

分析师：李守峰

执业证书编号：S0270512090001

电话：021-60883481

邮箱：lisf@wlzq.com.cn

发布日期：2012年11月12日

增长平稳，静待新产品获批

——誉衡药业（002437）调研简报

公司调研简报

增持（首次）

报告关键要素：

誉衡药业2010年登陆创业板，收入主要来源于自产产品鹿瓜多肽注射液。上市之后公司在业绩和新产品的获批进度均低于市场预期。公司12年业绩有所恢复，随着自产品种鹿瓜多肽注射液的产能释放以及代理品种头孢米诺、硫氰酸氯吡格雷的放量，公司13年业绩有望维持平稳增长。公司在研品种中有银杏内酯B与秦龙苦素等重磅品种，获批进度是公司的股价催化剂，我们预计公司12-13年的每股收益分别为0.59元、0.67元，对应12-13年的市盈率为34倍、26倍，首次覆盖给予“增持”评级。

事件：2012年11月5日，我们实地调研了誉衡药业位于北京的营销中心总部，与公司董秘刘畅先生进行了交流。

调研内容：

- 公司产能情况、募投项目的进展情况。
- 自产产品与代理产品的竞争格局、销售情况，政策因素对产品销售的影响。
- 在研品种银杏内酯B、秦龙苦苷等新药审批的进展情况。

调研结论：

- **公司基本情况：**誉衡药业成立于2000年，于2010年6月登陆创业板。公司收入主要来源于自产产品和代理产品，自产产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨，分别应用于治疗骨科和肿瘤疾病，毛利率较高是公司利润的主要来源；另外，公司代理产品葡萄糖酸钙锌口服液、DNA产品、前列地尔注射液、注射用哌拉西林舒巴坦钠注射液是公司盈利的有力补充。公司上市后在业绩和新产品研发上均未达市场预期，2011年营业收入和归属母公司净利润分别下降了5.05%和24.47%，主要原因在于政策性的降价因素致公司营业收入规模减少；12年公司代理新品种头孢米诺和葡萄糖酸锌钙口服液逐步放量，公司营业收入和净利润增速逐渐恢复。鉴于目前国家食品药品监督管理局目前正在调整药品审批策略，故无论是在创新药物还是在仿制药上，审评进度均较缓慢，公司在研品种进度也是低于预期。

图 1、公司 2011 年营业收入构成

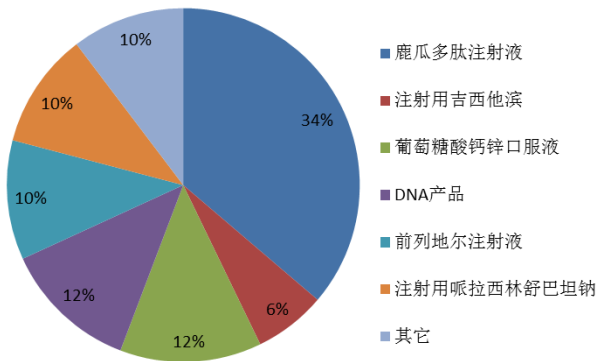
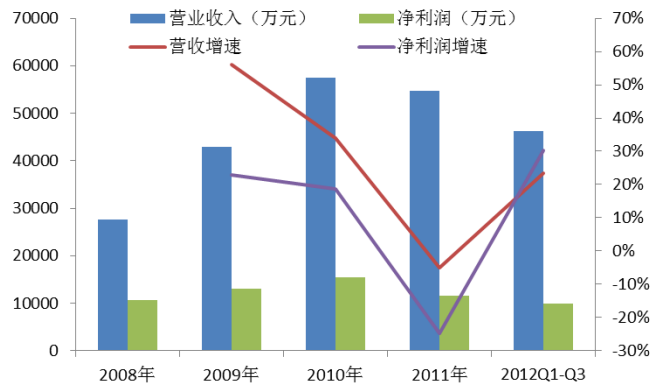


