

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

(维持评级)

2014年07月11日

# 中报业绩再超预期，内生、外延表现俱佳

证券分析师：贺平鹤

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

证券分析师：杜佐远

0755-82130473

duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070001

## 事项：

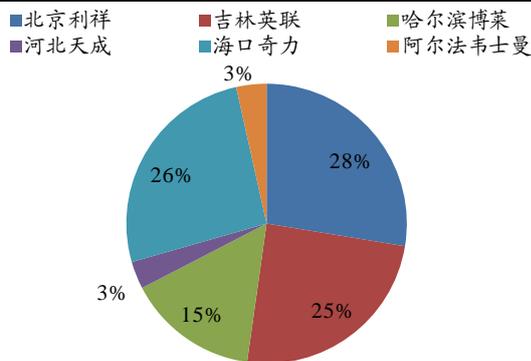
公司发布 2014 年半年度业绩预告修正公告：公司 2014 年一季报预测公司中报净利润增幅区间为 60%-90%，现修正为 100%-130%，对应上半年盈利区间为 1.86 亿元-2.14 亿元。

## 评论：

### ■ 收购华拓、万川的磷酸肌酸钠销售良好，是上半年业绩超预期的重要因素

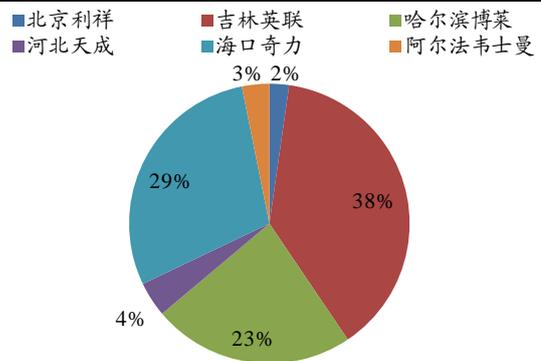
我们预计今年公司磷酸肌酸钠将呈高速增长的态势。2013 年，南京万川共代理销售磷酸肌酸钠约 1200 万克。2014 年，主要竞争对手北京利祥因生产工艺原因未通过新版 GMP 认证（2012 年样本医院市场份额为 28%），此外，公司仍在扩大磷酸肌酸钠的科室推广范围。我们预计今年全年看，公司磷酸肌酸钠销售可能会接近 2000 万克，这也是上半年业绩超预期的重要因素。

图 1：2013 年样本医院磷酸肌酸钠份额按企业分布



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 2：2014Q1 样本医院磷酸肌酸钠份额按企业分布



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

**磷酸肌酸钠是临床必需用药，具备长期成长逻辑。**磷酸肌酸钠作为人体内源性物质，安全性极佳；作为心肌细胞保护剂，临床有效性好。公司未来可能进一步开拓横纹肌保护等领域，作为现有唯一的无氧状态下的细胞保护剂，还将逐步替代三磷酸果糖等供能药物。从华拓、万川的成长逻辑看，2014 年受益于北京利祥停产，2015 年-2020 年可能受益于国家医保目录调整，更长期的逻辑是公司与原研药厂阿尔法-韦士曼各种潜在的合作。

### ■ 安脑丸、氯吡格雷药中标顺利，澳诺今年销售亦超预期

蒲公英的安脑丸适应症广，眩晕麻木、清脑安神、清热解毒、抽搐惊厥等症状均可使用，作为基药独家品种，安脑丸已在北京、广东、山东、上海、吉林、青海等地中标。公司代理乐普 75 mg 的氯吡格雷已经在北京、广东、山东、青海等中标。澳诺制药葡萄糖酸钙锌口服溶液目前供不应求。传统品种鹿瓜多肽保持 15% 增速。

### ■ 银杏内酯 B 注射液预计明年获批，维持“推荐”评级

公司在研产品丰富，重磅品种银杏内酯 B 注射液预计下半年补充资料，明年有望获批。秦龙苦素今年有望申报生产，2016 年有望获批。此外，符合中国国情的布洛芬注射液、多西他赛等产品研发亦进展顺利。

我们将 14/15/16 年 EPS 预测由 1.50/2.20/2.87 元上调至 1.60/2.25/2.93 元，同比增长 98%/41%/30%，目前股价 54.00 元，对应 PE 分别为 34/24/19 倍。公司内生、外延双轮驱动，维持“推荐”评级，一年期合理估值 67.5~78.75 元（15 PE30~35x）。

### ■ 风险提示

并购企业难以有效整合的风险、基药政策执行不力的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	830	300	300	300
应收款项	186	333	496	635
存货净额	121	233	348	461
其他流动资产	121	486	724	928
<b>流动资产合计</b>	<b>1527</b>	<b>1623</b>	<b>2138</b>	<b>2594</b>
固定资产	602	759	902	1016
无形资产及其他	341	328	315	303
投资性房地产	468	468	468	468
长期股权投资	5	1505	1505	1505
<b>资产总计</b>	<b>2943</b>	<b>4683</b>	<b>5328</b>	<b>5886</b>
短期借款及交易性金融负债	0	1211	1222	1136
应付款项	50	93	139	184
其他流动负债	396	545	821	1050
<b>流动负债合计</b>	<b>446</b>	<b>1849</b>	<b>2182</b>	<b>2371</b>
长期借款及应付债券	0	100	120	140
其他长期负债	18	118	218	318
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>218</b>	<b>338</b>	<b>458</b>
<b>负债合计</b>	<b>465</b>	<b>2068</b>	<b>2521</b>	<b>2829</b>
少数股东权益	87	90	93	97
股东权益	2391	2526	2714	2960
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2943</b>	<b>4683</b>	<b>5328</b>	<b>5886</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.81	1.60	2.25	2.93
每股红利	0.60	1.12	1.57	2.05
每股净资产	8.54	9.02	9.69	10.57
ROIC	8%	22%	30%	36%
ROE	9%	18%	23%	28%
毛利率	77%	76%	76%	75%
EBIT Margin	14%	22%	22%	22%
EBITDA Margin	19%	25%	24%	25%
收入增长	84%	86%	49%	28%
净利润增长率	38%	98%	41%	30%
资产负债率	19%	46%	49%	50%
息率	1%	2%	3%	4%
P/E	66.7	33.8	24.0	18.5
P/B	6.3	6.0	5.6	5.1
EV/EBITDA	64.2	28.0	20.0	15.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1308</b>	<b>2431</b>	<b>3620</b>	<b>4638</b>
营业成本	299	588	865	1137
营业税金及附加	21	36	54	70
销售费用	635	970	1455	1855
管理费用	173	293	448	538
财务费用	(18)	28	66	65
投资收益	4	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(1)	15	15	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	201	534	750	976
营业外净收支	68	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>269</b>	<b>534</b>	<b>750</b>	<b>976</b>
所得税费用	40	80	113	146
少数股东损益	3	6	8	10
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>227</b>	<b>448</b>	<b>630</b>	<b>819</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>227</b>	<b>448</b>	<b>630</b>	<b>819</b>
资产减值准备	0	1	0	0
折旧摊销	62	71	86	99
公允价值变动损失	1	(15)	(15)	0
财务费用	(18)	28	66	65
营运资本变动	38	(332)	(93)	(81)
其它	1	2	3	4
<b>经营活动现金流</b>	<b>328</b>	<b>174</b>	<b>611</b>	<b>841</b>
资本开支	(132)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	(190)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(322)</b>	<b>(1701)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(15)	100	20	20
支付股利、利息	(168)	(314)	(441)	(573)
其它融资现金流	(73)	1211	11	(86)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(439)</b>	<b>997</b>	<b>(410)</b>	<b>(640)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(433)</b>	<b>(530)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	1263	830	300	300
货币资金的期末余额	830	300	300	300
企业自由现金流	122	0	470	699
权益自由现金流	34	1287	445	577

## 相关研究报告:

- 《誉衡药业-002437-重大事件快评: 公布股权激励草案, 利好长期发展》 —— 2014-07-10
- 《誉衡药业-002437-重大事件快评: 并购上海华拓, 产品结构优化》 —— 2014-01-14
- 《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

## 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