，低于奥沙利铂。但全年有望达到 2.5 亿元以上的销售额，成为公司第一大品种。
- **新产品推广预期顺利。**据悉，伊立替康全年收入可能高于预期，约为 5000 万元。麻醉镇痛药中，速卡的推广进度快于七氟烷，全年预计达 4000 万元。七氟烷还在推广中，全年争取卖到 3000 万元。
- **现金流突出，负债率下降。**上半年公司每股经营性现金流净额达 0.55 元，远高于每股收益。借款规模明显缩小，年中负债率降至 15.9% 的历史新低。
- **调高盈利预测。**05 年的每股收益从原来的 0.60 元微调至 0.62 元；06 年则从 0.71 元调高到 0.77 元。需要提醒的是，模型显示公司业绩对费用率有着很高的敏感度。
- **6 个月股价目标区 15 - 16 元。**公司目前仍处于快速发展的良性轨道中。维持“谨慎推荐-A”的评级。

上证指数：1138.88

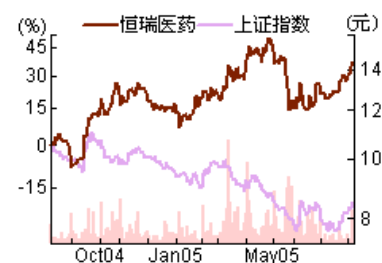
股本数据

A 股总股本(万)	25507
流通 A 股(万)	7680
流通市值(亿)	11.1

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-6.1	-5.9
6 个月(%)	12.4	24.1
1 年(%)	39.7	56.2
52 周波动(元)	9.83 - 15.99	

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

2004 年业绩符合预期

1/25/2005

继续按预期前行

10/26/20054

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	114514	125000	151000	173500
同比增长率(%)	9.0%	9.2%	20.8%	14.9%
营业利润(万元)	17779	22992	29291	35325
同比增长率(%)	29.1%	29.3%	27.4%	20.6%
净利润(万元)	12262	17358	24176	30116
同比增长率(%)	29.7%	29.7%	23.4%	20.6%
主营利润率(%)	73.5%	81.4%	81.4%	81.3%
营业利润率(%)	15.5%	18.4%	19.4%	20.4%
净利润率(%)	10.7%	13.9%	16.0%	17.4%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.48	0.62	0.77	0.93
每股净资产(元)	3.86	4.28	4.85	5.58
净资产收益率(%)	12.5%	15.9%	19.5%	21.2%
每股股息(元)	0.20	0.20	0.20	0.20
股息收益率(%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
负债率(%)	20.5%	15.1%	14.9%	14.2%
P/E(倍)	30.2	23.3	18.9	15.6
P/B(倍)	3.76	3.39	2.99	2.60
EV/EBITDA(倍)	14.3	12.2	10.0	8.5

实际收入增长 15%，综合毛利率稳定

2005 年上半年，恒瑞医药实现主营业务收入 5.8 亿元，同比下降 5.9%；公司主营利润率达到 81.4%，较去年同期的 71.6% 提高近 10 个百分点；完成净利润 7635 万元，同比增长 48.5%；每股收益 0.30 元。

在剔除去年中期已出售的包装业务影响后，制药业务的实际收入增长为 15.1%；实际制药毛利率同比持平。

恒瑞医药 2005 年上半年分类主营收入及毛利率（剔除包装业务影响）

	主营业务收入	收入同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率百分点增减
抗肿瘤药	32871	23.0	89.2	-1.76
抗感染药	12308	-8.2	82.0	3.82
麻醉镇痛药	4823	29.4	79.9	-1.46
其他药	7814	2.8	61.3	-3.81
合计	57813	15.1	83.1	0

数据来源：公司 2005 年中报。收入单位：万元。

三项费用增长低于主营利润

公司上半年的营业费用率创下 44.9% 的历史新高，去年同期则是 39.9%。但是，若从绝对值上看，仅增加 5.7%，低于主营业务利润 6.9% 的增幅。管理费用率从 18.4% 回落到 17.8%，绝对数额减少了 8.7%。加上财务费用由正转负，三项费用合计增长远低于主营利润，从而将中报盈利增长从主营利润的 6.9% 放大到营业利润的 51%。

具体开支中，差旅费和新产品试制费增加较多。

部分费用明细

项目	2005 上半年	2004 上半年	变化
销售推广费	8956	11052	-19.0%
承包业务费	7139	6057	17.9%
新产品试制费	5112	3568	43.3%
差旅费	4566	2424	88.4%
广告费	1216	N. A	
运输费	1038	N. A	
其他	797	N. A	

数据来源：公司 2005 年中报。单位：万元

主要增长点均保持良好升势

抗肿瘤药中，奥沙利铂上半年并未如公司去年预期的那样，由于竞争激烈而被迫降价。

由于国内、外医药行业竞争激烈，1、6 月取得 1.2 亿元业务收入，初步预计全年可创

反而因进入医保目录而销量攀升，1-6月取得1.2亿元左右的收入。初步预计全年可望实现约2.5亿元。

多西他赛上半年销售接近1亿元，略低于奥沙利铂。但根据目前的销售势头，全年可能会超过奥沙利铂，达到2.5亿元或以上，成为恒瑞的第一大品种。

据悉，伊立替康全年可能达到5000万元销售额，高于我们原先的预期。

麻醉镇痛药中，速卡的推广进度快于七氟烷，上半年销售估计在2000万元左右，全年预期达4000万元。七氟烷还在推广中，全年争取卖到3000万元。

抗感染药继续将重心向高利润率产品倾斜。如克拉霉素缓释片，毛利率高达81%；预计全年同比增长70%，达到6000万元销售额。

现金充沛，负债降低

恒瑞医药上半年的经营性现金流表现突出，每股净额达0.55元，远高于0.30元的每股收益。应收账款比期初增加10%，低于剔除医药包装后制药业务15%的收入增长率，令人放心。

公司减少了5900万元的短期借款和1400万元的长期贷款（含一年到期的款项），从而令上半年的财务费用转为负值；年中负债率15.9%，处于非常低的水平。

另外我们也注意到，公司从今年起缩短了固定资产折旧年限，财务方面更趋保守。

盈利预测与投资建议

根据最新了解的情况，我们调高了抗肿瘤药和麻醉镇痛药的全年销售预期。预计这两项业务在下半年将有更好的表现。其中，抗肿瘤药全年同比增长30%，麻醉镇痛药增长70%（含丙氧氨酚、七氟烷、速卡、布托菲诺，统计口径可能与公司有差异）。抗感染药在下半年可能遭遇降价的冲击，但我们相信它对公司整体业绩的影响有限。

我们也同时将营业费用率提高至45%。最终结果是，05年的每股收益从原来的0.60元微升至0.62元；06年则从0.71元调高到0.77元。需要提醒的是，模型显示公司业绩对费用率有着很高的敏感度。

恒瑞医药目前仍处于快速发展的良性轨道中。6个月股价目标区15-16元，维持“谨慎推荐—A”的评级。

恒瑞医药主营业务预测表

产品大类	2004		2005E		2006E		2007E	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
抗肿瘤药	57728	88.6%	75500	88.6%	88300	88.6%	98500	88.6%
抗感染药	25540	76.3%	23000	80.0%	26200	80.0%	29000	80.0%
麻醉镇痛药	7282	83.8%	12500	80.0%	20500	80.0%	28000	80.0%
其他药	13965	50.1%	14000	60.0%	16000	60.0%	18000	60.0%
医药包装(减抵消)	10000	21.7%	0		0		0	
主营收入合计	114514	75.0%	125000	82.9%	151000	82.9%	173500	82.8%

数据来源：招商证券研发中心。收入单位：万元。

附：财务预测表（万元）

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	36347	41609	56063	75210
应收帐款	15667	17102	20659	23737
其他应收款	13129	13129	13129	13129
存货净额	6323	4712	5707	6596
流动资产合计	75873	81034	100994	124934
长期投资合计	448	448	448	448
固定资产合计	49112	48159	44955	41543
无形资产	66	0	0	0
资产总计	125538	129641	146398	166926
短期借款	5900	3000	3000	3000
应付帐款	6614	4929	5969	6900
预收帐款	0	0	0	0
流动负债合计	23733	17532	19766	21728
长期借款	2000	2000	2000	2000
长期应付款	0	0	0	0
负债合计	25733	19532	21766	23728
少数股东权益	1428	928	928	928
股本	25507	25507	25507	25507
资本公积金	39481	39481	39481	39481
留存收益	33390	44193	58716	77282
股东权益合计	98377	109181	123704	142270
负债权益总计	125538	129641	146398	166926

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	114514	125000	151000	173500
减：主营业务成本	28632	21338	25842	29869
主营业务税金及附加	1755	1916	2315	2660
主营业务利润	84127	101746	122843	140971
加：其他业务利润	373	0	0	0
营业费用	43068	56250	66440	74605
管理费用	22665	22500	27180	31230
财务费用	988	4	(67)	(188)
营业利润	17779	22992	29291	35325
加：投资收益	39	0	0	0
补贴收入	392	0	0	0
营业外收入	25	0	0	0
减：营业外支出	969	0	0	0
利润总额	17266	22992	29291	35325
减：所得税	5134	7588	9666	11657
减：少数股东损益	(131)	(500)	0	0
净利润	12262	15905	19625	23668

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	20941	19267	21489	26060
投资活动现金流量净额	(6304)	(21449)	16086	(4000)
筹资活动现金流量净额	(3353)	(5033)	(4681)	(4581)
现金期末余额	39354	41609	56063	75210
现金期初余额	12848	36347	41609	56063
现金净增加额	26514	5261	14455	19147

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。