



Research and  
Development Center

# 新产品市场空间巨大，现金充足并购加速

—— 誉衡药业（002437.sz）调研报告

2013年01月18日

李惜浣  
医药生物行业分析师

证券研究报告

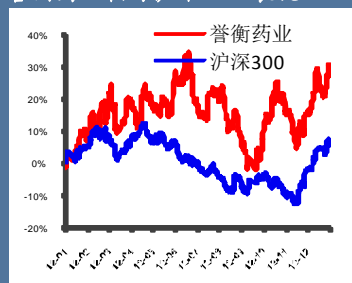
公司研究——调研报告

誉衡药业 (002437.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

誉衡药业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-1-17)

收盘价 (元)	20.30
52 周内股价波动区间(元)	15.03-21.25
最近一月涨跌幅 (%)	12.28
总股本(亿股)	2.80
流通 A 股比例 (%)	33.9
总市值(亿元)	57

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院  
1 号楼 6 层研究开发中心  
邮编: 100031

李惜浣 行业分析师

执业编号: S1500512040001

联系电话: +86 10 63081424

邮箱: lixihuan@cindasc.com

吴临平 研究助理

联系电话: +86 10 63081101

邮箱: wulinping@cindasc.com

# 新产品市场空间巨大, 现金充足并购加速

## 首次覆盖深度报告

2013 年 01 月 18 日

目标价: 27.43 元

### 本期内容提要:

- ◆ **核心产品鹿瓜多肽注射液继续保持市场主导地位:** 公司鹿瓜多肽作为医保乙类、单独定价产品, 在细分市场中占据 75% 左右的市场份额。虽然 2011 年由于受到骨肽粉针的冲击销量有所下滑, 2012 年开始公司主动加强终端销售力度, 我们预计该产品未来两年增速在 30% 以上。
- ◆ **新产品市场空间巨大。** 1、头孢米诺: 由于原料问题 12 年才开始供货, 但上市时间错过了大部分省份上一轮的非基药招标; 作为医保乙类、单独定价产品, 随着今年各省招标工作的陆续展开, 产品有望放量增长; 2、银杏内酯 B 注射液: 作为目前成分最明确、活性最高的银杏类注射剂, 预计 13 年底到 14 年初可以拿到批文, 未来有望在百亿规模的银杏制剂市场中占据一席之地。
- ◆ **现金充足并购加速。** 截止 12 年 3 季度, 公司货币资金 13.2 亿, 占总资产的 52%, 同时还有 8 亿额度的公司债, 未来通过并购提高资金利用率的可能性较大。12 年末拟并购的哈尔滨蒲公英药业, 核心产品心脑丸 (片) 有望进入新版基药目录, 我们预计蒲公英 13 年贡献净利润约 1500 万。
- ◆ **大股东间接增持提振信心。** 12 年底, 公司第二大股东 (大股东的一致行动人) 以 17.15 元/股的价格收购了健康科技投资有限公司所持公司近 700 万股股权, 约占公司总股本的 2.5%, 以避免健康科技公司不断减持对公司股价造成的影响, 同时也表明了管理层对于公司未来发展的信心。
- ◆ **股价催化剂:** 新并购的企业快速取得业绩突破, 银杏内酯 B 注射液顺利通过评审。
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级:** 预计公司 2012、2013 年每股收益分别为 0.51、0.57 元, 公司合理价值区间 23.94~30.92 元, 给予六个月目标价 27.43 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险因素:** 盈余现金利用效率低下; 新并购企业收入利润不及预期; 新产品审批进度低于预期

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	575.45	546.36	673.51	846.91	1,044.28
增长率 YoY %	33.85%	-5.05%	23.27%	25.74%	23.31%
净利润(百万元)	154.71	116.85	142.91	159.53	184.35
增长率 YoY%	18.80%	-24.47%	22.31%	11.62%	15.56%
毛利率%	53.21%	48.63%	60.30%	59.73%	60.37%
净资产收益率 ROE%	7.30%	5.39%	6.18%	6.46%	6.94%
摊薄后每股收益 EPS(元)	0.55	0.42	0.51	0.57	0.66
市盈率 P/E(倍)	36.7	48.6	39.8	35.6	30.8
市净率 P/B(倍)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2013 年 1 月 17 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 目录

投资聚焦	1
一、公司简介	2
1、股权结构	2
2、业务构成—自产品种占比较高	3
3、历史业绩--营业收入、净利润快速增长	3
二、核心产品鹿瓜多肽注射液保持高增长	4
1、鹿瓜多肽注射液在整个骨肽类注射液市场占有率在下降	4
2、公司产品凭借单独定价优势在鹿瓜多肽注射液市场一家独大	5
3、鹿瓜多肽销售策略改变造成 2012 年大幅增长，但对利润增长贡献不大	6
三、产品线逐渐丰富，未来几年将培育数个过亿品种	7
1、头孢米诺注射液—单独定价抢占市场份额	9
2、代理产品—脱氧核苷酸钠、氯吡格雷有望放量	11
3、在研产品—银杏内酯 B、秦龙苦素市场前景广阔	12
四、现金充足加速并购—收购哈尔滨蒲公英药业	13
收购哈尔滨蒲公英药业	13
五、大股东增持	15
六、盈利预测、估值与投资建议	15
1、未来三年分产品收入预测	15
2、公司估值	16
3、估值结论及投资评级	17
七、风险因素	17

## 图目录

图 1: 公司股权结构	2
图 2: 近 3 年营业收入构成	3
图 3: 近 3 年毛利构成	3
图 4: 公司近 3 年经营业绩	3
图 5: 鹿瓜多肽注射液近五年销售情况	4
图 6: 鹿瓜多肽注射液占公司收入、毛利的比例	4
图 7: 近 3 年医院终端骨肽类药物在肌肉骨骼系统药物市场占有率	5
图 8: 骨肽类注射剂各省平均中标价格	5
图 9: 三家企业鹿瓜多肽注射液市场份额	6
图 10: 公司近年来销售费用增长情况	6
图 11: 公司目前的产品线	8
图 12: 样本医院头孢米诺销售额	11
图 13: 样本医院头孢米诺明治制果市场份额	11
图 14: 蒲公英药业股权结构	13
图 15: 蒲公英药业资产负债情况 (截止 2012 年 10 月)	14
图 16: 蒲公英药业收益情况 (截止 2012 年 10 月)	14

## 表目录

表 1: 骨肽类注射剂比较	4
表 2: 鹿瓜多肽中标价格	5
表 3: 鹿瓜多肽产能情况	7
表 4: 公司的主导产品	8
表 5: 公司主要的代理及技术收购合同	9
表 6: 2010 年及 2011 年抗感染药物样本医院用药金额前十名	10
表 7: 头孢米诺注射液招标价格	10
表 8: 银杏制剂发展历程	12
表 9: 公司分产品收入预测	15
表 10: 关键假设及估值结果	16
表 11: 相关上市公司平均估值	17

## 投资聚焦

### 投资逻辑

我们认为公司主要有三个方面值得关注：

一是核心产品鹿瓜多肽注射液。作为医保乙类单独定价产品，在细分市场领域一直占据 75% 左右的市场份额。虽然 2011 年由于受到骨肽粉针的冲击销量有所下滑，2012 年开始公司主动加强终端销售力度，我们预计未来两年增速在 30% 以上。

二是新产品（主要是头孢米诺和银杏内酯 B 注射液）市场空间巨大。头孢米诺作为医保乙类单独定价产品，随着今年在更多省份中标，12、13 年预计将开始放量；银杏内酯 B 注射液：作为目前成分最明确、活性最高的银杏类注射剂，预计 2013 年底到 2014 年初可以拿到批文，未来可以在百亿规模的银杏制剂市场中占据稳定的份额。

三是手握大量盈余现金。截止 12 年 3 季度，公司货币资金 13.2 亿，占总资产的 52%，同时还有 8 亿额度的公司债，未来势必要进行并购活动来提高资金利用率。12 年末拟并购的哈尔滨蒲公英药业，核心产品心脑血管丸（片）很可能进入新版基药目录，预计 13 年会给公司带来 1500 万的净利润。

### 有别于大众的认识

我们认为支撑公司未来价值的因素主要有两个，一是银杏内酯 B 注射液上市后在心脑血管市场成为大品种的预期；二是公司目前账面大量的盈余现金带来的并购预期，从目前蒲公英药业的收购情况来看，公司倾向于收购具有品种优势的企业，并且在短期内能迅速给公司带来业绩。

### 股价催化剂

新并购公司快速取得业绩突破，银杏内酯 B 注射液顺利通过评审。

### 关键假设、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2012-2014 年的销售收入分别为 673.51、846.91 和 1044.28 百万元，对应的增长率为 23.27%、25.74% 和 23.31%；净利润分别为 142.91、159.53 和 184.35 百万元，增长率为 22.31%、11.62% 和 15.56%，对应的 EPS 分别是 0.51 元、0.57 元和 0.66 元。综合考虑，我们预测公司合理估值区间在 23.94~30.92 之间，取中值给予六个月目标价 27.43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 主要风险

1、盈余现金利用效率低下；2、新并购企业收入利润不及预期；3、新产品审批进度低于预期

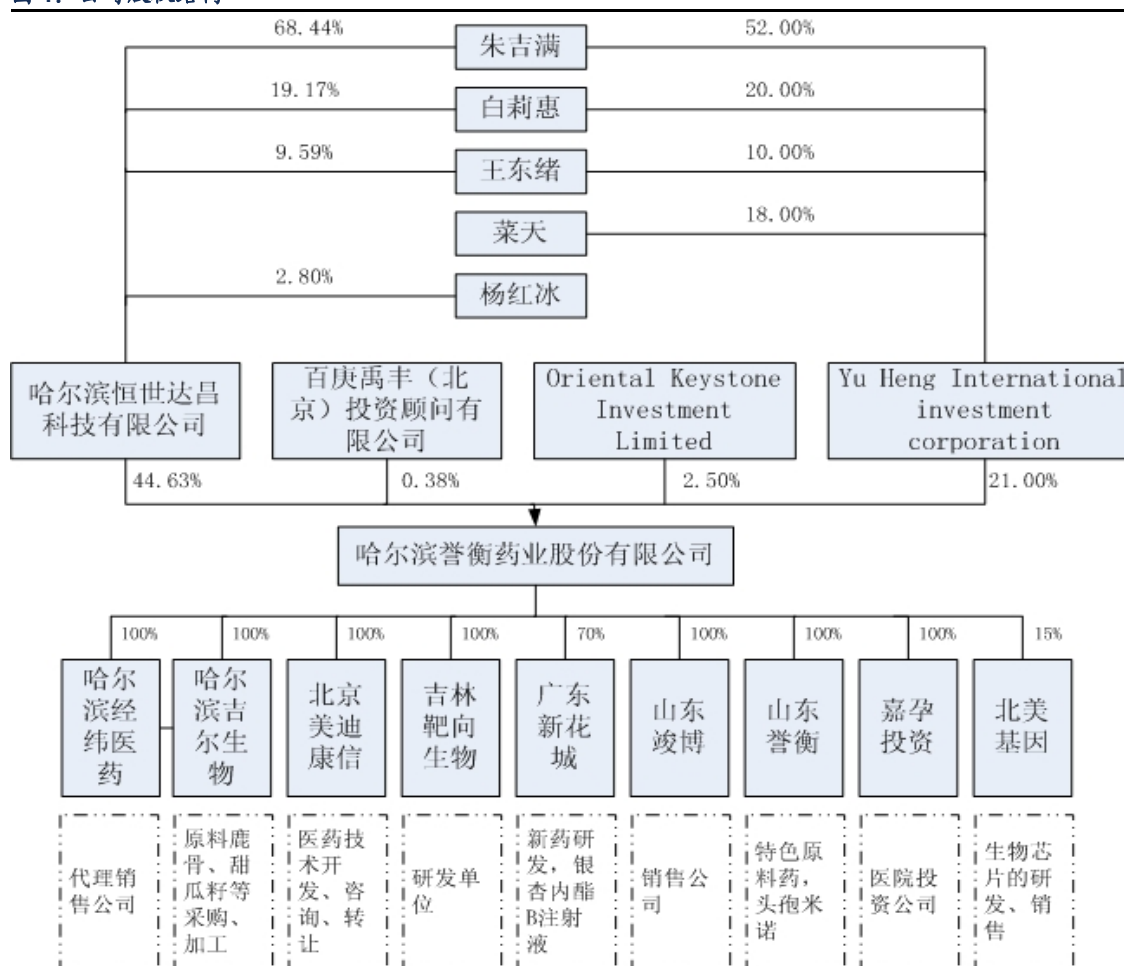
## 一、公司简介

公司是一家兼具医药制造和医药销售的企业，产品涵盖了多个治疗领域。公司 2010 年 6 月登陆中小板，但 2011 年业绩远低于市场预期股价大跌，经过近来的调整，公司业绩有向好的趋势。

### 1、股权结构

公司的实际控制人为朱吉满、白莉惠夫妇，其中誉衡国际拟 17.15 元/股合计 1.2 亿收购 OrientalKeystone 公司股权。

图 1：公司股权结构

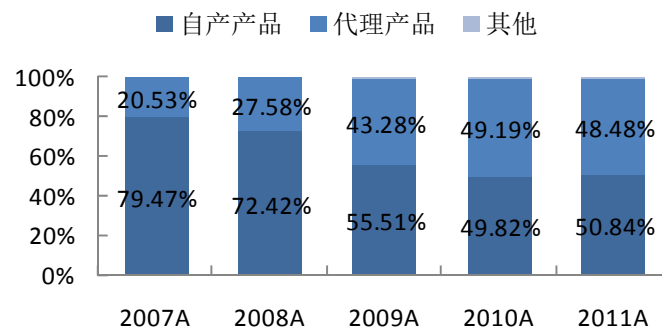


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## 2、业务构成—自产品种占比较高

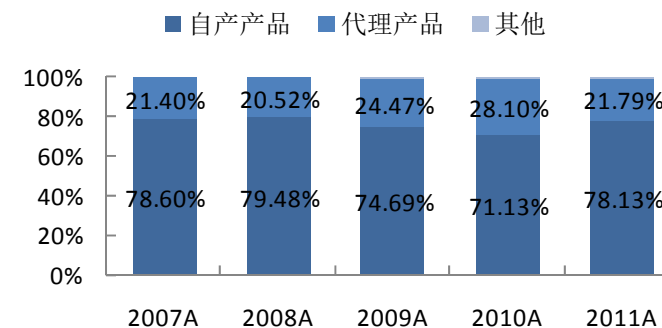
公司产品按来源主要分为自产和代理两块，未来计划将进一步增加自产品种的比例。

图 2: 近 3 年营业收入构成



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 3: 近 3 年毛利构成

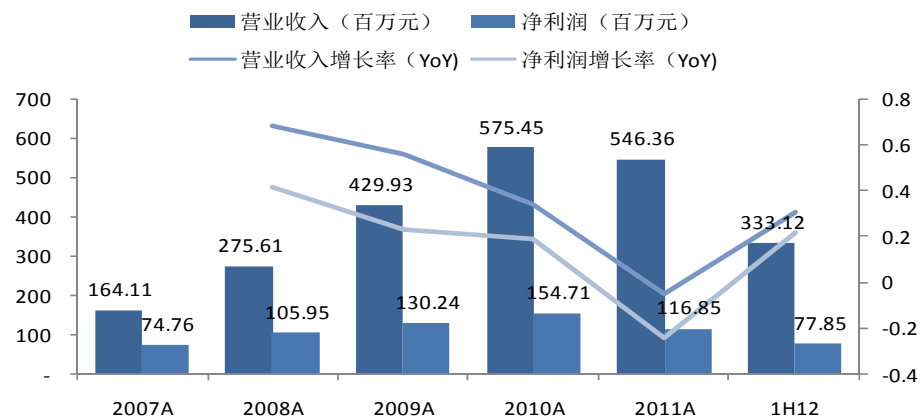


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

## 3、历史业绩--营业收入、净利润快速增长

公司 2011 年业绩出现大幅下滑, 2012 年开始逐渐恢复。

图 4: 公司近 3 年经营业绩



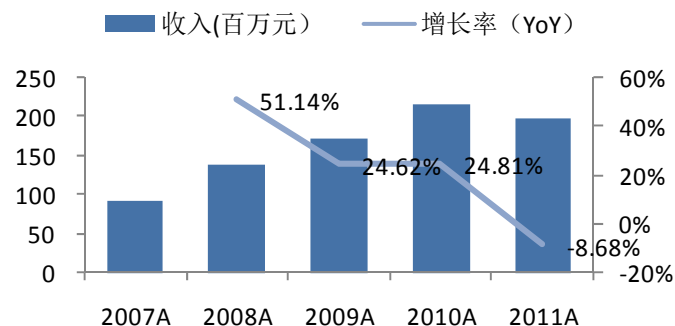
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理



## 二、核心产品鹿瓜多肽注射液保持高增长

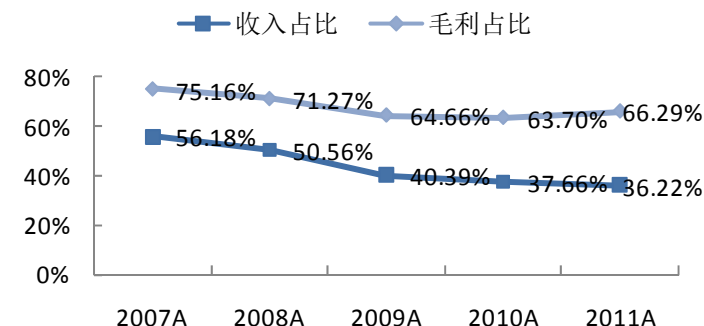
鹿瓜多肽注射液是公司自产最重要的品种，近几年占比虽然有所降低，但 2011 年仍然占到公司收入的 36%，毛利的 66%。

图 5: 鹿瓜多肽注射液近五年销售情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 6: 鹿瓜多肽注射液占公司收入、毛利的比例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

### 1、鹿瓜多肽注射液在整个骨肽类注射液市场占有率在下降

鹿瓜多肽注射液为骨科类处方药，是由梅花鹿的骨骼和甜瓜的干燥成熟种子经分别提取后制成的灭菌水溶液。主要用途为加快骨折愈合速度，同时也应用于治疗风湿及类风湿、肌肉骨骼系统流行病和骨质疏松等疾病。

在主要的骨折愈合领域市场，由于我国老龄化加速，骨折发病率逐年提高，因此这一市场增速很快，04-09 年复合增长率在 40%以上，预计未来仍将保持 20%以上的增速。这一领域注射类药品主要有几种：骨肽注射液、复方骨肽注射液、鹿瓜多肽注射液。

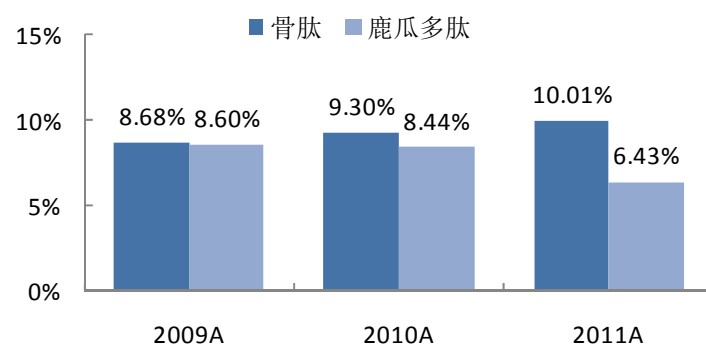
三种产品比较来看，鹿瓜多肽注射液含有甜瓜籽成分，具有消炎的功效，但具体到骨折愈合疗效上三者没有明确报道的好坏之分；从价格上来说，鹿瓜多肽注射液价格远高于骨肽注射液，这主要是受到国家最高限价的影响。但是近年来黑龙江江世、珍宝岛等企业开始主推骨肽粉针以及复方骨肽粉针，突破了价格的限制，市场占有率明显加快。从南方所的数据来看，在医院终端鹿瓜多肽占有率在逐年下降，即使考虑到骨骼系统药物市场 2011 年整体 20%的增速，鹿瓜多肽注射液本身也是负增长。

表 1: 骨肽类注射剂比较

药品名称	药品成分	医保
鹿瓜多肽注射液	鹿骨、甜瓜籽	国家乙类
骨肽注射液	猪骨、马骨、牛骨	国家乙类
复方骨肽注射液	猪骨、马骨、牛骨、全蝎	国家乙类

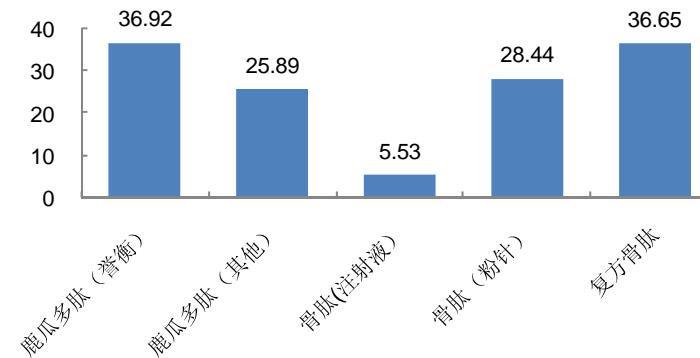
资料来源：信达证券研发中心整理

图 7：近 3 年医院终端骨肽类药物在肌肉骨骼系统药物市场占有率



资料来源：南方所，信达证券研发中心整理

图 8：骨肽类注射剂各省平均中标价格



资料来源：信达证券研发中心整理

## 2、公司产品凭借单独定价优势在鹿瓜多肽注射液市场一家独大

鹿瓜多肽注射液目前有三家生产，除了誉衡外还有黑龙江的迪龙制药和江世药业。后两家 2006 年以后才进入市场，而且前两年三家公司之间还有一些专利纠纷和诉讼。2011 年誉衡曾打算收购迪龙 51% 的股权，但最终因价格原因未能谈妥。

目前市场上誉衡药业的产品属于单独定价药品，在价格上占有优势，从中标价格上来讲也明显高出其他两家，溢价在 40% 左右。而且江世药业近年来将销售重点放在了价格更有优势的骨肽和复方骨肽注射液上，因此誉衡药业目前在终端占有率高，基本保持的 70% 以上的水平，且有逐年提高的态势。

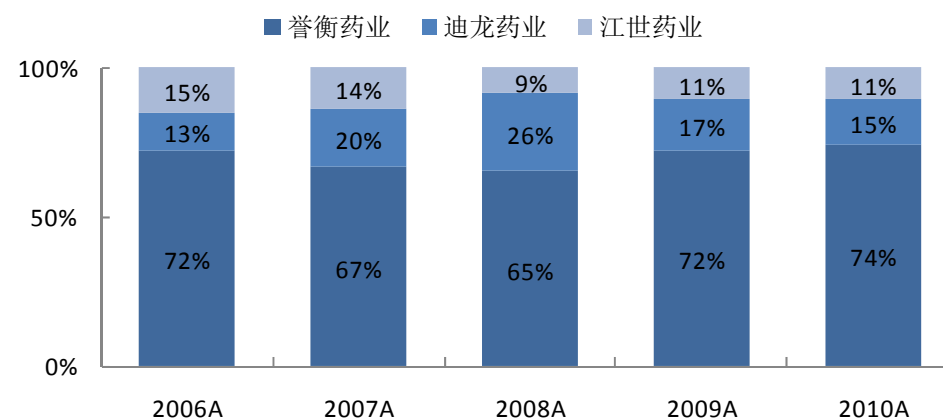
表 2：鹿瓜多肽中标价格

品种	剂型	规格	中标价格(元)	品类	生产企业
鹿瓜多肽	注射液	2ml:4mg	35-38.84	单独定价药品	哈尔滨誉衡药业股份有限公司
鹿瓜多肽	注射液	4ml:8mg	61.73-67.72	单独定价药品	哈尔滨誉衡药业股份有限公司
鹿瓜多肽	冻干粉针	4mg	25.7-26.08	普通 GMP 药品	黑龙江迪龙制药有限公司
鹿瓜多肽	冻干粉针	8mg	42.94-43.7	普通 GMP 药品	黑龙江迪龙制药有限公司
鹿瓜多肽	冻干粉针	8mg	42.12-42.65	普通 GMP 药品	黑龙江江世药业有限公司
鹿瓜多肽	冻干粉针	16mg	70.69-75	普通 GMP 药品	黑龙江江世药业有限公司
鹿瓜多肽	冻干粉针	24mg	97.5-98.12	普通 GMP 药品	黑龙江江世药业有限公司

资料来源：各省招标结果，信达证券研发中心整理



图 9: 三家企业鹿瓜多肽注射液市场份额



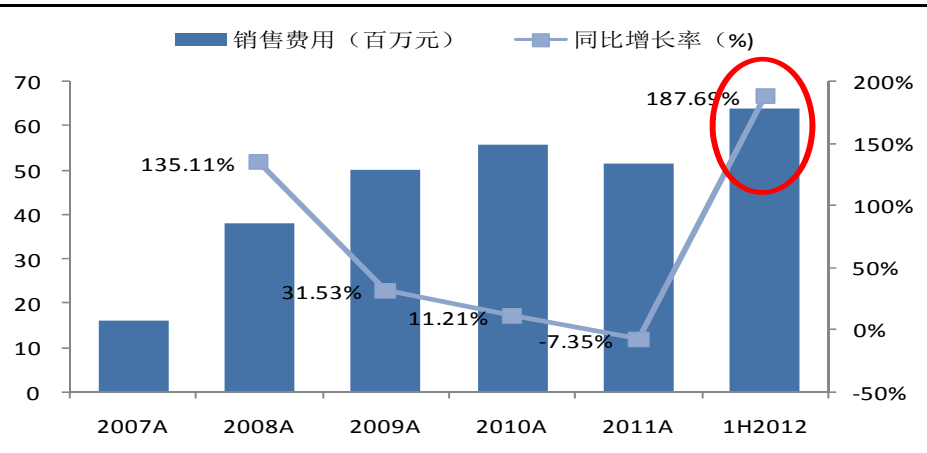
资料来源: 各省招标结果, 信达证券研发中心整理

### 3、鹿瓜多肽销售策略改变造成 2012 年收入大幅增长，但对利润增长贡献不大

公司鹿瓜多肽注射液采用代理制的销售策略，2011 年开始由于同类产品的竞争加剧，加上公司终端推广没有跟上，导致了鹿瓜多肽销售额出现了明显的下滑。

2012 年开始，公司加大了终端的销售力度，改变了部分地区的销售策略（以学术推广为主）。由此带来鹿瓜多肽注射液 2012 年收入的大幅增长，我们预计增速在 30% 以上。但是由于销售费用也随着提高，实际对净利润的贡献有限。公司 2012 年前 3 季度自产产品销售量大幅增长，但除去约 2000 万的理财产品收益后，公司净利润只有个位数的增长。我们预计未来公司鹿瓜多肽注射液收入还将保持高增长，但是对利润的贡献主要还看公司中间环节的费用控制能力。

图 10: 公司近年来销售费用增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司的鹿瓜多肽注射液目前的产能是 1400 万支，实际上从 2008 年开始实际产能就超过了设计产能。如果公司完全采用三班倒的方式，产能还有很大的提升空间。同时，公司的募投项目也在顺利进行，预计明后年有望达产，产能将增加到 3200 万支。因此产能上看对产品销售基本没有影响。

表 3: 鹿瓜多肽产能情况

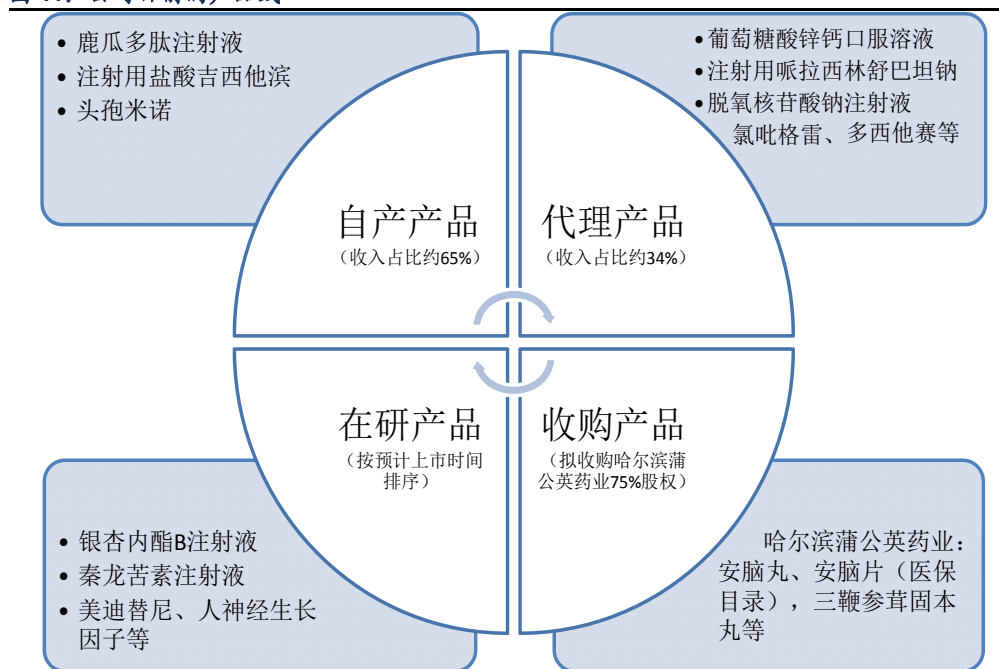
年份	产能 (万支)	产量 (万支)	销量 (万支)	产能利用率	销售额 (万元)
2007A	1400	1303.13	1298	93%	9219.62
2008A	1400	1757.99	1726	126%	13934.48
2009A	1400	2169.14	2118	155%	17364.90
2010A	1400	-	约 2600	189%	21672.70
2011A	1400	-	约 2400	173%	19791.51

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

### 三、产品线逐渐丰富，未来几年将培育数个过亿品种

公司近年来通过一系列的技术合作及收购，产品线逐渐丰富。新产品如头孢米诺、氯吡格雷等都有很好的市场前景，同时在研产品银杏内酯 B 和秦龙苦素注射液进展顺利，已经形成了比较完备的产品线。

图 11: 公司目前的产品线



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

表 4: 公司的主导产品

通用名	适应症	2011 年销售收入	医保目录	竞争力
鹿瓜多肽注射液	骨折愈合; 风湿及类风湿; 骨质疏松等	2 亿	乙类	单独定价品种
注射用盐酸吉西他滨	治疗中、晚期非小细胞肺癌	3600 万	乙类	降价销售
头孢米诺	抗感染		乙类	单独定价品种
脱氧核苷酸钠注射液	用于急、慢性肝炎, 白细胞减少症, 血小板减少症及再生障碍性贫血等的辅助治疗	6800 万	地方乙类	全国总经销权(除北京、辽宁、吉林)
注射用哌拉西林舒巴坦钠	抗感染	5800 万	乙类	全国总经销权(四川华安)
葡萄糖酸钙锌口服溶液	治疗缺钙及缺锌性疾病	7100 万	地方乙类	全国总经销权(澳诺中国)
前列地尔注射液	扩张血管、抑制血小板凝集, 用于心肌梗塞, 血栓性脉管炎、闭塞性动脉硬化等症。		乙类	合同已终止

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

表 5: 公司主要的代理及技术收购合同

签署日期	代理产品	合作公司	主要内容
2008 年 6 月	葡萄糖酸钙锌口服溶液	经纬医药、澳诺中国、澳诺青岛	2008 年 6 月 1 日至 2013 年 5 月 31 日期间全国总经销权，保证金 2000 万
2008 年 8 月	人神经生长因子注射液 (500AU/2ml、1000AU/2ml)	经纬医药、汉方集团、泛特尔生物	全国独家总经销商，自甲方获得生产批件后开始，代理期限为十年
2008 年 9 月	人神经生长因子注射液 (500AU/2ml、1000AU/3ml)	经纬医药、汉方集团、泛特尔生物、邓杰	将 1000AU/2ml 的保证金由 900 万提高至 1000 万(获得批件后一周内支付)，违约金 6000 万
-	前列地尔注射液	誉衡、哈药集团生物工程有限公司	代理期限已到期，归还保证金 2400 万，以基本归还
-	头孢米诺原料	誉衡、珠海傲华	珠海傲华独家向公司提供头孢米诺原料的生产技术，不得以任何方式向第三方泄露或公开发表
2011 年 9 月	透明质酸钠	誉衡、日本明治制果株式会社	公司将在代理区域内销售透明质酸钠产品
2012 年 1 月	硫酸氢氯吡格雷 (75mg)	誉衡、河南新帅克	全国独家经销权，买断金额 3000 万，2012 年 3 月该产品已获药监局批件
2012 年 2 月	布洛芬注射液和 N-乙酰半胱氨酸注射液	誉衡、美国坎伯兰制药	专有技术独家许可，协议从生效日期起至获得第一个产品生产批件后 11 年止
2012 年 8 月	20mg 及 80mg 或其他规格瓶装药物或包含多西他赛原料的制剂	誉衡、东亚制药	独家许可，从生效日期 (2012 年 8 月 9 日) 起至许可产品初次商业销售后第 10 年为止
2009 年 5 月	中药新药秦龙苦素及注射用秦龙苦素	誉衡、陕西西大科技园	独家技术转让，费用合计 5000 万，已付 2500 万
2011 年 11 月	化合物 SX004 及其衍生药物美迪替尼	誉衡、上海一善投资、薛楚标	独家技术转让，费用合计 6500 万，已付 4460 万
2011 年 9 月	头孢米诺制剂	誉衡、日本明治制果株式会社	授权公司在中国大陆生产销售 0.5g 头孢米诺制剂时使用“美士灵”商标及产品名称，公司需向明治公司支付每支 2 元的技术及商标使用费用，上述协议有效期为 10 年。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## 1、头孢米诺注射液—单独定价抢占市场份额

头孢米诺 (Cefminox) 为头霉素衍生物，在抗菌谱上对革兰阴性菌的作用比第二代头孢菌素强，而对革兰阳性菌的作用比第三代头孢菌素强。而且头孢米诺有较强的抗  $\beta$ -内酰胺酶性能，从而在临床用药上占据了一定的优势。

头孢米诺最早由日本明治制果公司开发上市，20世纪90年代SFDA批准了日本明治制果公司的注射用粉针在我国上市，商品名为“美士灵”(Meicelin)，其在中国申请的药品行政保护于1999年终止。由于头孢米诺专利的到期，国内企业研发的进程也随之加快，2004年，广东立国制药有限公司、南昌立健药业、华北制药集团倍达公司、上海新先锋药业等厂家的头孢米诺原料药及粉针剂先后获批生产。目前SFDA已批准了40家左右企业生产原料药，而头孢米诺注射剂的批文则有180多张。

受限抗令的影响，抗感染类药物的销售量持续萎缩。根据南方网数据，抗感染药物的样本医院用药金额占比已经从2011年的19.6%下降到2012年上半年的17.4%，整体下滑速度也由2011年的-4.3%下降到2012年上半年的-11.3%。头孢米诺在抗感染药物的市场份额也在下降，2011年已经跌出了前十名。

**表 6: 2010 年及 2011 年抗感染药物样本医院用药金额前十名**

通用名	2009A	2010A	通用名	2011A
头孢替安	3.75%	3.70%	美罗培南	3.78%
美罗培南	2.73%	3.34%	左氧氟沙星	3.55%
头孢孟多	3.27%	3.30%	头孢孟多	3.53%
<b>头孢米诺</b>	<b>3.15%</b>	<b>3.25%</b>	哌拉西林/三唑巴坦	3.21%
左氧氟沙星	3.20%	3.16%	头孢替安	3.02%
<b>哌拉西林钠/舒巴坦钠</b>	<b>2.83%</b>	<b>2.90%</b>	莫西沙星	2.92%
头孢哌酮钠/他唑巴坦钠	2.99%	2.83%	头孢哌酮钠/他唑巴坦钠	2.86%
氨曲南	2.43%	2.67%	氨曲南	2.70%
哌拉西林/三唑巴坦	2.31%	2.66%	伏立康唑	2.61%
舒巴坦钠/头孢哌酮钠	2.58%	2.60%	头孢曲松	2.59%

资料来源：南方所，信达证券研发中心整理

公司与日本明治制果公司达成协议，授权公司在中国大陆生产销售0.5g头孢米诺制剂时使用“美士灵”商标及产品名称，公司需向明治公司支付每支2元的技术及商标使用费用，同时公司也取得了0.5g头孢米诺的单独定价权，与明治制果1.0g进行区分，招标价格上看也明显高出同类竞争对手。

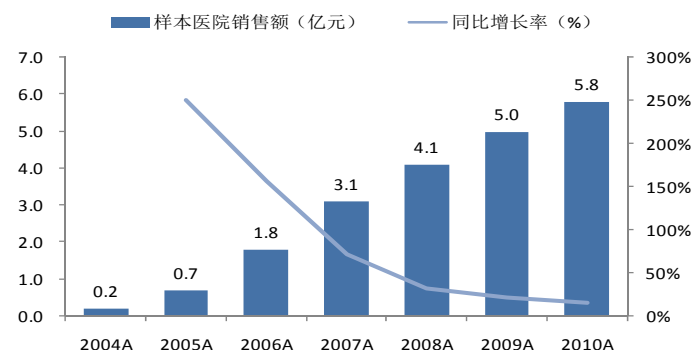
**表 7: 头孢米诺注射液招标价格**

	规格	生产企业	最高零售价(元)	招标价格(元)
单独定价	0.5g	誉衡药业	65.3	56.71
	1.0g	日本明治制果	111	96.52
统一定价	0.5g		24.4	15.75
	1.0g		41.5	26.78

资料来源：信达证券研发中心整理 注：招标价格采用最新的价格

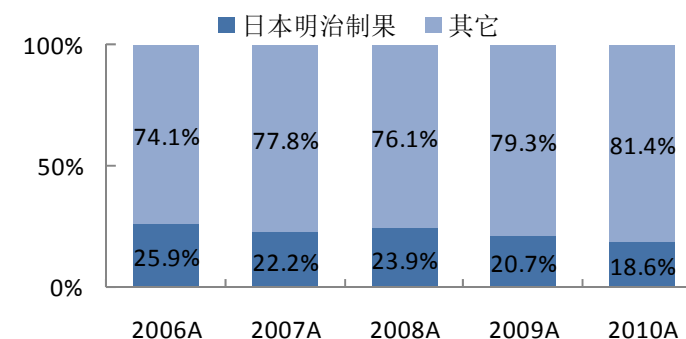
头孢米诺整体市场涨幅基本趋于平缓，公司未来将主要依靠自身的定价优势不断蚕食其它竞争对手的市场份额，目前公司的原料问题已经解决，2012年出货估计达到五百万支左右的水平，随着明年进入更多省份的中标目录，预计销售将会放量。

图 12: 样本医院头孢米诺销售额



资料来源：南方所，信达证券研发中心整理

图 13: 样本医院头孢米诺明治制果市场份额



资料来源：南方所，信达证券研发中心整理

## 2、代理产品—脱氧核苷酸钠、氯吡格雷有望放量

公司目前拥有多项产品的全国代理权，主要是通过全资子公司经纬医药进行代理销售，既有经营了几年的老产品，也有刚签订合同的新产品，其中几个产品可能会有大作为。

### 脱氧核苷酸钠注射液

脱氧核苷酸钠是一种复方制剂，其组分为脱氧核糖胞嘧啶核苷酸、脱氧核糖腺嘌呤核苷酸、脱氧核糖胸腺嘧啶核苷酸及脱氧核糖鸟嘌呤核苷酸钠盐，主要用于急、慢性肝炎，白细胞减少症，血小板减少症及再生障碍性贫血等的辅助治疗。

公司与北京赛升药业签订了代理销售合同，目前国内只有北京赛升和丽珠集团两家生产商，其中北京赛升的市场占有率常年维持在 95%以上。2012 年公司代理的脱氧核苷酸钠注射液预计销售收入涨幅超过 200%。

### 氯吡格雷

氯吡格雷用于预防和治疗因血小板高聚集状态引起的心、脑及其它动脉的循环障碍疾病。

公司于河南新帅克签订了 75mg 硫酸氢氯吡格雷的全国独家经销权，目前新帅克的产品已经拿到了药监局的批件，在新的安徽县级医院中标价 39.3 元（75mg，7 片/盒），信立泰的产品没有中标。但是价格几乎是信立泰在其他省中标价的一半。未来公司的氯吡格雷受益于医保控费等原因，可能会加速进口替代，但是过低的中标价格对公司的利润可能会造成一定冲击。同时我们也更关注这次招标对公司在其他省的非基药招标有没有影响。



### 3、在研产品—银杏内酯 B、秦龙苦素市场前景广阔

#### 银杏内酯 B——成分单一明确

我国自古以来就有银杏叶入药的记载，银杏叶“归肺经，能敛肺平喘，益心止痛”。20世纪70年代欧洲部分国家开始萃取银杏叶提取物（EGb）并开发成相应制剂，治疗中枢外周血流紊乱和脑血管动脉粥样硬化，用量逐年增加。这类药品在治疗心脑血管疾病方面显示出了独特的疗效，经过多年的临床应用，其安全性和有效性已经得到了广泛认可。

银杏叶的成分较为复杂，主要的活性成分为萜内酯化合物和黄酮类化合物。萜内酯类化合物包括倍半萜内酯和二萜内酯，其中二萜内酯包括银杏内酯 A、B、C、J 和 M，均为血小板活化因子拮抗剂。其中银杏内酯 B 的活性最强，在 EGb 中占 6% 左右，在总内酯中占 20%-45%。我国银杏资源丰富，安徽、江苏、山东等十几个省都生产银杏，年产银杏干叶约 3 万吨。由于银杏叶提取物是我国目前原药材深加工的主流产品，国内生产厂家有上百家，年产 EGb 超过 500 吨。

根据目前国内已经上市及报批的银杏类制剂，分为口服和注射剂两大类，其中注射剂大致可以分为三个质量层次。

**表 8：银杏制剂发展历程**

	主要成分	主要品种	主要生产企业
第一代	银杏叶提取物（包括内酯、黄酮及其它成分）	舒血宁注射液 银杏达莫注射液 银杏叶提取物注射液（金纳多）	神威药业（3-4 亿）、珍宝岛（3-4 亿）、华润双鹤（1.5 亿） 益佰制药（4.2 亿） 德国威玛舒培博士大药厂
第二代	银杏内酯（包括倍半萜内酯和二萜内酯）	银杏内酯注射液 银杏二萜内酯注射液	成都百裕（第一家，2011 年 10 月获批） 康缘药业（第一家，2012 年 11 月获批）
第三代	银杏内酯 B（活性最强）	银杏内酯 B 注射液	誉衡药业（预计 2013 年底达到批件）

资料来源：信达证券研发中心整理

银杏内酯 B 是公司的子公司广州新花城承继了花城制药与三零一医院、拓峰生物签订的《技术转让合同》，获得了银杏内酯 B 注射液相关技术及知识产权的所有权、使用权，以及全国范围内独占的生产权。公司的银杏内酯 B 注射液为单一成分注射液，纯度达到 97.5%-98%，不含黄酮。目前项目已经完成 3 期临床，已经报送评审中心。由于是单一成分注射液，拿到 SFDA 批件是大概率事件，预计时间在 2013 年底到 2014 年初。

#### 秦龙苦素——中药一类新药

秦艽药材主要产于我国陕西地区，西北大学孙文基教授对此有深入研究，并且开发出了相关药物。他从秦艽中分离得到龙胆总苷，制成胶囊剂即中药 V 类新药艽龙胶囊（西安正大制药）；然后从龙胆总苷中分离纯化龙胆苦苷即秦龙苦素，属于中药 I 类新药，具有保肝、利胆、抗炎、抗乙肝病毒作用。

2009 年公司以 5000 万的价格（已付 2500 万）获得秦龙苦素及注射用秦龙苦素的独家技术转让，目前正在进行 III 期临床总结及申报资料整理，从有效性及安全性上来看，目前誉衡药业的产品属于领先地位，2013 年上市后预计很快将占领一定的市场份额。从公开的数据来看，目前临床未发现不良反应，II 期结果显示其对降低病人黄疸症状优于对照品（茵栀黄注射液）。按照目前的进度，我们预计上市日期要比银杏内酯 B 注射液晚一年左右，即 2014 年底到 2015 年初左右，短期内不会对公司业绩带来影响。

#### 四、现金充足加速并购—收购哈尔滨蒲公英药业

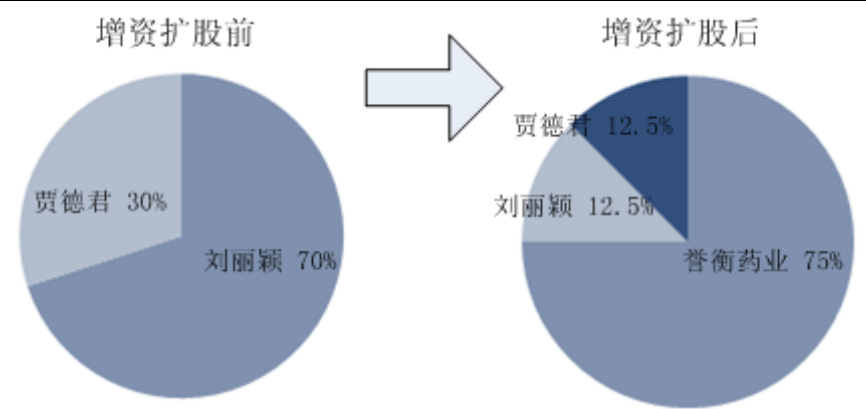
公司 2010 年上市时募集了大约 17 个亿的资金，根据目前公司公布的超额募集资金使用计划，大概还能结余 8 亿左右的资金。截止到 2012 年 3 季度末，公司货币资金达到 13.2 亿，占总资产的 52%，同时公司还于 2012 年 8 月获批了 8 亿额度的公司债，有效期两年。公司手握如此大规模的现金，我们预计公司将要进行一系列并购活动来提高资金利用率，而且目前已有相关迹象表明公司正朝这方面努力。

公司 2012 年新聘了具有多年 PE 经验的胡总担任副总裁，目前公司最大的拟投项目就是哈尔滨蒲公英药业。从这次收购来看，公司倾向于收购具有品种优势的企业，并且在短期内能迅速给公司带来业绩。

##### 收购哈尔滨蒲公英药业

公司拟使用超募资金 2.1 亿对蒲公英药业进行增资扩股，包括首次增资款 17250 万元以及主要产品（安脑丸、安脑片）进入新版国家基药目录后再次支付的 3750 万元两部分。交易完成后，公司将持有 75% 的股权。

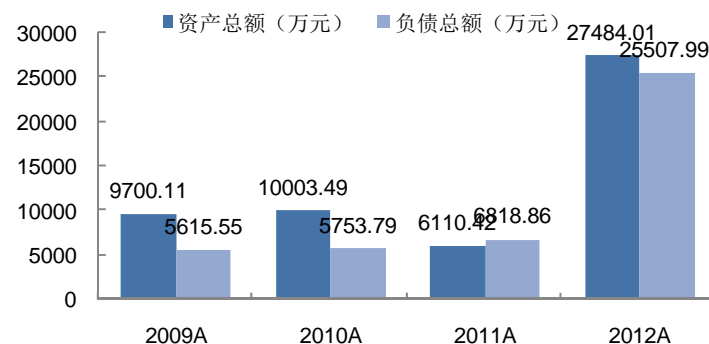
图 14：蒲公英药业股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

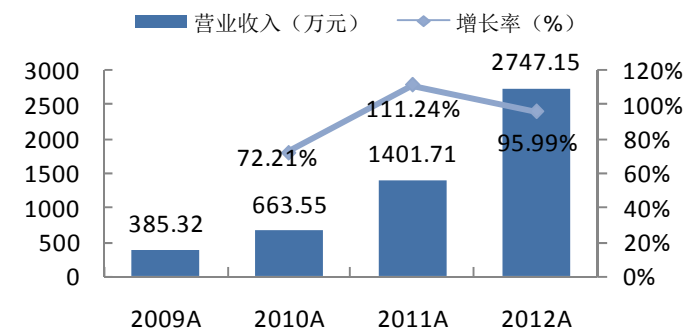
蒲公英药业是黑龙江省高新技术企业及重点中药生产企业，前身是黑龙江路神集团制药有限公司，注册资本 4000 万元，有 4 个生产车间和一个中心化验室。公司于 2011 年 11 月通过 GMP 延续认证，有效期至 2015 年 2 月，但是尚未通过新版 GMP 认证，公司计划于 2013 年 9 月开始申报。

图 15: 蒲公英药业资产负债情况 (截止 2012 年 10 月)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 16: 蒲公英药业收益情况 (截止 2012 年 10 月)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

2012 年资产负债大幅增加原因: 蒲公英药业原大股东刘丽颖一次性将所持有的 15 项专利权及专利申请权作价 1.85 亿转让给蒲公英药业。公司近几年营业收入保持 100% 的快速增长, 虽然 2011、2012 年净利润为负, 主要原因是将当年应费用化的待摊费用、无法收回的债权计入损益导致。因此从公司的实际经营情况来看, 还是保持快速增长的态势。

蒲公英药业的主要产品安脑丸(片)属于独家品种, 进入了国家医保乙类, 2002 年正式获批, 主要成分是人工牛黄、水牛角浓缩粉、猪胆汁粉、黄连、黄芩等十五味中药。它是一种脑血管疾病用药, 主治清热解毒、醒脑安神、豁痰开窍、镇惊熄风。安脑丸是安宫牛黄丸的替代产品, 并连续三次被评为中医医院急诊必备用药。

#### 安脑丸(片)的竞争优势:

- 1、属于心脑血管疾病用药, 独家品种。目前进入国家乙类医保, 极有可能进入新一版的国家基药目录。未来销量将受益于基药目录使用范围和比例的扩大。
- 2、处方设计上在参考同类药品的基础上, 避免使用犀角、麝香、牛黄等珍稀中药材。作为安宫牛黄丸的替代品种, 是目前中医医院的急诊必备用药。

蒲公英药业的优势品种安脑丸(片)加上誉衡药业在全国的销售网络和渠道, 我们认为具备长期持续的销售和利润的增长。公司预测 2013 年-2015 年的净利润能够达到 1500 万、2000 万和 3000 万。

## 五、大股东增持

2012年11月,公司第二大股东 Yu Heng International Investments Corporation (誉衡国际投资有限公司)与公司股东 Oriental Keystone Investment Limited (健康科技投资有限公司)达成协议,计划通过收购健康科技股权的方式间接增持公司股票。目前健康科技持有誉衡药业 6,997,085 股,占公司总股本的 2.499%。最终双方协商定为 **17.15 元/股**,交易总金额约合人民币 1.2 亿元,资金来源于誉衡国际自有资金及自筹资金。

由于公司前两大股东的控制人均是公司管理层,因此本次收购实际上就是公司大股东对公司的间接增持行为。一方面避免了健康科技投资有限公司不断减持对公司股价造成的冲击,另一方面也说明了管理层对于公司未来业绩的信心。

## 六、盈利预测、估值与投资建议

### 关键假设:

- 1、鹿瓜多肽未来招标价格维持稳定;
- 2、部分产品如头孢米诺、氯吡格雷顺利进入各省中标目录;
- 3、暂不考虑蒲公英药业并表后的影响。

### 1、未来三年分产品收入预测

公司的收入主要分为自产和代理两大领域。

表 9: 公司分产品收入预测

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
鹿瓜多肽注射液	收入(百万元)	216.73	197.92	267.19	333.98	417.48
	增长率(%)	24.81%	-8.68%	35.00%	25.00%	25.00%
注射用盐酸吉西他滨	收入(百万元)	40.78	36.00	39.60	42.77	44.91
	增长率(%)	7.02%	-11.71%	10.00%	8.00%	5.00%
头孢米诺	收入(百万元)			48.00	96.00	144.00
	增长率(%)				100%	50%
其他(销售自产产品)	收入(百万元)	29.18	43.88	87.76	131.64	171.13
	增长率(%)	8.56%	50.38%	100.00%	50.00%	30.00%

代理产品	收入 (百万元)	283.08	264.86	225.26	236.81	261.06
	增长率 (%)	52.12%	-6.43%	-14.95%	5.13%	10.24%
委托研发项目	收入 (百万元)	2.90		2.00	2.00	2.00
	增长率 (%)	30.16%				
临床试验项目	收入 (百万元)	2.79	3.70	3.70	3.70	3.70
	增长率 (%)	-6.69%	32.92%			
合计	收入 (百万元)	575.45	546.36	673.51	846.91	1,044.28
	增长率 (%)	33.85%	-5.05%	23.27%	25.74%	23.31%
	毛利率 (%)	53.21%	48.63%	60.30%	59.73%	60.37%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

我们预测公司 2012-2014 年的销售收入分别 673.51、846.91 和 1044.28 百万元,对应的增长率为 23.27%、25.74%和 23.31%;净利润分别为 142.59、159.08 和 183.76 百万元,增长率为 22.03%、11.56%和 15.51%,对应的 EPS 分别是 0.51 元、0.57 元和 0.66 元。

## 2、公司估值

### 绝对估值

由于公司的盈余现金较大,我们对公司目前的经营价值及盈余现金分开估值,用股权自由现金流法,参照下表的假设,我们预测公司合理估值为 28.35 元,其中盈余现金的价值约为 5.02 元。对股权资本成本和永续增长率进行敏感性分析,我们估算公司合理估值区间在 26.12~30.92 元之间。

表 10: 关键假设及估值结果

行业平均资产 Beta	0.93	股权资本成本					
股票 Beta	0.93	9.00%	10.00%	10.19%	10.50%	11.00%	
无风险利率	3.70%	0.00%	28.88	26.20	25.75	25.06	24.03
市场收益率	10.70%	1.00%	30.55	<b>27.42</b>	<b>26.91</b>	<b>26.12</b>	24.95
风险收益率	6.49%	2.00%	32.68	<b>28.96</b>	<b>28.35</b>	<b>27.43</b>	26.08
永续增长率(TV)	2.00%	3.00%	35.53	<b>30.92</b>	<b>30.20</b>	<b>29.09</b>	27.49
股权资本成本	10.19%	4.00%	39.52	33.55	32.64	31.26	29.31

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

### 相对估值

公司主要从事化学药品及注射剂的生产销售，我们参考目前 A 股同类型的上市公司，同时考虑到公司大量盈余现金未来并购活动对公司业绩的提升，我们认为公司的合理 PE 区间应该位于行业的高点，按 2013 年 PE 计算应该在 40~42 之间，对应的估值区间在 22.80~23.94 元。

表 11: 相关上市公司平均估值

证券代码	证券简称	2011A	2012E	2013E
600594.SH	益佰制药	28.88	26.65	21.41
002294.SZ	信立泰	34.50	32.19	25.29
600572.SH	康恩贝	37.32	31.58	24.37
600557.SH	康缘药业	43.87	37.38	27.58
002390.SZ	信邦制药	59.09	51.20	40.81
平均值		40.73	35.80	27.89

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

### 3、估值结论及投资评级

综合考虑两种估值结果，公司合理估值区间在 23.94~30.92 之间，取中值给予六个月目标价 27.43 元。我们认为，公司无论是现有的在研品种，还是外延扩张带来的规模扩大，未来几年都有很大的发展前景，因此我们首次覆盖给予“买入”评级。

## 七、风险因素

- 1、盈余现金利用效率低下；
- 2、新并购企业收入利润不及预期；
- 3、新产品审批进度低于预期



## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,835.45	1,819.35	1,780.66	2,175.53	2,758.96
现金	1,538.32	1,453.52	1,439.13	1,764.18	2,278.04
应收账款	0.30	2.88	3.57	4.49	5.53
其它应收款	18.22	3.19	12.63	15.88	19.58
预付账款	148.54	200.04	169.04	215.65	261.68
存货	53.26	72.47	69.04	88.08	106.88
其他	76.80	87.25	87.25	87.25	87.25
非流动资产	359.02	492.90	685.72	866.34	884.10
长期投资	69.23	1.08	1.08	1.08	1.08
固定资产	223.21	231.11	300.61	538.81	676.69
无形资产	25.05	53.40	68.49	82.46	97.39
其他	41.52	207.31	315.53	243.99	108.94
资产总计	2,194.47	2,312.25	2,466.37	3,041.87	3,643.06
流动负债	73.73	81.27	92.48	108.45	125.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	12.67	30.42	28.98	36.97	44.86
其他	61.06	50.86	63.50	71.48	80.44
非流动负债	0.00	33.63	33.63	433.63	833.63
长期借款	0.00	30.00	30.00	30.00	30.00
其他	0.00	3.63	3.63	403.63	803.63
负债合计	73.73	114.91	126.11	542.08	958.93
少数股东权益	0.00	29.26	29.26	29.26	29.26
归属母公司股东权益	2,120.74	2,168.09	2,311.01	2,470.53	2,654.88
负债和股东权益	2194.47	2312.25	2466.37	3041.87	3643.06

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	575.45	546.36	673.51	846.91	1,044.28
同比	33.85%	-5.05%	23.27%	25.74%	23.31%
归属母公司净利润	154.71	116.85	142.91	159.53	184.35
同比	18.80%	-24.47%	22.31%	11.62%	15.56%
毛利率	53.21%	48.63%	60.30%	59.73%	60.37%
ROE	7.30%	5.39%	6.18%	6.46%	6.94%
每股收益(元)	0.55	0.42	0.51	0.57	0.66
P/E	36.7	48.6	39.8	35.6	30.8
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	6.49	27.64	21.71	18.08	13.82

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	575.45	546.36	673.51	846.91	1,044.28
营业成本	269.23	280.64	267.35	341.09	413.89
营业税金及附加	2.24	4.32	4.58	5.76	7.10
营业费用	55.81	51.71	129.58	162.94	200.92
管理费用	65.41	98.10	127.70	160.57	198.00
财务费用	0.55	-27.25	-24.27	-11.98	6.19
资产减值损失	-0.44	-0.90	-0.25	-0.32	-0.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.43	-1.11	-0.99	-1.18	-1.09
营业利润	181.21	138.63	167.83	187.67	217.48
营业外收入	1.90	0.22	1.11	1.08	0.80
营业外支出	0.05	2.34	0.80	1.07	1.41
利润总额	183.06	136.51	168.13	187.68	216.88
所得税	28.35	20.00	25.22	28.15	32.53
净利润	154.71	116.51	142.91	159.53	184.35
少数股东损益	0.00	-0.34	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	154.71	116.85	142.91	159.53	184.35
EBITDA	200.98	154.14	196.94	240.61	306.54
EPS (摊薄)	0.55	0.42	0.51	0.57	0.66

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	112.59	128.61	208.25	159.82	222.42
净利润	154.71	116.51	142.91	159.53	184.35
折旧摊销	17.01	22.31	27.00	39.13	51.86
财务费用	0.91	-4.68	1.80	13.80	37.80
投资损失	0.00	1.43	1.11	0.99	1.18
营运资金变动	-71.11	-5.65	35.76	-53.54	-52.34
其它	9.65	-1.00	-0.22	-0.28	-0.34
投资活动现金流	-240.88	-180.09	-220.83	-220.98	-70.76
资本支出	-240.88	-166.83	-219.85	-219.80	-69.66
长期投资	0.00	-13.26	-0.99	-1.18	-1.09
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,578.64	-35.32	-1.80	386.20	362.20
短期借款	1,688.25	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-92.00	30.00	0.00	400.00	400.00
其他	3.69	70.00	1.80	13.80	37.80
现金净增加额	1450.36	-86.80	-14.39	325.04	513.86

## 分析师简介

李惜浣，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究发展中心，从事医药行业研究。

## 生物医药行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
康美药业	600518	誉衡药业	002437	天坛生物	600161	华海药业	600521
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	新华医疗	600587	华兰生物	002007
同仁堂	600085	昆明制药	600422	长春高新	000661	羚锐制药	600285

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：**股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：**股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：**股价相对基准波动在±5% 之间；

**卖出：**股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：**行业指数超越基准；

**中性：**行业指数与基准基本持平；

**看淡：**行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。