

业绩符合预期，布局新型医疗服务

——誉衡药业 (002437.SZ) 年报点评

投资要点:

1. 事件

誉衡药业发布 2014 年年度报告，报告期内实现营业收入 19 亿元，同比增长 46%；归属于上市公司股东净利润 4.4 亿元，同比增长 96%；扣非净利润 3.9 亿元，同比增长 157%；经营性现金流 6.7 亿元，同比增长 49%。利润分配预案为 10 股派 1 元，不送转。

公司与西藏嘉康时代医药科技发展有限公司签订《股权转让意向协议》，拟转让西藏嘉康持有的湖北多瑞药业 51% 的股权。

2. 点评

(一) 开辟誉衡事业新领域，布局新型医疗服务

2015 年，公司预计将调整结构，在“新型医疗服务”和“互联网商业平台”方面着手布局，引进医疗和互联网人才，制定不同领域的发展战略。我们认为董事长视野宽广并具有前瞻性。早在 2013 年底，在二级市场未关注互联网医疗时，集团就已经引进了阿里巴巴集团副总裁李俊凌，董事长与李总及互联网资深专家投资设立北京朱李叶健康科技有限公司。目前李俊凌是公司董事。

着手布局生物药平台建设。2015 年 1 月，公司与上海药明康德新药开发有限公司签订了《生物医药战略合作框架协议》。拟在未来 5 年内累计出资 10 亿人民币，选定 5 个左右拟研生物药方向作为双方进行合作研发的标的，双方共同合作进行生物药研发，以促进公司成长为国内乃至国际一流的生物医药企业，拥有 1-2 个具有国际领先水平的生物药产品。

(二) 外延并购整合顺利，子公司业务亮点较多

公司年报业绩服务我们前期预期，子公司方面蒲公英、澳诺超预期，华拓与万川符合预期。

蒲公英（主要产品安脑丸）实现收入 2.03 亿，同比+72%；净利润 4566 万元，同比+193.08%，净利润超出我们的预期。收入增速低于利润增速与销售模式调整有关，销量增长大约 150% 左右。

澳诺（主要产品锌钙特）实现收入 1.27 亿，同比+91%；净利润 4862 万元，同比+40%。业务保持较快增长，收入增速超出利润增速原因是成本上升和投入加大。澳诺并购整合良好，销量持续超预期，目前仍保持快速增长。

誉衡药业 (002437.SZ)

推荐

分析师

郭思捷

☎: (8610) 83574110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513090001

特此鸣谢

李平祝

☎: (8610) 83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

全铭

☎: (8610) 66568837

✉: quanming@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

市场数据	时间 2015.4.3
A 股收盘价(元)	35.77
A 股一年内最高价(元)	61.49
A 股一年内最低价(元)	22.53
上证指数	3863.93
总股本(亿股)	7.32
实际流通 A 股(亿股)	7.00
总市值(亿元)	262

相关研究

《誉衡药业(002437): 多重利好推动, 维持“强烈推荐”》2015.1.26

《誉衡药业(002437): 外延式发展继续大步向前》2014.12.04

《誉衡药业(002437) 季报点评: 业绩符合预期, 维持“强烈推荐”》2014.10.27.

2014 年公司收购上海华拓及其销售代理商南京万川（主要产品磷酸肌酸钠）发挥巨大效益。合并报表分别为上市公司贡献利润 16214 万和 4708 万，占净利润总额的 36.54%和 10.61%。上海华拓贡献超预期而万川贡献低于预期，两者合计利润贡献符合我们预期。

几个子公司的快速增长，大幅改善了公司增长对原有业务的依赖，改变了业务增速下滑的趋势。母公司 2014 年营业利润增速为 14%。公司原有业务，目前增速降低，预计 15 年维持低位。

期间费用方面。销售费用下降 35.99%，主要是销售模式调整所致。管理费用增加 50.79%，主要是公司合并导致公司折旧摊销、人力资源费用增加所致。

（三）“产品领先”战略持续推进，已形成产业优势基础

公司通过产业整合、对外合作、科研开发等多手段并举，形成了骨骼肌肉领域（鹿瓜多肽）、心血管领域（注射用磷酸肌酸钠、安脑丸、氯吡格雷）、营养用药领域（锌钙特、DNA 等）多个亿级重磅级产品的市场品牌。

储备产品一类新药美迪替尼片（I 期临床），一类新药银杏内酯 B（报产，补充材料）、秦龙苦素，非马沙坦、布洛芬注射液、注射用 12 种复合维生素、多西他赛等形成产品梯队，为公司未来几年的稳健快速增长奠定了坚实基础。

此外，2014 年，全资子公司西藏阳光与广州迈特兴华制药有限公司签订氯化钾缓释片、维铁缓释片以及茶碱缓释片的全国独家总代理合同，与贵州维康药业有限公司签订了醋酸钙片的中国大陆经销权总代理合作协议。公司还与德国 Certmedica 公司签订了减肥药产品 Formoline L112 独家许可协议，由公司负责产品在中国的进口注册、销售和推广。

（四）拟收购多瑞药业，拓展现有产品布局

公司与西藏嘉康时代医药科技发展公司签订了《股权转让意向协议》，拟收购西藏嘉康持有的湖北多瑞药业 51% 股权。

多瑞药业日后享有两个核心产品醋酸钠林格注射液、羟乙基淀粉（130/0.4）醋酸钠注射液的市场空间。

醋酸钠林格注射液药品适用于麻醉科、ICU、急诊科、大外科、烧伤科、儿科等多科室，有较大的市场潜力，目前为独家产品，在多个省份均已中标，2014 年终端销售金额已经超过 2 亿元。目前，该产品的文号生产单位为湖南康源制药有限公司，西藏嘉康拟将其转入到多瑞药业名下，产品转移申请已经提交至国家食品药品监督管理局。

羟乙基淀粉（130/0.4）醋酸钠林格注射液已与 2013 年 3 月申报生产批件，预计较快会获得批准。

表 1：公司近几年储备产品历程分析

品种	所处阶段	类型	时间及方式
银杏内酯 B	已报生产	中药 1 类	2009 年，收购广州新花城 50% 股权；2011 年再次收购 20% 股权
秦龙苦素	完成临床	中药 1 类	2009 年，与陕西西大科技园发展有限公司签订技术转让合同。
美迪替尼	临床一期	化药 1.1 类	2010 年，使用超募资金 6500 万收购。公司先后同化合物 SX004 及其衍生物美迪替尼的实际所有权出让方上海一善投资管理有限公司及薛楚标签订了《关于化合物 SX004 及其衍生出来的药物美迪替尼实际所有权转让协议》
头孢米诺	已上市	授权生产	2011 年，公司与明治公司签订了《协议书》、《技术合作合同》及《商标使用许可合同》明治公司授权公司在中国大陆生产销售 0.5g 头孢米诺制剂时使用
玻璃酸钠	已上市	代理销售	2011 年，公司同日本明治制果株式会社就透明质酸钠产品合作意向达成一致，公司将在代理区域内销售透明质酸钠产品。
氯吡格雷	已上市	二仿	2012 年，公司同河南新帅克制药股份有限公司签订了硫酸氢氯吡格雷片（75mg）合作协议
布洛芬注射液	临床	化药 3.3 类	2012 年，公司同美国坎伯兰制药公司签订了《布洛芬注射液和 N-乙酰半胱氨酸注射液授权、销售和生协议》
多西他赛	未报	特殊剂型	2012 年，公司同东亚制药公司签订了《技术许可协议》。协议期间，东亚授权誉衡独家许可。许可产品是指 20mg 及 80mg 或其他规格瓶装药物或包含多西他赛原料的制剂。
安脑丸	已上市	独家基药	2012 年，增资控股蒲公英获得该产品。
葡萄糖酸钙锌	已上市	4 家生产	2013 年，收购澳诺获得。
多个潜在化合物	潜在化合物		2013 年，增资 5500 万元入股 Astar Biotech LLC 公司，持股比例 30%，成为大股东。Astar 是一家专业的研发公司，截至 2013 年 9 月初，已获得 9 项中国授权专利，另有 3 项中国专利和 7 项美国（含国际）专利已提出申请。专利主要集中在抗肿瘤药物领域。
在研产品			2013 年，投资 100 万美元参股坎伯兰新技术公司，享有该公司在研产品在中国市场的优先权。
注射用多种维生素（12）	待报	代理销售	2013 年 10 月，公司与希腊 DEMO 公司就注射用多种维生素（12）签订国内独家经销协议
玻璃酸钠注射液	待报	代理销售	2013 年与台湾和康生物科技股份有限公司就玻璃酸钠注射液签订了国内独家经销协议
非马沙坦	待报临床		2013 年，与韩国保宁制药签订合作协议，独家引进。
氯化钾缓释片、维铁缓释片、茶碱缓释片		独家代理销售	与广州迈特兴华制药厂有限公司签订独家代理协议
醋酸钙片		独家代理销售	与贵州维康药业有限公司签订中国大陆经销权总代理
Formoline L112		中国区代理	与德国 Certmedica 公司签订了减肥药产品 Formoline L112 独家许可协议，由公司负责产品在中国的进口注册、销售和推广
醋酸钠林格注射液		独家产品	在多个省份均已中标，2014 年终端销售金额已经超过 2 亿元。目前，该产品的文号生产单位为湖南康源制药有限公司，西藏嘉康拟将其转入到多瑞药业名下，产品转移申请已经提交至国家食品药品监督管理局。

3.投资建议

结合公司当前经营情况，我们预计 2015~2016 年公司实现 EPS 分别为 0.82、1.02 元，对应 PE 为 34、26 倍。我们看好公司的股东、管理团队、几年储备的产品及产业整合能力，给以“推荐”的评级。

表 2：盈利预测与财务指标

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1307.89	1905.82	2909.89	3594.35	4492.12
增长率(%)	83.94%	45.72%	52.68%	23.52%	24.98%
归属母公司股东净利润	226.74	443.77	613.74	773.18	1063.14
增长率(%)	37.61%	95.72%	38.30%	25.98%	37.50%
每股收益(EPS)	0.310	0.606	0.839	1.056	1.453
市盈率(P/E)	109.88	56.14	40.59	32.22	23.43
市净率(P/B)	10.42	8.25	7.18	6.17	5.17

资料来源：银河证券研究部

表 3：公司利润表预测

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1307.89	1905.82	2909.89	3594.35	4492.12
减：营业成本	298.93	705.89	704.93	880.09	1112.36
营业税金及附加	20.68	25.62	39.12	48.32	60.39
营业费用	634.92	406.41	1018.46	1258.02	1572.24
管理费用	172.52	260.14	410.00	500.00	500.00
财务费用	-18.23	24.40	16.16	1.80	-13.42
资产减值损失	1.23	0.73	1.00	1.00	1.00
加：投资收益	3.55	8.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	201.40	491.15	720.22	905.12	1259.56
加：其他非经营损益	68.08	56.43	30.00	40.00	40.00
利润总额	269.47	547.58	750.22	945.12	1299.56
减：所得税	39.87	91.92	120.04	151.22	207.93
净利润	229.60	455.66	630.18	793.90	1091.63
减：少数股东损益	2.87	11.89	16.44	20.72	28.49
归属母公司股东净利润	226.74	443.77	613.74	773.18	1063.14

4.风险提示

外延式发展低于预期的风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

郭思捷，李平祝，医药行业证券分析师。2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn