

## 证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

## 誉衡药业(002437)

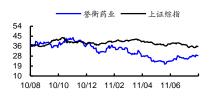
谨慎推荐

2011 年半年报点评

(下调评级)

2011年8月30日

#### 一年该股与上证综指走势比较



#### 股票数据

总股本(百万股)
总市值(百万元)
沪深 300/深圳成指
12个月最高/最低(元)
280.0/95.2
7,868.0/2,675.1
2,576.41/11,372.38
88.22/20.47

#### 相关研究报告:

《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 《營衡药业-002437-计划收购一类肿瘤新药,产品储备又进一步》——2010-10-11

## 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

#### 联系人:胡博新

电话: 0755-82133263 E-mail: hubx@guosen.com.cn

## 证券分析师: 贺平钨

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

## 半年报点评

# 产品线瓶颈压制业绩

## ●H1 净利同比增长 1.36%, 业绩低于预期

11 年 H1 公司实现总收入 2.55 亿元,同比增长 7.97%;实现利润总额 7624 万元,同比增长 3.04%;实现归属母公司股东净利润 6388 万元,同比增长 1.36%,EPS 0.23 元/股,低于我们的预期的 0.26 元/股。

### • 药品降价与抗菌药物管理办法影响短期业绩

11H1公司自主产品与代理产品销售增速分别为 8.16%和 5.73%,对比 10H1,分别下降 16.83 和 48.22 个百分点。自主产品增速下降的原因是鹿瓜多肽产能限制及吉西他滨招标降价,同时新品种头孢米诺也因为日本地震致明治未能如期完成原料药质量认证,因此制剂产品推迟上市。代理产品增速下降主要是前列地尔注射液受年初发改委降价的影响,同时抗菌药物管理办法也影响了哌拉西林钠舒巴坦钠的销售。受降价影响,自主产品和代理产品的毛利率分别下降1.03 和 6.42 个百分点。

## •产品线储备仍在建设中

公司继续增加新产品储备,目前处于国家审批状态的产品已达到 22 个品种。除此自主研发以外,公司还通过引入国际原料药或制剂,以及与国内研发公司合作引入新品种。公司储备的重磅品种银杏内酯 B 项目正在资料审核阶段;秦龙苦素基本完成 3 期临床研究;代理产品人神经生长因子正处于样品的稳定性考察阶段。明年也有望上市部分仿制药以缓解产品线瓶颈。

### • 风险提示

产品价格下跌、新药审批风险。

及可证则专业与此上

## ●短期估值已偏高,下调至"谨慎推荐"评级

公司虽管理团队优秀,营销能力出色,但公司自有产品线单薄的问题仍突出。随着下半年头孢米诺正常销售以及明年新产品的陆续上市,公司有望重回增长轨道。但由于头孢米诺上市晚于预期、并考虑到后续可能受新抗菌药物管理办法影响,下调11-13EPS 至 0.63/0.84/1.06 元/股,目前11-12PE 已达44X、34X,短期估值偏高,下调公司评级至"谨慎推荐"评级。

鱼和贝则和奶为相	你				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	429.93	575.45	684	853	1,053
(+/-%)	55.99%	33.85%	18.8%	24.7%	23.5%
净利润(百万元)	130.24	154.71	178	234	297
(+/-%)	22.92%	18.80%	14.7%	31.9%	26.8%
每股收益 (元)	1.24	1.11	0.63	0.84	1.06
EBIT Margin	36.33%	32.45%	27.3%	29.9%	31.2%
净资产收益率 (ROE)	45.29%	7.30%	8.0%	9.9%	11.7%
市盈率 (PE)	22.66	25.43	44.3	33.6	26.5
EV/EBITDA	18.10	19.31	37.2	27.7	21.8
市净率 (PB)	10.26	1.86	3.53	3.32	3.09

#### 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。



	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、自产产品								
收入	80.51	130.74	199.64	238.63	286.68	351	452	572
同比增长	70.09%	62.38%	52.70%	19.53%	20.14%	22%	29%	26%
毛利率	69.67%	77.40%	78.96%	81.47%	81%	79%	78%	77%
鹿瓜多肽注射液								
收入	56.32	92.20	139.34	173.65	214	246	290	342
同比增长	49.06%	63.71%	51.14%	24.62%	23%	15%	18%	18%
毛利率	78.82%	87.84%	89.97%	90.33%	90%	89%	89%	89%
吉西他滨								
收入	13.73	20.47	35.11	38.10	45	45	49	54
同比增长	188.52%	49.11%	71.53%	8.53%	17%	0%	10%	10%
毛利率	50.57%	64.45%	65.57%	71.99%	66%	64%	64%	64%
其他								
收入	10.47	18.08	25.19	26.88	28	31	38	48
同比增长	118.24%	72.64%	39.34%	6.72%	6%	8%	25%	25%
毛利率	45.48%	38.81%	36.72%	37.66%	36%	36%	36%	36%
新产品-头孢米诺								
收入						30	75	128
同比增长							150%	70%
毛利率						60%	65%	66%
二、代理产品								
收入	19.83	33.23	75.23	186.03	283.08	326	391	469
同比增长	-10.30%	67.62%	126.36%	147.29%	52.17%	15%	20%	20%
毛利率	17.13%	19.39%	24.20%	24.81%	25.39%	21%	21%	21%
三、其他 (主要为医药技术)								
收入	0.00	0.14	0.74	5.26	5.69	7	10	12
同比增长			434.60%	611.68%	8.02%	30%	30%	30%
毛利率		82.48%	7.81%	38.64%	41.45%	41%	41%	41%
合计								
收入	100.34	164.11	275.61	429.93	575.45	684	853	1053
同比增长	44.23%	63.56%	67.94%	55.99%	33.85%	18.8%	24.7%	23.5%
毛利率	59.29%	65.66%	63.82%	56.43%	53.21%	50.8%	51.4%	51.7%

数据来源: wind、国信证券经济研究所

注: 10年开始公司未披露自产产品具体数据,收入和毛利率为估计值。



# 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	1409	1365	1432
应收款项	95	112	140	173
存货净额	53	64	79	98
其他流动资产	149	177	220	272
流动资产合计	1835	1763	1805	1975
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	2315	2474	2675
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	13	17	21	26
其他流动负债	61	71	85	103
流动负债合计	74	88	106	129
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	88	106	129
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2121	2227	2368	2546
负债和股东权益总计	2194	2315	2474	2675

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.11	0.63	0.84	1.06
每股红利	0.03	0.25	0.33	0.42
每股净资产	15.15	7.95	8.46	9.09
ROIC	13%	10%	17%	20%
ROE	7%	8%	10%	12%
毛利率	53%	51%	51%	52%
EBIT Margin	32%	27%	30%	31%
EBITDA Margin	35%	31%	34%	35%
收入增长	34%	19%	25%	23%
净利润增长率	19%	15%	32%	27%
资产负债率	3%	4%	4%	5%
息率	0.1%	1.8%	2.4%	3.0%
P/E	25.4	44.3	33.6	26.5
P/B	1.9	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	20.2	37.2	27.7	21.8

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	684	853	1053
营业成本	269	336	415	509
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	56	75	85	100
管理费用	65	83	95	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	209	275	349
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	183	209	275	349
所得税费用	28	31	41	52
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	155	178	234	297

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	155	178	234	297
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)	(113)	(68)	(80)
其它	2	0	0	0
经营活动现金流	23	92	200	256
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)	(71)	(94)	(119)
其它融资现金流	(105)	0	0	0
融资活动现金流	1576	(71)	(94)	(119)
现金净变动	1450	(129)	(44)	67
货币资金的期初余额	88	1538	1409	1365
货币资金的期末余额	1538	1409	1365	1432
企业自由现金流	(127)	(27)	82	188
权益自由现金流	(232)	(8)	100	206



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
	推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上
股票	谨慎推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数10%-20%之间
投资评级	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
	推荐	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上
行业	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
投资评级	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〕	តី	
<del> </del>			<b>乔廷</b> 加州九州国门风。		
宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	0.00 02.00000 02.0				
商业贸易		汽车及零配	*.件	钢铁及新材	<b>料</b>
两亚贝勿 孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010- 66025270
祝彬	021-60933156	五 好	021-00955104		
	021-00933130			秦波	010-66026317
		at 1 ··		郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755- 82134323	刘勍	0755-82130833-1845
电力设备	与新能源	传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘明		谢鸿鹤	0755-82130646
W X	010-00003311	XI 171	010-88005319	龙飞	0703-021000-0
电力与公尺	日本小	非银行金融	<b>L</b>	通信	
	·				004 00075405
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件	<b>+</b>	纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0.00 02.00				
建材		旅游		食品饮料	
	040 66005070		0755 02450000		0755 0040000
郑东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	ور خشا ورز منها		ere alsa la la	
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
数量化投资	资产品	基金评价与	i 研究	量化投资策	略
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳璀	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
71' म <u>म</u>	0700-02100033				
		刘洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易第	<b>策略与技术</b>	数据与系统	拉支持		
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
** 1	3.00 02100120	~~///	321 30010114		



徐左乾 黄志文 0755-82133928 0755-82133090 彭甘霖 0755-82133259 李扬之 0755-82136165 秦国文 0755-82133528 陈爱华 0755-82133397 韦 敏 袁 剑 0755-82130833-3772 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			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	邵燕	芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林	莉	0755-82133197 13824397011 linli2@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	段莉娃	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
				颜小莉	燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓	厳	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑	灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn