证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

誉衡药业(002437)

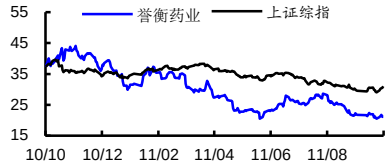
2011 年 3 季报点评

中性

（维持评级）

2011 年 10 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本（百万股）	280.0/95.2
总市值（百万元）	5,905.2/2,007.8
沪深 300/深圳成指	2,473.41/10,561.99
12 个月最高/最低（元）	88.22/20.47

相关研究报告:

《誉衡药业-002437-产品线瓶颈压制业绩》——2011-8-29

《誉衡药业-002437-短期产品线瓶颈不改长期发展趋势》——2011-4-22

《誉衡药业-002437-平稳业绩，靓丽分红》——2011-2-22

《誉衡药业-002022-10 年三季报点评：业绩符合预期，期待明年新产品发力》——2010-10-28

证券分析师：丁丹
电话： 0755-82139908
E-mail: dingdan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120006

证券分析师：贺平鸽
电话： 0755-82133396
E-mail: hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

季报点评

受产品、销售两大瓶颈制约

●前三季度净利润下滑 22.64%低于预期

2011 年前三季度公司实现总收入 3.74 亿元，同比增长 0.2%，归属于上市公司股东的净利润 7551 万元，同比下降 22.64%，低于我们原预期的下滑 5%。EPS0.27%。Q3 单季收入降-13.13%、归属上市公司股东净利润大幅下降 66%。公司在 3 季度进入经营上的最低谷。

●产品线瓶颈、销售调整导致利润下滑

业绩下滑的原因主要包括：1）主要产品增长乏力、毛利率明显下降：核心产品鹿瓜多肽虽毛利率稳定，但增长乏力，销量同比持平；吉西他滨、代理产品前列地尔、葡萄糖酸锌产品等因招标降价、竞争者增多等原因毛利率大幅下降。2）费用增长超预期：管理费用大幅增长 49.9%，主要是工资和折旧费增加。3）新产品头孢米诺延迟上市：曾预期作为今年业绩最大增长点，但与日本明治公司签订合同日期延误，原料问题直到 10 月初才解决。4）此外，上市后公司销售团队也出现一些问题，也影响了经营。

●产品梯队建设顺利

一类新药：银杏内酯 B 已经完成 3 期所有临床工作；秦龙苦素：9 月底已完成产品临床工作，现正进行临床总结。仿制药：奥硝唑注射液、盐酸拓扑替康有望较快拿到生产批件。

●风险提示

1）新产品上市进度低于预期。2）招标限价、新抗菌药物管理办法等政策影响。

●关注逐季变化，维持“中性”评级

近期，公司管理层作出了调整，新任总经理杨红冰重抓销售，产品线上的重要新品头孢米诺也最终完成签署协议，已可正常销售。展望明年，公司有望在今年调整&下滑的基础上整固并重拾增长。预计 11-13EPS0.49、0.61、0.77 元/股，同比-11%、25%、25%，短期估值偏高。维持对公司的“中性”评级，建议关注公司明年逐季的变化。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	429.93	575.45	593	715	856
(+/-%)	*55.99%*	*33.85%*	*3.1%*	*20.6%*	*19.8%*
净利润(百万元)	130.24	154.71	138	172	214
(+/-%)	*22.92%*	*18.80%*	*-10.9%*	*24.6%*	*24.8%*
每股收益（元）	1.24	1.11	0.49	0.61	0.77
EBIT Margin	36.33%	32.45%	23.6%	25.3%	27.0%
净资产收益率（ROE）	45.29%	7.30%	6.3%	7.4%	8.8%
市盈率（PE）	17.00	19.08	42.8	34.4	27.5
EV/EBITDA	13.72	14.49	35.8	27.9	22.3
市净率（PB）	7.70	1.39	2.68	2.56	2.43

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1538	1423	1362	1402
应收款项	95	97	118	141
存货净额	53	57	66	80
其他流动资产	149	153	185	221
流动资产合计	**1835**	**1730**	**1730**	**1844**
固定资产	254	328	396	408
无形资产及其他	25	24	23	22
投资性房地产	11	81	81	81
长期股权投资	69	119	169	189
资产总计	**2194**	**2283**	**2399**	**2544**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	13	15	18	21
其他流动负债	61	64	75	88
流动负债合计	**74**	**79**	**93**	**109**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**74**	**79**	**93**	**109**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2121	2203	2307	2435
负债和股东权益总计	**2194**	**2283**	**2399**	**2544**

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.11	0.49	0.61	0.77
每股红利	0.03	0.20	0.25	0.31
每股净资产	15.15	7.87	8.24	8.70
ROIC	13%	7%	13%	15%
ROE	7%	6%	7%	9%
毛利率	53%	49%	51%	51%
EBIT Margin	32%	24%	25%	27%
EBITDA Margin	35%	28%	30%	32%
收入增长	34%	3%	21%	20%
净利润增长率	19%	-11%	25%	25%
资产负债率	3%	3%	4%	4%
息率	0.1%	1.9%	2.3%	2.9%
P/E	19.1	42.8	34.4	27.5
P/B	1.4	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	15.2	35.8	27.9	22.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**575**	**593**	**715**	**856**
营业成本	269	302	351	424
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	56	65	79	86
管理费用	65	84	101	112
财务费用	1	(22)	(21)	(21)
投资收益	(1)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	181	162	202	252
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	**183**	**162**	**202**	**252**
所得税费用	28	24	30	38
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**155**	**138**	**172**	**214**

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	**155**	**138**	**172**	**214**
资产减值准备	(2)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	16	27	34	39
公允价值变动损失	(0)	0	0	0
财务费用	1	(22)	(21)	(21)
营运资本变动	(148)	(76)	(47)	(57)
其它	2	0	0	0
经营活动现金流	**23**	**89**	**158**	**196**
资本开支	(150)	(100)	(100)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(148)**	**(150)**	**(150)**	**(70)**
权益性融资	1688	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(4)	(55)	(69)	(86)
其它融资现金流	(105)	0	0	0
融资活动现金流	**1576**	**(55)**	**(69)**	**(86)**
现金净变动	**1450**	**(116)**	**(60)**	**40**
货币资金的期初余额	88	1538	1423	1362
货币资金的期末余额	1538	1423	1362	1402
企业自由现金流	(127)	(30)	41	128
权益自由现金流	(232)	(11)	58	146

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312
崔 嵘 021-60933159

固定收益
李怀定 021-60933152
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340

策略
黄学军 021-60933142
林丽梅 021-60933157

技术分析
闫 莉 010-88005316

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
周 俊 0755-82130833-6215
糜怀清 021-60933167

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
祝 彬 021-60933156
常 伟

汽车及零配件
左 涛 021-60933164

钢铁及新材料
郑 东 010- 66025270
秦 波 010-66026317
郭 莹 010-88005303

机械
郑 武 0755- 82130422
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343
后立尧 010-88005327

基础化工
刘旭明 010-66025272
张栋梁 0755-82130532
罗 洋 0755-82150633
吴琳琳 0755-82130833-1867
梁 丹 0755- 82134323

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
杜佐远 0755-82130473
胡博新 0755-82133263
刘 勍 0755-82130833-1845

电力设备与新能源
杨敬梅 021-60933160
张 弢 010-88005311

传媒
陈财茂 010-88005322
刘 明 010-88005319

有色金属
彭 波 0755-82133909
龙 飞

电力与公用事业
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
唐俊杰 021-60875160

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407
朱少凌 0755-82130646

计算机
段迎晟 0755- 82130761
欧阳仕华 0755-82151833

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华 010-88005321
熊 丹 0755-82133528

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

建材
郑 东 010- 66025270
马 彦 010-88005304

旅游
曾 光 0755-82150809
钟 潇 0755-82132098

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建筑
邱 波 0755-82133390
刘 萍 0755-82130678

新兴产业
陈 健 010-66022025
李筱筠 010-66026326
孙 伟 010- 66026320

研究支持
沈 瑞 0755-82132998
余 辉 0755-82130741
王越明 0755-82130478

数量化投资产品
焦 健 0755-82133928
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
邓 岳 0755- 82150533

基金评价与研究
杨 涛 0755-82133339
康 亢 010-66026337
刘舒宇 0755-82133568
李 腾 0755-82130833-6223
刘 洋 0755-82150566
潘小果 0755-82130843
蔡乐祥 0755-82130833-1368
钱 晶 0755-82130833-1367

量化投资策略
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154
李荣兴 021-60933165
郑亚斌

量化交易策略与技术
戴 军 0755-82133129
黄志文 0755-82133928
彭甘霖 0755-82133259

数据与系统支持
赵斯尘 021-60875174
徐左乾 0755-82133090
李扬之 0755-82136165

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦　敏	0755-82130833-3772	袁　剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐　冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn