

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

誉衡药业 (002437)

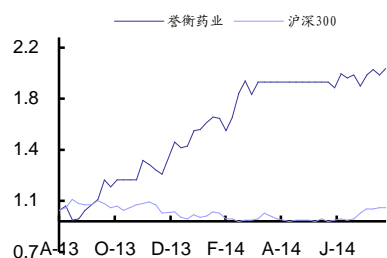
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	280/280
总市值/流通 (百万元)	15,851/15,851
上证综指/深圳成指	2,241/8,059
12 个月最高/最低元)	60.50/25.25

相关研究报告:

- 《誉衡药业-002437-重大事件快评: 中报业绩再超预期, 内生外延表现俱佳》——2014-07-11
- 《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

证券分析师: 张其立

电话: 0755-82139908
E-MAIL: zhangqil@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070004

证券分析师: 贺平鸽

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

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。

财报点评

业绩超预期, 磷酸肌酸钠表现抢眼

● 上半年净利润增速与业绩预告区间一致, 超出此前市场预期

2014 年上半年主营收入 9.07 亿, 同比增长 46.7%; 营业利润 2.36 亿, 同比增长 187.6%; 实现净利润 2.07 亿元, 同比增长 118.7%, 对应 EPS 为 0.72 元, 与公司业绩预告区间一致, 超出此前市场预期。二季度单季度主营收入 6.01 亿, 同比增长 46.9%; 营业利润 1.61 亿, 同比增长 190.8%; 实现净利润 1.35 亿元, 同比增长 88.9%。半年报预计公司 2014 年前三季度净利润增速区间为 110%至 140%, 超过我们与市场的预期。

● 安脑丸 (片)、氯吡格雷等新进基药品种均高速增长

① 鹿瓜多肽今年由高开改回低开, 上半年销量增速约 10%; ② DNA 注射液、头孢米诺上半年销售增速超 20%; ③ 市场重点关注的安脑丸 (片)、氯吡格雷上半年均有 100% 以上增速, 其中安脑丸已在广东、山东、上海、吉林中标, 安脑片在上海、山东、吉林中标, 氯吡格雷在广东、山东中标。

● 磷酸肌酸钠超预期增长, 有望迎来新一轮放量

公司收购上海华拓、南京万川的业绩表现抢眼, 上海华拓上半年收入 2.1 亿元, 净利润 0.67 亿元。公司磷酸肌酸钠主要竞争对手北京利祥未通过新版 GMP, 市场份额迅速被公司、吉林英联等抢占, 我们预计公司磷酸肌酸钠今年销售增速有望超 70%。磷酸肌酸钠有望进入新版医保目录, 明后年将迎来新一轮放量。

● 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。

● 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。符合中国国情的布洛芬注射液、单瓶装多西他赛等产品研发亦进展顺利。我们预计 14/15/16 年 EPS 为 1.60/2.25/2.93 元, 同比增长 98%/41%/30%, 目前股价 56.61 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)。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	711	1,308	2,431	3,620	4,638
(+/-%)	30.1%	83.9%	85.9%	48.9%	28.1%
净利润(百万元)	165	227	448	630	819
(+/-%)	41.0%	37.6%	97.6%	40.6%	30.1%
摊薄每股收益 (元)	0.59	0.81	1.60	2.25	2.93
EBITMargin	23.0%	19.2%	22.4%	22.0%	22.4%
净资产收益率 (ROE)	7.1%	9.5%	17.7%	23.2%	27.7%
市盈率 (PE)	96.2	69.9	33.8	24.0	18.5
EV/EBITDA	84.0	51.1	28.0	20.0	15.8
市净率 (PB)	6.8	6.6	6.0	5.6	5.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

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
流动资产合计	1527	1623	2138	2594
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
资产总计	2943	4683	5328	5886
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
流动负债合计	446	1849	2182	2371
长期借款及应付债券	0	100	120	140
其他长期负债	18	118	218	318
长期负债合计	18	218	338	458
负债合计	465	2068	2521	2829
少数股东权益	87	90	93	97
股东权益	2391	2526	2714	2960
负债和股东权益总计	2943	4683	5328	5886

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
营业收入	1308	2431	3620	4638
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
利润总额	269	534	750	976
所得税费用	40	80	113	146
少数股东损益	3	6	8	10
归属于母公司净利润	227	448	630	819

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	227	448	630	819
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
经营活动现金流	328	174	611	841
资本开支	(132)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	(190)	0	0	0
投资活动现金流	(322)	(1701)	(201)	(201)
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)
融资活动现金流	(439)	997	(410)	(640)
现金净变动	(433)	(530)	0	0
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

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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

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）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
		倪婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226