图 2、公司 08 年以来营业收入和净利润情况



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- 自有产品看鹿瓜多肽产能释放：**鹿瓜多肽注射液为骨科类处方药，是由梅花鹿四肢骨和中草药甜瓜籽提纯制成的复方制剂，主要用途为加快骨折愈合，对风湿、类风湿疾病以及骨质疏松的治疗结果也十分显著。鹿瓜多肽为国家乙类医保品种，目前生产厂家仅为三家竞争较少，公司2011年以74.96%的市场占有率占据第一的位置，拥有国家发改委给予的单独定价权，公司竞争优势明显。产能因素限制了鹿瓜多肽注射液的增长，据我们测算，2012年公司产能利用率已经大于250%，接近三班倒。公司募投项目GMP技改项目有望于13年上半年投产，届时鹿瓜多肽的产能将由1400万支增加到3200万支，产能的释放确保了鹿瓜多肽13年的增长。公司另一个自有品种注射用盐酸吉西他滨由于竞争对手逐渐增多，公司以降价促进销量增长，预计将维持现有较小的规模。

图 3、鹿瓜多肽注射液的竞争格局

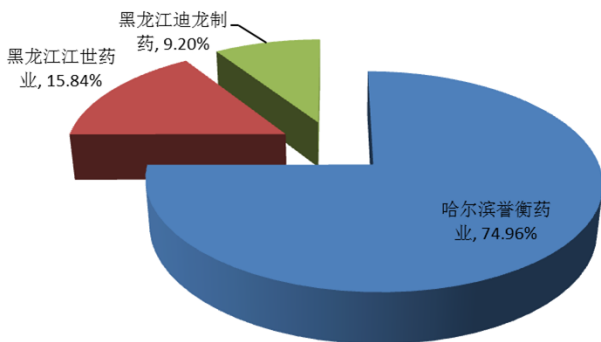
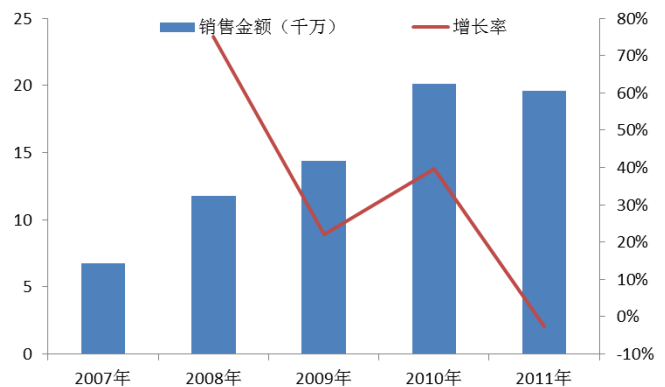


图 4、鹿瓜多肽注射液样本医院销售规模



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- 代理品种头孢米诺与氯吡格雷带来新的业绩增长点：**2011年10月公司与日本明治的0.5g头孢米诺制剂的原料与商标使用协议正式签订，明治的头孢米诺制剂为原研品种，具有单独定价权。去年由于日本地震原料供应的原因代理头孢米诺制剂并未正常生产，今年该品种已经正常生产并在甘肃省中标；中报显示公司共支付技术及商标使用费581.9万元，折算成头孢米诺制剂为291万支，预计全年销量有望超过600万支，随着各省增补目录招标的推进，该品种明年有望继续放量。今年1月份公司

独家代理河南新帅克的硫酸氢氯吡格雷片（75mg），该产品是迄今单品销量第一的处方药，是最权威的血小板凝聚药物，代理品种为国产第二家、代理制第一家，占据市场先机。头孢米诺的放量与氯吡格雷片有望为公司13年新的盈利增长点。

- **在研品种是公司股价的催化剂：**公司在研品种丰富，其中有多项重磅品种。中药一类新药银杏内酯B，目前正在审评中心进行专业审评，公司的银杏内酯B产品在纯度上要高于现有的银杏内酯类产品，如若获批将有望成为上10亿的重磅品种。中药一类新药秦龙苦素主要用于治疗乙肝，目前已经做完三期临床，正在进行三期临床总结及申报资料整理中。以上新产品如若获批，将改变公司品种单一的格局，为公司的长远发展增加动力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司12-13年的每股收益分别为0.59元、0.67元，对应12-13年的市盈率为34倍、26倍，公司主打产品产能释放、代理品种头孢米诺有望放量，业绩增长较为确定，在研品种的获批有望成为公司股价的催化剂，给予“增持”评级。
- **风险提示：**头孢米诺制剂由于抗生素限用低于预期的风险；新产品获批进度低于预期的风险。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	5.75	5.46	7.00	7.85
增长比率（%）	33.8	-5.10	28.1	12.2
净利润（亿元）	1.54	1.17	1.64	1.87
增长比率（%）	18.8	-24.5	40.6	13.9
每股收益（元）	1.11	0.42	0.59	0.67
市盈率（倍）	-	-	32	28

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：李守峰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831