

誉衡药业 (002437)

—并购+代理战略持续推进

投资评级 推荐 评级调整 评级不变 收盘价 23.75 元

事件:

公司发布非公开增发预案,收购山西普德 85.01%股权等项目,子公司与天津赛诺签署独家代理协议等公告。

结论:

公司近年通过收购或代理获得了银杏内酯、安脑丸(片)、磷酸肌酸、氯吡格雷等一系列产品线,积累了丰富的经验,此次增发和代理,产品线再次扩充,公司在心脑血管、肿瘤、抗感染、营养药等领域形成产品梯队,公司实际控制人及高管大比例参与,看好公司长期发展,不考虑增发前提下,我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.67、0.81 和 1.03 元,对应 PE 分别为 39、32 和 25 倍,给予公司推荐评级。

正文:

实际控制人及高管团队大比例参与增发

本次非公开增发拟以 27.93 元/股发行 2.73 亿股,募集资金不超过 60 亿,用于收购普德药业 85.01%股权项目、广州市新花城生物科技有限公司银杏内酯 B 注射剂车间扩产项目、澳诺(中国)制药有限公司综合车间项目、公司营销中心销售终端网络管理系统建设项目、公司信息化建设项目、补充流动资金。

实际控制人朱吉满和白莉惠夫妇通过其发起设立的 5 个有限合伙企业旭日隆昌、恒益达昌、尊雅锦绣、经武纬文、誉致衡远合计认购本次发行的 1.76 亿股,占增发数量 64.5%;其他高管团队参与增发数量占比 19.4%;控股股东及高管团队大比例参与增发显示出对公司长远发展信心十足。

收购普德获得丰富产品线

23.9 亿元用于收购山西普德 85.01%股权,山西普德本是拟上市公司,拥有银杏达莫注射液、注射用门冬氨酸钾镁、注射用脑蛋白水解物、注射用长春西汀等心脑血管药物;注射用氨曲南、注射用盐酸洛美沙星等抗微生物感染药物;注射用左亚叶酸钙等抗肿瘤类药物;注射用细辛脑等呼吸系统药物;注射用 12 种复合维生素、注射用水溶性维生素等营养类药物,公司收购后一方面迅速获得核心产品线,另一方面上市公司在销售方面具有优势,可以和普德形成优势互补。

银杏内酯产能提前布局

银杏内酯是心血管类药物中的大品种,公司自 2010 年以来经过几次收购获得广州新花城 100%股权,取得银杏内酯 B 的所有权益,公司此次募资 4.07 亿用于该药物产能建设,为明年获批做好准备。

大手笔投资生物药,补充流动资金,谋划将来

公司拟将募集资金中的 24.6 亿用于补充流动资金,用于生物药研发、未来收购等。

发布时间: 2015 年 1 月 26 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	60.38/22.77
上证指数/深圳成指	3351.76/11436.29
50 日均成交额(百万元)	6.81
市净率(倍)	7.27
股息率	0.42%

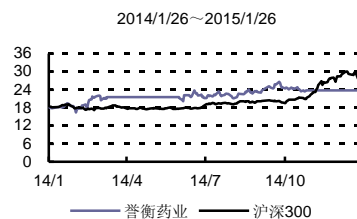
基础数据

流通股(百万股)	700.00
总股本(百万股)	731.89
流通市值(百万元)	16625.00
总市值(百万元)	17382.39
每股净资产(元)	3.27
净资产负债率	19.43%

股东信息

大股东名称	哈尔滨恒世达昌科技有限公司
持股比例	44.63%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-誉衡药业调研简报:业绩回暖》, 2012-11-8

联系方式

研究员: 王广军
 执业证书编号: S0020512080002
 电话: 021-51097188-1815
 电邮: wangguangjun@gyqz.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

生物药增速远高于化药增速，公司计划投资 10 亿用于单抗、重组蛋白等生物仿制药的研发、生产，并与药明康德签订了《生物医药战略合作框架协议》，为公司长远发展提供支持。

与天津赛诺签署独家代理协议，获得黄芪多糖代理权

黄芪多糖为肿瘤类辅助用药，也是独家品种，未来有望成为重磅产品，补充公司现有肿瘤产品线，这也是继代理帅克氯吡格雷之后的又一重要产品代理。同时与天津赛诺约定，根据未来一年销售情况，后续可能启动对赛诺的收购。

风险提示：

1. 收购整合不达预期风险；
2. 新产品获批晚于预期风险；
3. 产品大幅降价风险；

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	1308	1882	2484	3154	
收入同比(%)	84%	44%	32%	27%	
归属母公司净利润	227	467	568	721	
净利润同比(%)	38%	106%	22%	27%	
毛利率(%)	77.1%	77.5%	78.0%	78.5%	
ROE(%)	9.5%	16.5%	16.7%	17.5%	
每股收益(元)	0.32	0.67	0.81	1.03	
P/E	80.67	39.15	32.22	25.35	
P/B	7.65	6.46	5.38	4.44	
EV/EBITDA	72	35	29	23	

数据来源：国元证券研究中心

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1527	1827	2434	3235	营业收入	1308	1882	2484	3154
现金	830	859	1218	1786	营业成本	299	423	546	678
应收账款	111	120	175	223	营业税金及附加	21	26	36	45
其他应收款	57	183	225	268	营业费用	635	629	912	1186
预付账款	118	310	386	450	管理费用	173	288	371	466
存货	121	194	250	310	财务费用	-18	-36	-45	-65
其他流动资产	291	161	179	197	资产减值损失	1	50	50	50
非流动资产	1416	1432	1437	1385	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	4	5	5	投资净收益	4	15	15	15
固定资产	475	505	500	478	营业利润	201	516	630	809
无形资产	341	341	341	341	营业外收入	69	35	41	44
其他非流动资产	595	582	592	562	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2943	3259	3871	4620	利润总额	269	551	671	853
流动负债	446	327	384	423	所得税	40	83	101	128
短期借款	0	0	0	0	净利润	230	469	570	725
应付账款	50	62	83	104	少数股东损益	3	2	3	4
其他流动负债	396	265	301	319	归属母公司净利润	227	467	568	721
非流动负债	18	13	-2	-17	EBITDA	251	514	621	782
长期借款	0	-15	-30	-45	EPS (元)	0.81	0.67	0.81	1.03
其他非流动负债	18	28	28	28					
负债合计	465	340	382	406	主要财务比率				
少数股东权益	87	89	91	95	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	280	700	700	700	成长能力				
资本公积	1508	1088	1088	1088	营业收入	83.9%	43.9%	32.0%	27.0%
留存收益	603	1042	1610	2331	营业利润	2.0%	156.2%	22.0%	28.5%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	37.6%	106.0%	21.5%	27.1%
益	2391	2830	3398	4119	获利能力				
负债和股东权益	2943	3259	3871	4620	毛利率(%)	77.1%	77.5%	78.0%	78.5%
					净利率(%)	17.3%	24.8%	22.9%	22.9%
					ROE(%)	9.5%	16.5%	16.7%	17.5%
					ROIC(%)	11.3%	23.9%	26.2%	31.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	15.8%	10.4%	9.9%	8.8%
					净负债比率(%)	0.00%	-3.43%	-7.28%	-10.45%
					流动比率	3.42	5.58	6.34	7.65
					速动比率	3.15	4.99	5.69	6.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.61	0.70	0.74
					应收账款周转率	17	16	17	16
					应付账款周转率	7.01	7.54	7.52	7.26
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	453	-146	368	499
净利润	230	469	570	725
折旧摊销	68	33	37	38
财务费用	-18	-36	-45	-65
投资损失	-4	-15	-15	-15
营运资金变动	175	-540	-182	-187
其他经营现金流	3	-57	3	2
投资活动现金流	-708	180	-37	19
资本支出	163	0	0	0
长期投资	-175	149	0	-0
其他投资现金流	-720	329	-37	19

筹资活动现金流	-178	-5	29	50	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.67	0.81	1.03
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	-0.21	0.53	0.71
长期借款	-15	-15	-15	-15	每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.04	4.85	5.88
普通股增加	0	420	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-420	0	0	P/E	80.67	39.15	32.22	25.35
其他筹资现金流	-163	10	44	65	P/B	7.65	6.46	5.38	4.44
现金净增加额	-433	29	359	568	EV/EBITDA	72	35	29	23

数据来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn