

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

誉衡药业 (002437)

重大事件快评

推荐

(调高评级)

2014年01月14日

并购上海华拓，优化产品线

证券分析师： 胡博新 证券分析师： 丁丹 证券分析师： 贺平鸽	0755-82133263 0755-82139908 0755-82133396	hubx@guosen.com.cn dingdan@guosen.com.cn hepg@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512060001 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120006 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026
--	---	---	---

事项：

公告：以 69835.76 万元收购上海华拓医药科技发展股份有限公司（以下简称“上海华拓”）62% 股权。与韩国保宁制药公司签订非马沙坦中国大陆地区许可及供货协议。

国信观点：公司在营销方面具有较突出实力，但一直缺乏重磅产品。自有产品线仅有鹿瓜多肽一个过亿品种，市场范畴局限于骨科等相对狭窄的领域，而且近几年因销售调整增长缓慢。其他品种如头孢米诺受限抗制约，吉西他滨也受降价影响，增长并不明确。此次并购上海华拓后公司获得磷酸肌酸钠这一重磅品种，心血管产品线将迅速丰富，构成强力新增长点。前期并购蒲公英药业，储备了安脑丸等心脑血管品种，自主研发的银杏内酯 B（未来潜力销售额超 10 亿）已经过专家评审会，预计 1 季度出结果，未来上市将全面提升自身产品线厚度。

考虑上海华拓并表，预计 13~15 年 EPS 为 0.82/1.37/1.75 元，对应 PE 50x/30x/24x，依靠外延并购和自身的研发储备，2014 年起公司产品结构将有巨大变化，业绩增速和估值水平打开空间，上调中长线投资评级至“推荐”。

评论：

■ 并购上海华拓，获心血管重磅品种

大市场中的大品种。上海华拓核心产品为注射用磷酸肌酸钠，该品种为心肌保护剂，主要用于心脏手术中保护以及心肌梗塞的治疗，1997 年由原研企业意大利阿尔法韦士曼公司引入，目前在心脑血管西药品种位居前 3 位，终端市场总量约 30 亿元。。对比同类桂哌齐特与前列地尔等品种，磷酸肌酸钠的安全性高，副反应少，近年来在学术推广带动下增长迅速，12 年样本医院增速 47%。

表 1：2011 年医院终端心血管系统药物销售额 TOP5 品种份额

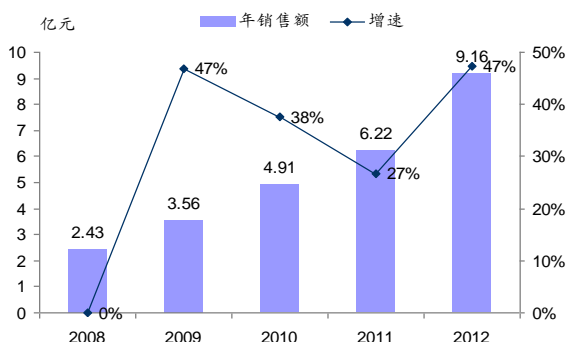
2011 年排位	通用名	2011 年份额	2010 年份额
1	前列地尔	7.45%	6.00%
2	磷酸肌酸	6.01%	4.76%
3	复合辅酶	5.40%	4.93%
4	阿托伐他汀	5.12%	4.48%
5	氨氯地平	3.85%	4.04%

资料来源：CFDA 南方所，国信证券经济研究所

医保扩容带来继续放量。目前磷酸肌酸钠仅纳入了 12 个省份的城镇居民与职工医保（广东、广西、青海、江西、山西、河南、福建、黑龙江等）和新农合（贵州、河南、广西、内蒙、青海等），而北京，上海等核心省份尚未列入。14~15 年即将进行新版医保目录的扩容。磷酸肌酸疗效确切，价格合理（日均费用 120~250 元），被纳入的可能性高。考虑北京等重点省份，纳入医保后磷酸肌酸市场有望继续放量。此外磷酸肌酸作为细胞功能保护剂，新适应症也在逐步拓宽，具备成为全科用药的潜力。

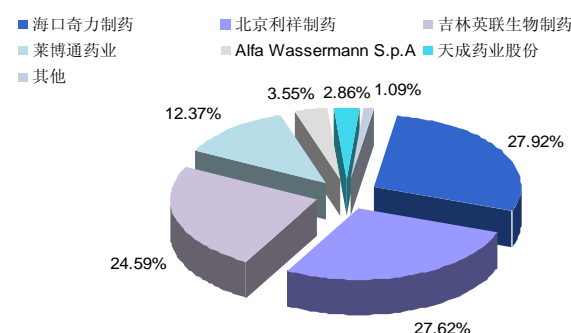
华拓具备原料优势。磷酸肌酸原料药制备具有一定门槛，目前拥有制剂批文的企业只有 5 家，其中河北天成无原料药批件。上海华拓子公司莱博通的销售一直增长稳定，2012 年样本医院市场份额为 13.47%。上海华拓的优势在于原料药工艺稳定，目前正与原研企业合作原料药生产，已处于认证阶段，而最主要竞争对手北京利翔因原料问题，近期已出现供货不足，为上海华拓进一步抢占市场创造机遇。

图 1: 注射用磷酸肌酸样本医院市场增长



资料来源: CFDA 南方所、国信证券经济研究所

图 2: 注射用磷酸肌酸竞争格局



资料来源: CFDA 南方所、国信证券经济研究所

有望迅速做大心血管产品线。公司原有产品缺乏面向大市场的重磅品种，并购上海华拓后，磷酸肌酸将迅速壮大公司心血管产品线，并与新并购获得的安脑丸，即将获批的银杏内酯 B 形成市场协同。目前上海华拓的磷酸肌酸继续由南京万川总代销售，公司辅助市场推广。

■ 预计 1 季度完成大部分收购，显著增厚业绩

此次公告已经协定的股权比例为 62%，公司将对剩余股权继续谈判收购，预计在召开股东会前，争取 80-90% 的股权收购比例，在 1 季度完成收购并表。2012 年上海华拓净利润为 5249.68，2013 年预计 8500 万左右。此次收购对部分股东有业绩承诺：14/15/16 年净利润不低于 10625/13281/16601 万元，相当于复合增长率 25%。

对 62% 股权合计收购价格 6.98 亿元，相对于 14 年 PE 11 倍，剩余股权收购价格预计一致。若收购股权增至 90%，考虑财务利息，预计增厚 14 年净利润 7500 万，EPS 0.20 元。

■ 与韩国保宁制药合作，布局长期品种

此次合作的品种为非马沙坦，是韩国过去十五年中原研药销售排名第一的品种，目前在在十三个国家销售，销售约为 1.15 亿美元。公司同时从韩国保宁制药进口非马沙坦制剂及原料药，其中制剂进口申报预计 3-4 年完成，以自己原料药生产申报仿制药预计需要更长的时间。

■ 研发产品即将进入收获期

公司在研产品丰富，目前进入申报环节的产品就有 20 余个，多个核心产品有望在 1-2 年内获批。其中银杏内酯 B 以 1 类新药申报，13 年 11 月过药品专家评审会，按照新药进度，预计 2 月份 CDE 出评审结果，有望年内获得新药证书及生产批文。

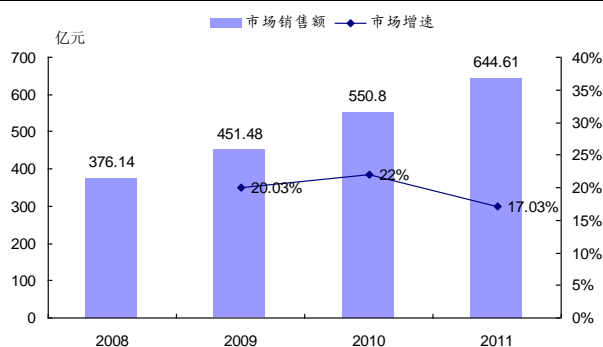
表 2: 誉衡药业重点在审批品种

在研品种	医疗效果和适用领域	注册分类	目前进度
银杏内酯 B 注射剂	心脑血管用药	中药 1 类	过审批会，等待结果
注射用秦龙苦素	肝病用药	中药 1 类	III 期临床总结及申报资料整理
美迪替尼	抗肿瘤药	化药 1 类	临床前补充资料的申请，待审批
硝酸芬替康唑栓	外用抗真菌 (妇科)	化学 3.1 类	已获得临床批件
布洛芬注射液	止痛药	化学 3 类	已申报至国家药监局
雌二醇左炔诺孕酮片	避孕药	化学 6 类	在评审
法舒地尔注射液	脑血管用药	化学 6 类	在评审
米诺磷酸片	骨质疏松	化学 3.1 类	在评审

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

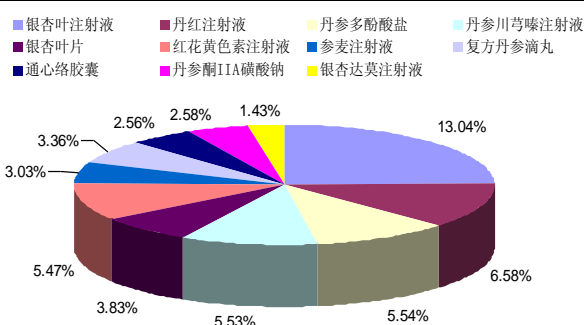
银杏内酯 B 具备 10 亿潜力。银杏内酯 B 为银杏提取物中，最有效的血小板活化因子拮抗剂，对心脑血管疾病，老年痴呆症等具有显著的疗效。目前已上市的银杏类制剂以复合物为主，市场总量预计超过 3 亿支，代表品种如舒血宁，09 年神药药业舒血宁销售额已突破 2 亿元(2ml 规格中标价 7~10 元，销量超过 5000 万支)。近期上市的成都百裕(10mg/2ml)和康缘药业(25mg/5ml)银杏内酯提取物定价分别为 148 元和 500 元。预计银杏内酯 B 作为单一组分(纯度超过 97%)，作用机理明确，安全性高，上市也会获得比较高的价格，市场销售有望超 10 亿元。

图 3: 08~11 年心脑血管中成药市场规模



资料来源: CFDA 南方所、国信证券经济研究所

图 4: 12 年样本医院心血管中成药市场份额



资料来源: CFDA 南方所、国信证券经济研究所

秦龙苦素即将报生产。注射用秦龙苦素为秦艽提取物龙胆苦苷的冻干粉针，用于黄疸型病毒性肝炎治疗。作为国家 1 类新药，十二五重大新药专项，目前秦龙苦素已完成三期临床，正在进行临床总结及申报资料整理，预计年内申报生产批件。2010 年中国肝病用药市场规模约为 183 亿元，其中较大的中药保肝药系列有如多烯磷脂酰胆碱、甘草酸和水飞蓟素等。秦龙苦素的安全性高，降酶效果显著，而且作为 1 类新药定价将会有显著优势。04 年正大天晴的甘利欣(甘草酸二铵)销售曾超过 3 亿元，未来秦龙苦素上市后，销售额有望超过 5 亿元。

美迪替尼是未来的重磅品种。美迪替尼是新一代的多靶点酪氨酸激酶抑制剂，拟适应症为慢性髓性白血病(CML)以及对伊马替尼耐药的 CML 患者，急性髓性白血病、急性淋巴性白血病、胃肠间质瘤、隆突性皮肤瘤、肥大细胞瘤等。同类小分子靶向药物销售如伊马替尼国内销售额已超过 3 亿元。目前美迪替尼已获得临床批件，预计 3~5 年左右完成临床试验。

■ 代理业务短期弹性看氯吡格雷

公司子公司经纬医药负责品种的代理销售，12 年销售额 2.21 亿元，主导品种为 DNA 等。13 年 1 月经纬医药与河南帅克合作(帅克已被乐普医疗收购)，获得帅信(硫酸氢氯吡格雷片 75mg)全国总代理销售权，目前帅信(75mg)已在北京和安徽等省份中标，其中北京的中标价格为 77.4 元(75mg*10)，略低于信立泰的泰嘉，而进口的赛诺菲未中标。如果未来北京医院市场与基层市场基药上下联动调整价格，外资有可能退出并让出大部分市场，帅信的增长弹性将非常大。

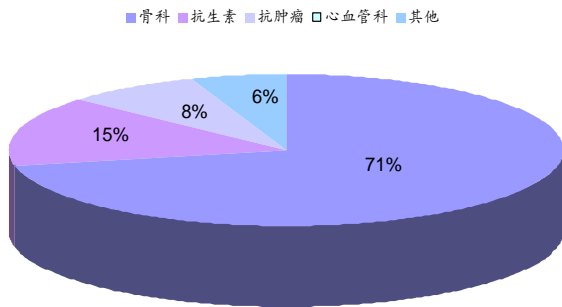
■ 产品结构发生重大变化，上调投资评级至“推荐”

公司自身营销具有较突出实力，但一直缺乏重磅产品。自有产品线仅有鹿瓜多肽一个过亿品种，市场范畴局限于骨科等相对狭窄的领域，而且近几年因销售调整增长缓慢。其他品种如头孢米诺受限抗制约，吉西他滨也受降价影响，增长并不明确。此次并购上海华拓后公司获得磷酸肌酸钠这一重磅品种，心血管产品线将迅速丰富，构成强力新增长点。

公司前期并购蒲公英药业，储备了安脑丸等心脑血管品种，自主研发的银杏内酯 B(未来潜力销售额超 10 亿)已经过专家评审会，预计 1 季度出结果，上市后将全面提升自身产品线厚度。

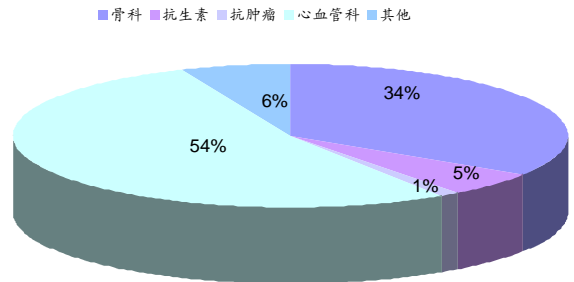
考虑上海华拓并表，我们预计公司 13~15 年 EPS 为 0.82/1.37/1.75 元，对应 PE 50x/30x/24x，依靠外延并购和自身的研发储备，2014 年起公司产品结构将有巨大变化，业绩增速和估值水平具有提升空间，上调公司至“推荐”评级。

图 5: 2012 年誉衡药业产品所属市场构成



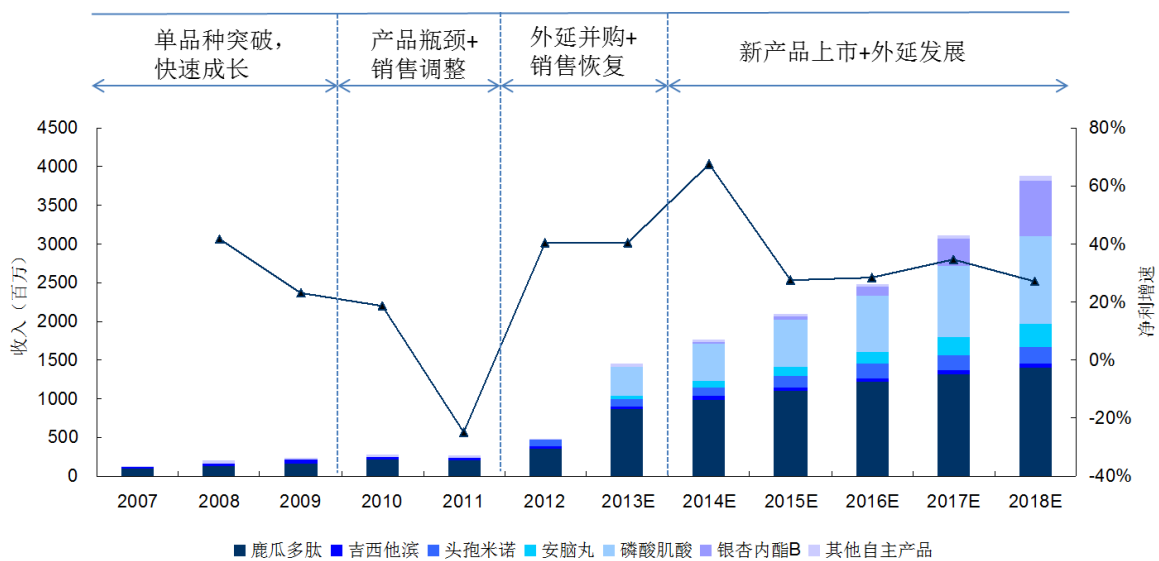
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 6: 2018 年誉衡药业产品所属市场构成预测



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 7: 誉衡药业分产品收入预测及净利增速发展阶段



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

表 3: 誉衡药业分产品收入预测

单位: 百万	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
1. 自主产品								
收入	200	238	285	234	487	1154	1864	2207
收入增长率	52.7%	19.4%	19.3%	-17.8%	108.0%	137.2%	61.5%	18.4%
毛利率	78.94%	81.46%	79.57%	87.38%	82.91%	87.44%	85.84%	86.47%
1.1 鹿瓜多肽								
收入	139	173	217	198	348	860	989	1108
收入增长率	51%	24%	25%	-9%	76%	147%	15%	12%
1.2 吉西他滨								
收入	35	38	41	36	38	40	42	44
收入增长率	71.5%	8.6%	7.0%	-11.7%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
1.3 头孢米诺								
收入					72	95	120	150
收入增长率						31%	26%	25%
1.4 蒲公英药业								
收入						45	80	110
收入增长率						50%	78%	38%

1.5 澳诺						87	97	109
收入增长率							12%	12%
1.5 上海华拓							479	599
收入增长率							26%	25%
1.6 银杏内酯 B							30	60
收入增长率								100%
2. 代理产品								
收入	75	186	283	309	221	281	385	455
收入增长率	126.6%	147.1%	52.2%	9.1%	-28.5%	27.1%	37.3%	18.2%
毛利率	24.2%	24.8%	26.0%	26.9%	27.7%	26.4%	27.5%	27.6%
3. 研究服务								
收入	1	5	6	4	3	3	4	4
收入增长率	434.6%	611.7%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	7.8%	38.6%	41.5%	5.9%	-14.8%	-14.8%	-14.8%	-14.8%
收入合计								
收入	276	430	575	546	711	1438	2253	2666
收入增长率	67.9%	56.0%	17.8%	-5.1%	30.1%	102.2%	56.7%	18.3%
毛利率	63.5%	56.0%	52.8%	48.6%	63.6%	75.3%	75.7%	76.3%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1263	1530	1577	1885
应收款项	169	236	370	438
存货净额	68	62	99	115
其他流动资产	328	538	843	997
流动资产合计	1907	2446	2969	3515
固定资产	507	556	539	518
无形资产及其他	62	60	57	55
投资性房地产	84	84	84	84
长期股权投资	5	(35)	(35)	(35)
资产总计	2565	3111	3613	4137
短期借款及交易性金融负债	10	250	250	250
应付款项	35	36	57	67
其他流动负债	141	211	323	377
流动负债合计	187	496	630	694
长期借款及应付债券	15	15	15	15
其他长期负债	2	22	42	62
长期负债合计	17	37	57	77
负债合计	204	533	687	771
少数股东权益	28	26	10	(15)
股东权益	2333	2551	2916	3382
负债和股东权益总计	2565	3111	3613	4137

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.59	0.82	1.37	1.75
每股红利	0.01	0.04	0.07	0.09
每股净资产	8.33	9.11	10.42	12.08
ROIC	6%	7%	11%	14%
ROE	7%	9%	13%	14%
毛利率	64%	75%	76%	76%
EBIT Margin	22%	15%	17%	19%
EBITDA Margin	26%	18%	20%	21%
收入增长	30%	102%	57%	18%
净利润增长率	41%	39%	67%	27%
资产负债率	9%	18%	19%	18%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	70.7	50.7	30.3	23.8
P/B	5.0	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	64.1	46.7	27.6	22.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	711	1438	2253	2666
营业成本	259	356	547	633
营业税金及附加	10	14	23	27
销售费用	162	719	1088	1266
管理费用	122	139	205	242
财务费用	(35)	(14)	9	9
投资收益	5	1	(1)	(1)
资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	198	223	377	486
营业外净收支	2	45	55	60
利润总额	199	268	432	546
所得税费用	36	40	65	82
少数股东损益	(1)	(2)	(17)	(26)
归属于母公司净利润	165	230	384	490

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	165	230	384	490
资产减值准备	2	0	0	0
折旧摊销	26	51	58	61
公允价值变动损失	2	2	2	2
财务费用	(35)	(14)	9	9
营运资本变动	(121)	(182)	(322)	(155)
其它	(4)	(2)	(17)	(25)
经营活动现金流	71	99	106	372
资本开支	(157)	(100)	(40)	(40)
其它投资现金流	(80)	0	0	0
投资活动现金流	(241)	(60)	(40)	(40)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(15)	0	0	0
支付股利、利息	(2)	(11)	(19)	(24)
其它融资现金流	13	240	0	0
融资活动现金流	(21)	229	(19)	(24)
现金净变动	(191)	268	46	308
货币资金的期初余额	1454	1263	1530	1577
货币资金的期末余额	1263	1530	1577	1885
企业自由现金流	(121)	(52)	27	289
权益自由现金流	(122)	200	19	281

相关研究报告:

- 《誉衡药业-002437-受产品、销售两大瓶颈制约》 —— 2011-10-30
- 《誉衡药业-002437-产品线瓶颈压制业绩》 —— 2011-08-29
- 《誉衡药业-002437-短期产品线瓶颈不改长期发展趋势》 —— 2011-04-22
- 《誉衡药业-002437-平稳业绩，靓丽分红》 —— 2011-02-22
- 《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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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