

恒瑞医药（600276）业绩持续高增长可期

•业绩指标有望保持年均 35%以上增长速度

04.08.30 | 调高 | 增持

市场数据 04.08.30

A 股收盘价(元)	10.3
A 股一年内最高价(元)	13.28
A 股一年内最低价(元)	7.44
上证指数(深成指数)	1319.41
市净率	3.8
总股本/流通 A 股	25507.2/7680
流通 A 股市值(百万元)	823

相关研究

恒瑞医药：长线看好业务整合价值
(建议中性，2004.02.18)

恒瑞医药：整合提升价值
(建议买入，2003.12.15)

投资要点：

- 半年报显示，公司主营业务收入、主营业务利润、净利润 5140 万元分别比去年同期增长 3.74%、36.73%、44.79%，扣除中金包装转让产生的非经常性损失，母公司的营业利润同比增长约 50%，盈利基本同于先前判断。
- 公司产品结构调整快于预期，上半年抗肿瘤药品收入同比 53%，这主要得益于多西他赛等新品销售拉动；盈利空间提升和销售规模年均增长 30% 以上奠定了业绩增长的基础。
- 医院用药抽样数据库可及时跟踪具体品种市场走势，2003 年公司约 60 种药品进入医院销售渠道，其中前十大品种约占医院统计销售额的 88.9%，品种景气度品种排名依次为阿曲库铵苯磺酸盐、奥沙利铂、左旋氧氟沙星、甲氨喋呤等，多西他赛、奥沙利铂等品种成为明星药品。利用市场数据对主要品种收入及变化进行了分析和模拟计算。
- 结合半年报和医院用药抽样数据库信息，对前期盈利预测进行了调整。表明公司具备保持销售收入、净利润等盈利指标 35% 以上增长的能力。预计 2004 年每股收益为 0.46 元，2005 年每股收益维持 0.71 元。该股 2004 年动态市盈率约 22 倍左右；考虑到诸多因素，本次投资建议由上次中性调整为增持。

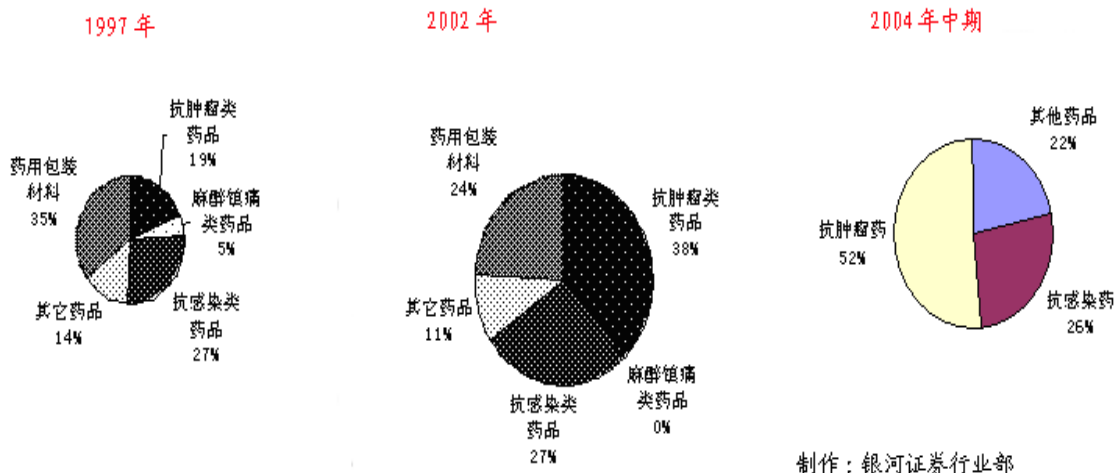
特别提示：本文共分三部分：一、2004 年半年报平述，解读该半年报信息；二、具体品种历年市场走势分析，数据来源于全国医院用药抽样数据库，市场信息研判有利于及时跟踪公司动态变化，弥补公司定期公告的不足；三、盈利预测的调整与说明。

一、半年报评述

半年报显示,2004 年上半年公司主营业务收入完成 51458 万元,主营业务利润完成 41934 万元,净利润 5140 万元,分别比去年同期增长 3.74%、36.73%、44.79%。由于报告期内公司出售转让子公司中金包装,中金包装约占公司年收入比例的 25%。母公司的药品生产和销售业务一直保持持续快速发展,可比性更强,2004 年母公司主营业务收入和主营业务利润分别同比增长 33%和 48%,扣除中金包装转让产生的非经常性损失,母公司的营业利润同比增长约 50%,基本同于前文的判断。

产品结构调整加快,向高毛利率抗肿瘤药品集中。2004 年上半年抗肿瘤药品收入同比 53%,而原先预测公司 2004-2005 年的抗肿瘤药物平均增长 38% (前期报告观点:全球药物市场的平均增长率为 8%,抗肿瘤药物的平均增长率为 12%。公司在抗肿瘤领域已积累起产品品种多、新药研发能力强、营销网络广的竞争优势,成为抗肿瘤领域的龙头企业。预计今后三年公司占有抗肿瘤药物的市场份额能达到 14%左右,由于药品适应症扩大,全球批准上市国家增多等因素,奥沙利铂将可能在 2004 年跃上 10 亿美元的销售台阶,年增长率约 60%,成为全球畅销药品牌。恒瑞医药的奥沙利铂销售额 2004 年有望达到 2 亿元,占据国内市场绝大多数份额。2002 年获批的注射用多西他赛(艾素)、注射用盐酸吉西他滨有望进入快速增长期。2004-2005 年预计抗肿瘤药物的年平均增长率为 38%。),考虑到新药上市等因素影响,估计公司 04-05 年抗肿瘤药物的年均增长在 45%左右。同时由于药品限价等原因,公司抗感染药物的比重下降,其销售额仅比去年同期增长 6%,但毛利率水平得到了较大提升。公司依靠强大的研发能力来回应激烈的市场竞争压力。

图一：恒瑞医药产品结构分布图



营业费用率保持较高水平，管理费用率有潜力可挖。公司抗肿瘤药品主要针对医院渠道销售，大量的临床推广费用和销售费用将构成一笔较大的费用支出。2003年一季度和二季度公司的销售净利率分别为7.9%和12.7%，而营业费用占据销售收入的比例分别达到45%和47%，这一比率相对于国外公司一般25%左右也明显偏高，但估计近期较难改善。值得关注的是，盈利空间（定义为主营业务利润和营业费用率之差）已得到了很大提高，从2003年1季度的0.22提高到2004年第二季度的0.36，增幅是相当大的。公司当期管理费用受其他应收款计提坏账准备的影响较大，其他应收款计提比例达18.28%，高达2561万元，成为管理费用较大支出项。

新药研发孕育公司未来的增长点。报告期内，公司共获得了4个新药证书，其中国家二类新药证书有2个。强有力的科技创新正不断的为公司创造出新的经济增长点，良好的项目储备也为公司可持续性发展奠定了坚实的基础。降血糖药、抗癫痫药、抗心律失常药、祛痰药等治疗领域的销售比例目前不大，随着医院市场营销与新药研发并重策略的实施，该类药品所占公司的销售份额将由目前的11%增长到20%左右。预计公司在原料药方面的技术成本优势未来可能转化为国际抗肿瘤原料药重要生产基地，但还有待于观察。

具备一定的医院销售渠道网络优势。在后面所作的具体品种市场抽样数据统计分析中，抽样数据约占母公司销售额的四分之一，公司多数拳头品种保持季度递增10%，年度递增40%的灵好发展势头。全国性销售网络也缩短了新药的市场培育期。

二、具体品种市场走势分析

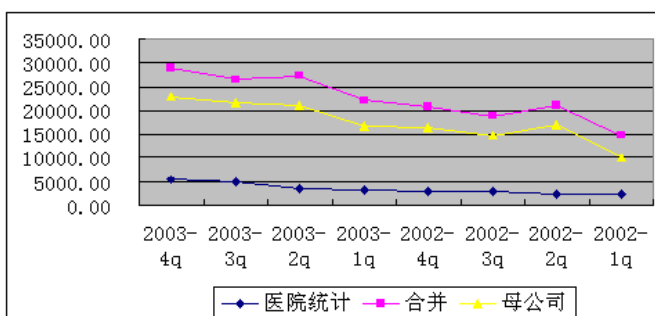
医院用药抽样数据库说明

该库为全国 16 个典型城市样本医院用药统计结果，由于是首次应用于医药上市公司争取投资分析，本处先对其典型性进行了分析，避免以偏概全。

医院市场统计数据具有一定的代表性

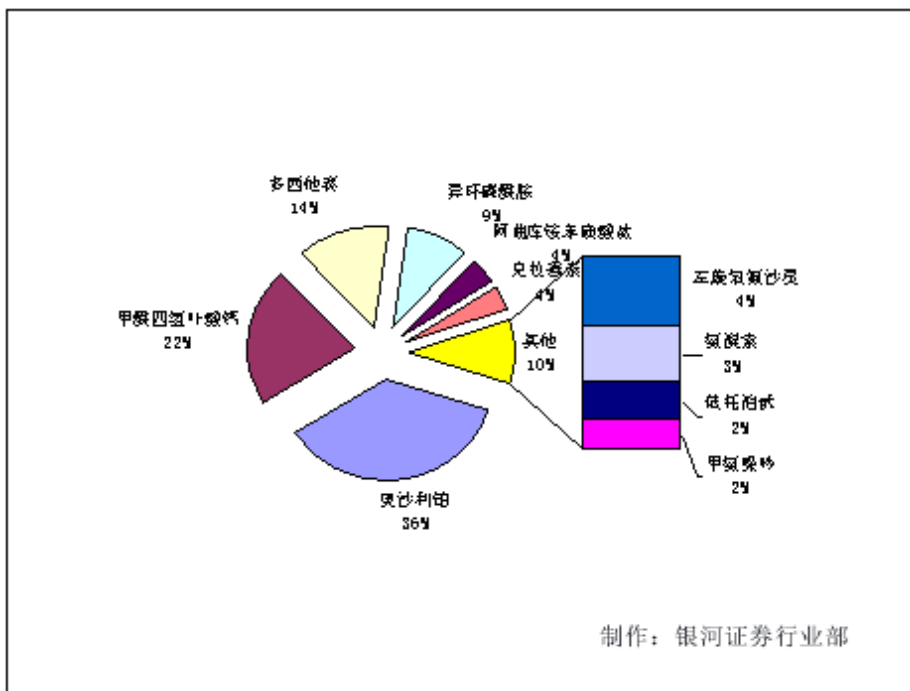
下图时间轴值为对应季度值，将恒瑞医药合并报表、母公司报表和医院统计的销售总额图示如下。可以看出，尤其是母公司报表的销售总额和医院统计的变化趋势存在一致性，两个数值的比值约在 4-5 之间。这提供了通过市场统计数据来分析公司品种销售变化的可能性。

图二、恒瑞医药销售总额不同来源统计结果图



十大明星品种占据的份额较大

图三、恒瑞医药十大产品销售额比较 (2003 年)



数据来源：全国样本医院用药数据库

前十大品种约占医院统计销售额的 88.9%，这十大品种的走势也在某种程度上决定了公司的销售额和整体业绩走向，故重点对其加以分析。

及时把握各主要品种的市场走势景气度

2003 年医院统计系统共收录公司约 60 个品种的市场销售记录，将数据进行年度同比分析，将 25 种产品的增长率图示如下。各产品的增长情况存在较大差异，图中红色背景表示同比增长率在 40% 以上品种的月份，景气度年度上升最快的品种排名依次为阿曲库铵苯磺酸盐、奥沙利铂、左旋氧氟沙星、甲氧喋呤等，这些品种年度销售额同比增长都在 50% 以上，由于同时销售额均加大，对盈利增长形成有力支持。

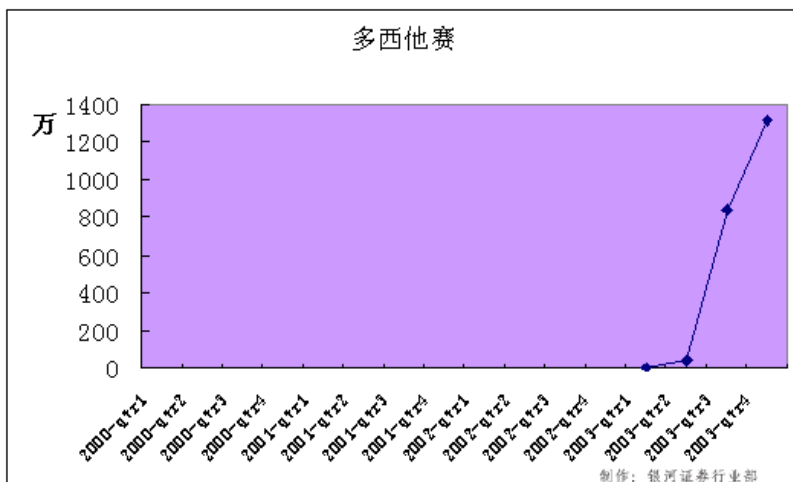
图四、恒瑞医药主要品种市场销售景气度变化示意图（2001 - 2003）

药品名称	2001-qt1	2001-qt2	2001-qt3	2001-qt4	2002-qt1	2002-qt2	2002-qt3	2002-qt4	2003-qt1	2003-qt2	2003-qt3	2003-qt4
阿曲库铵	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	19.80	3.45	0.65	0.47	0.46
奥沙利铂	2.31	1.55	0.86	1.03	0.44	-0.06	0.50	0.15	-0.19	-0.07	-0.26	-0.40
奥沙利铂	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	6.23	11.97	1.30	2.01	2.59	0.98	1.05	0.52	0.34
阿司匹林	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.51	30.50	2.01	3.09	7.02	2.16	4.19	1.21
阿司匹林	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#DIV/0!	0.34	-1.00	#DIV/0!
大剂量	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.00	#DIV/0!	#DIV/0!	1.30	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.00	-1.00	6.10
复方阿莫西林	#DIV/0!	0.17	-0.04	-0.75	9.42	4.06	3.88	2.02	-0.15	-0.41	0.46	-0.32
环磷酰胺	#DIV/0!	3.00	1.10	-0.06	0.47	-0.35	-0.48	-0.08	-0.52	0.02	0.08	1.33
甲氧喋呤	0.97	0.11	0.16	3.22	0.40	0.60	1.93	0.54	0.65	0.70	0.33	0.53
甲氧四氢叶	-0.43	0.06	0.13	-0.11	0.66	0.36	0.35	0.52	0.14	0.37	0.27	0.26
克拉霉素	-0.16	0.01	-0.03	-0.17	0.57	0.35	0.22	-0.03	-0.35	-0.11	-0.19	-0.36
米诺环素	-0.19	2.90	0.14	1.17	2.00	0.77	1.13	0.40	0.47	-0.10	0.05	0.13
肌酐	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	4.41	8.47	3.57	5.02	0.25	1.63	0.48	0.00	0.05
氟下地烷	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.60	-0.74	0.21	0.34	-0.46	0.44	-0.68	-0.93	-0.37	0.15
罗红霉素	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	31.20	730.54	3.00	-0.22	-0.50	-0.25	-0.14	0.32	-0.09
强宁宁	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	2.60	0.28	0.45	0.93	-0.16	-0.70	-1.00	-1.00
磺胺嘧啶	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1.70	0.43	-0.52	-0.65	1.05	0.07	-0.52	0.60
替尼泊武	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	14.95	-0.95	-0.90	-0.93	-0.94	-0.01	42.61	0.62
托治替康	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.15	2.33	0.35	-0.02	2.74
维拉帕米	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.25	1.30	2.00	0.06	3.00	05.30	-39.93	2.90	7.58
依托咪唑	#DIV/0!	0.40	-0.00	-0.66	0.50	0.74	4.58	1.72	0.43	0.52	0.03	-0.03
异环磷酰胺	0.71	1.04	1.10	0.70	-0.13	0.33	0.10	0.34	0.53	-0.15	0.10	0.01
左氧氟沙星	#DIV/0!	37.37	1.25	0.25	3.02	0.60	1.50	2.01	1.00	1.69	0.59	0.07

制作：银河证券行业部

新产品多西他赛发展势头迅猛

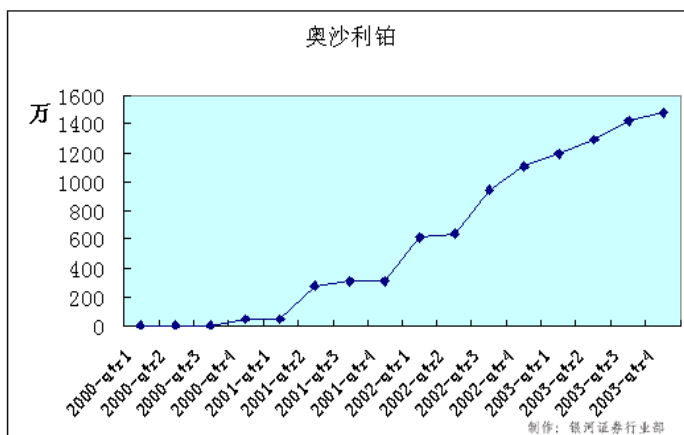
图五、多西他赛市场销售变化图



上表为多西他赛的市场统计结果图,从2003年二季度开始迅速拉升,成为年度销售额排名第三的品种。推广期短昭示了公司营销网络的强大,能在短短的半年内将品种做大。模拟推算该品种2003年的销售额为8800万元,预测该品种2004年销售额又望突破1.4亿元。其他新品种如吉西他滨等也进入较快增长期。

奥沙利铂进入平稳发展期

图六、奥沙利铂市场销售变化图



该品种以前报告已作过多方面分析,需要强调的一点其国际市场的成长性要高于国内,估计2004年国际市场销售额增长率在60%以上,我们预测2004年恒瑞医药该品种的增长率为30%左右,国内同类品种对其构成增长压力。

限于篇幅,本文不再对个品种走势做具体分析,现将主要品种收入

预测列表如下:

表一、主要品种销售收入预测表

品种	2003 年 收入模 拟	2004 年增 长率	2005 年增 长率	备 注
奥沙利铂	2.16E+08	0.3	0.2	拳头品种, 平稳增长
甲酰四氢叶酸钙	1.34E+08	0.25	0.25	老品种, 恢复性增长
多西他赛	87881408	0.6	0.4	02 年 12 月上市, 增长迅猛
异环磷酰胺	56647044	0.12	0.1	2000 年前上市, 平稳增长
阿曲库铵苯磺酸 盐	26230492	0.1	0.1	2001 年九月上市, 进入成熟期
克拉霉素	22688648	-0.1	0	老品种, 进入衰退期 2000 年 6 月上市, 进入平稳增
左旋氧氟沙星	22476852	0.15	0.12	长期 老品种, 目前销售额较高峰期
氨溴索	18892384	-0.05	0	回落 2000 年前上市, 目前销售额较
依托泊甙	11735336	-0.09	-0.09	高点回落 40%
甲氨喋呤	9770968	0.2	0	老产品, 波动性较大
加替沙星	7791420	0.3	0.3	替代原有感染药物市场份额
其他统计品种	2.15E+08	0.25	0.25	

三、盈利预测调整

去年 9 月份基于公司产品结构调整和抗肿瘤药物 (尤其是国际上普遍预测奥沙利铂的年均增长 60%) 的良好前景, 做出了给与恒瑞医药买入的投资建议。

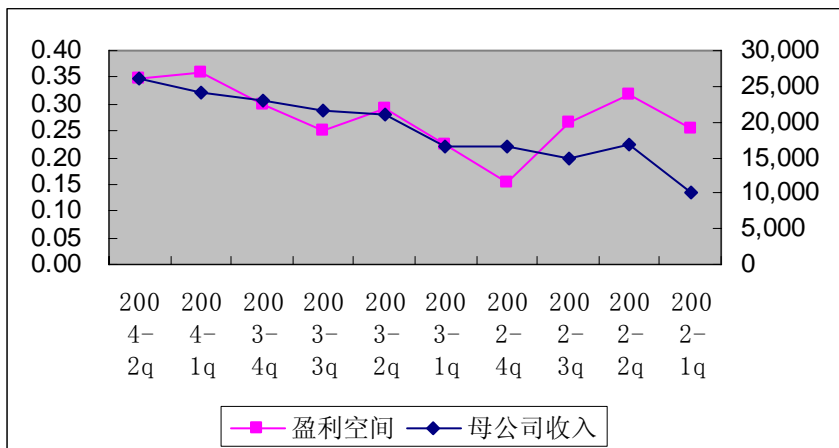
由于恒瑞医药品种众多 (依照医院统计系统的数据, 2002 年销售药品品种为 51 种, 2003 年为 60 种), 前文主要采取拳头品种和结构比例相结合的方法。本次盈利预测调整结合对医院数据的分析预测及 2004 年中报信息加以调整。

盈利预测及变动说明

公司产品结构调整的步伐加快, 体现为毛利率高达 90% 的抗肿瘤药物阵营在迅速扩大, 该类产品的销售额同比增长 50% 以上。这一方面得益与吉西他赛等品种销售额的迅速扩大, 一方面公司主动退出了诸多竞争激烈的同质化药品领域。同时公司的盈利空间被迅速放大, 盈利空间被定义为主营业务利润率和营业费用率的差异。盈利空间应看作制

药企业的标志之一，盈利空间提升和销售规模年均增长 30% 以上因素奠定了业绩增长的有力支持。

图七、盈利空间和收入季度变化图（2002 - 2004）



笔者在 2003 年 10 月份的调研报告中对公司在 新药创仿结合和医院销售渠道上的优势作了详细说明，并从产品结构调整的角度进行了盈利预测分析。结合前述的中报与医院销售数据分析，对盈利前景进行以下调整。

主要调整项目包括：由于公司产品结构调整提速和拳头产品的带动，公司 2004 年销售收入预测结果调高约 10%；前文未考虑中金包装公司转让会产生 1100 万的损失，加以调整。预计 2004 年每股收益为 0.46 元，2005 年每股收益维持 0.71 元。该股 2004 年动态市盈率约 22 倍左右；考虑到诸多因素，本次投资建议由上次持有调整为买入。

从可比角度来分析盈利预测结果，恒瑞医药具备保持销售收入、净利润等盈利指标 35% 以上增长的能力。联系到公司新药研发和营销并重的策略、重点产品系列抗肿瘤药物的巨大增长潜力、处方药销售渠道的强大市场推广能力等因素，这种高增长潜力是值得投资者关注的。

表二、业绩预测的主要参数

指标名称	原预测			新预测	
	2003	2004E	2005E	2004E	2005E
主营业务收入 (万元)	82104	105455	158921	115000	158921
同比增长率				40.07%	38.19%
主营业务利	62891.7	80989.44	132699.04	94300	132699.04

润(万元)					
其他业务利	186	240	392	279	392
润(万元)					
营业费用(万	31802.4	43236.55	69130.64	52325	73898.27
元)	5				
管理费用(万	16148.3	17927.35	29400.385	20125	25427.36
元)	5				
财务费用(万	1076.77	2636.375	3973.025	2300	3178.42
元)					
营业利润(万	14050.1	17428.7	30587.4	19828.9	30587.4
元)					
投资收益(万	170.16	0	0	-1100	0
元)					
补贴收入(万	804	500	500	500	500
元)					
营业外收入	2.51	0	0	0	0
(万元)					
利润总额(万	14851.6	17928.7	31087.4	19228.9	31087.4
元)	9				
所得税(万	5399.69	6526.0	11315.8	6999.3	11315.8
元)					
少数股东损		496.5	1537.1	496.5	1537.1
益(万元)					
净利润(万	9452	10906.14	18234.49	11733.1	18234.5
元)					
净利润增长		15.38%	67.19%	24.13%	55.41%
率					
每股收益摊	0.37	0.43	0.71	0.46	0.71
薄(元)					
主要参数					
主营业务利	0.766	0.768	0.835	0.82	0.835
润率(%)					
营业费用/	0.387	0.41	0.435	0.455	0.465
主营业务收					
入					
管理费用/	0.197	0.17	0.185	0.175	0.16
主营业务收					
入					
财务费用/	0.0131	0.025	0.025	0.02	0.02
主营业务收					

入					
三项费用 /	0.597	0.605	0.645	0.650	0.645
主营业务收					
入					
所得税 / 利	0.364	0.364	0.364	0.364	0.364
润总额					

银河证券股票投资评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 15%以上;

增持: 相对强于市场表现 5%-15%;

中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5%以下。