



外延式并购促高速增长

——誉衡药业（002437）动态报告

2015年11月24日

推荐/首次

誉衡药业

动态报告

报告摘要:

- 外延并购支撑公司高速增长。**2012年4月开始公司先后收购哈尔滨蒲公英药业、澳诺制药、上海华拓、南京万川。今年上半年公司实现净利润3.24亿元(+59.7%)，其中澳诺制药实现净利润0.37亿元(+44.3%)；蒲公英实现净利润0.2亿元(+25.1%)；上海华拓及南京万川实现净利润1.4亿元(+66.3%)；普德药业2月纳入公司合并范围后，实现净利润0.7亿元。今年公司再次启动并购，收购湖北多瑞药业51%的股权。通过收购公司形成了以骨骼肌肉领域、心脑血管领域、营养用药、抗肿瘤用药共同发展格局。
- 投资振阳医院布局医疗服务。**2015年8月，公司拟以不超过1.76亿元现金增持获得了射阳振阳医院70%权益。医院是当地最大最有影响力的民营医疗机构，具有较高的医疗水平、品牌影响力和稳定的医疗管理团队。投资振阳医院是公司布局医疗服务领域的第一次尝试，体现了公司在医保控费等大环境下谋求产业转型的决心。随着医院建成投入运营及公司进一步并购运作的深入，医疗服务领域将成为公司新的利润增长点。
- 建立誉衡金服涉足金融领域。**2015年9月，旗下的金融旗舰平台誉衡金服在深圳隆重开业，同时正式启动全资控股互联网金融平台誉金所。公司以誉衡金服作为拓展金融板块的投资管理平台，发展方向包括互联网金融、基金、商业保理、融资租赁、小额贷款、第三方支付平台等多领域业务，通过尝试构建多牌照、多功能的金融平台，突破传统医药行业的限制。
- 公司盈利预测及投资评级。**公司通过并购整合形成了多个重磅级产品的集群，凭借强大的销售能力，公司新旧业务均取得较好的增长；看好公司在医疗服务领域的布局，公司在金融领域的发展值得关注。我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.93/1.17/1.44元，对应PE分别为36/29/23倍，给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,307.9	1,905.8	2,715.8	3,532.1	4,327.2
增长率(%)	83.9%	45.7%	42.5%	30.1%	22.5%
净利润(百万元)	229.6	455.7	700.6	877.3	1,080.1
增长率(%)	40.5%	98.5%	53.8%	25.2%	23.1%
净资产收益率(%)	9.5%	14.7%	15.2%	16.3%	17.1%
每股收益(元)	0.31	0.61	0.93	1.17	1.44
PE	107.7	55.0	35.7	28.6	23.2
PB	3.9	8.1	5.4	4.7	4.0

刘阳

010-66554029

liu_yang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480515080003

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

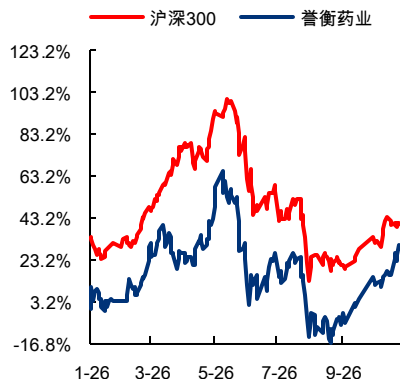
执业证书编号:

S1480510120014

交易数据

52周股价区间(元)	33.32-23.75
总市值(亿元)	244.24
流通市值(亿元)	235.87
总股本/流通A股(万股)	73301/70790
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.39

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 外延式并购支持业绩高增长	3
1.1 并购丰富公司产品线	3
1.2 外延式并购成业绩斐然	3
2. 布局医疗服务和金服领域	4
2.1 布局医疗服务	4
2.2 发力金融领域	4
3. 盈利能力好于行业均值	5
4. 调整增发方案利于长期布局	6
5. 盈利预测及估值	7

表格目录

表 1: 收购的子公司为公司提供了业绩成长动力（单位：亿元）	3
表 2: 公司 9 月份已终止的定增计划（单位：亿元）	6
表 3: 公司 10 月份公布的调整后的定增计划（单位：亿元）	6
表 4: 同类型医药上市公司市盈率比较（元/股）	7
表 5: 公司盈利预测表	8

插图目录

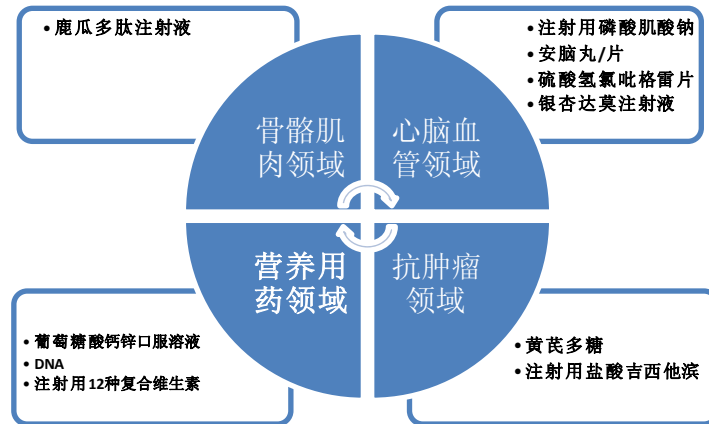
图 1: 公司主营产品	3
图 2: 誉衡药业控股公司	4
图 3: 收入增速好于同业平均	5
图 4: 利润增速提升明显	5
图 5: 公司毛利率高于行业均值	5
图 6: 公司净利润率稳步增长	5
图 7: 公司资产负债率高于行业均值	7

1. 外延式并购支持业绩高速增长

1.1 并购丰富公司产品线

公司通过多年的对外合作、研发、投资并购等系列举措，已形成了骨骼肌肉领域、心脑血管领域、营养用药领域、抗肿瘤领域等多个重磅级产品的集群，多产品驱动业绩增长的新格局逐步显现。受益于外延式并购，公司医药制造板块的收入增速达45.7%、高于其他业务板块。

图 1：公司主营产品



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 外延式并购业绩斐然

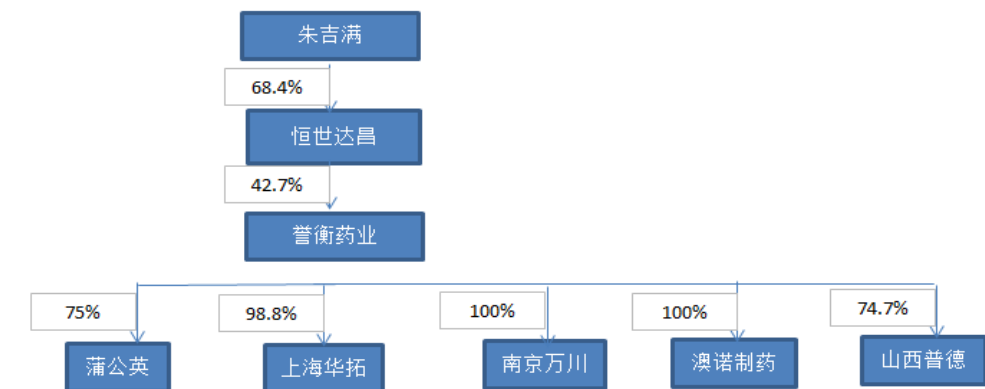
外延式并购成为公司业绩成长的主要动力。2012年4月开始公司先后收购哈尔滨蒲公英药业、澳诺制药、上海华拓、南京万川。今年公司再次启动并购，收购湖北多瑞药业51%的股权。

表 1：收购的子公司为公司提供了业绩成长动力（单位：亿元）

公司	主要产品	2015 1H 净利润	占比	同比增速
上市公司整体		3.40	100%	+59.7%
子公司 普德药业	注射用12种复合维生素，注射用门冬氨酸钾镁，银杏达莫注射液	0.73	21.3%	
子公司 上海华拓	磷酸肌酸钠	1.47	43.1%	+66.34%
子公司 澳诺制药	葡萄糖锌钙特口服液	0.37	10.9%	+44.27%
子公司 蒲公英药业	安脑丸	0.21	6.0%	+25.14%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：誉衡药业控股公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 布局医疗服务和金服领域

2.1 布局医疗服务

2015年8月公司公告，拟以不超过1.76亿元现金增持获得射阳振阳医院70%权益。

振阳医院成立于1998年，是当地最大最有影响力的民营医疗机构，2014年医院收入1.2亿元，具有较高的医疗水平、品牌影响力和相对稳定的医疗管理团队。振阳医院于2015年3月完成了新医院的建设和搬迁，经营面积和硬件条件均有很大改善，在本地原有医疗机构资源紧张的背景下，预计未来振阳医院将具有较大的发展空间。

投资振阳医院是公司布局医疗服务领域的第一次尝试，体现了公司在医保控费等大环境下谋求产业转型的决心。随着医院建成投入运营及公司进一步并购运作的深入，医疗服务领域将成为公司新的利润增长点。

2.2 发力金融领域

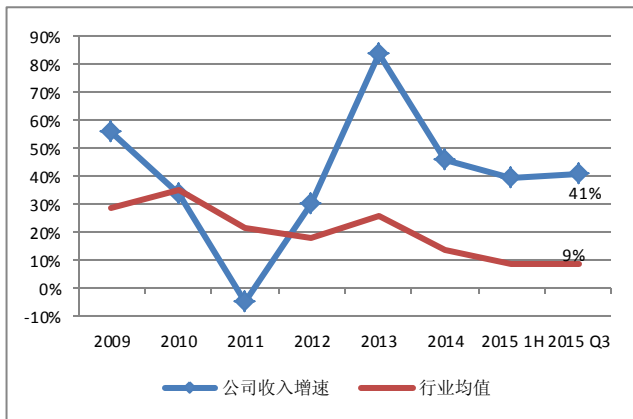
今年上半年公司出资1亿元设立全资子公司誉衡金服并完成了工商登记，并于今年9月在深圳开业，同时正式启动全资控股互联网金融平台誉金所。公司拟以誉衡金服作为拓展金融板块的投资管理平台，未来的发展方向包括互联网金融、基金、商业保理、融资租赁、小额贷款、第三方支付平台等多领域业务，通过尝试构建多牌照、多功能的金融平台，突破传统医药行业的限制。

在医药行业增速下滑的大背景下，建立自己的金融平台有利于发挥公司现有充沛的现金流的利用效率，进一步通过资本运作来完成自己的外延式高速发展及战略转型。

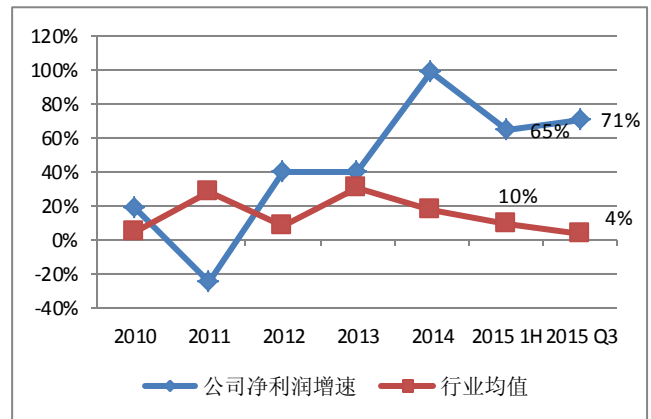
3. 盈利能力好于行业均值

公司通过收购的方式,增加了大量的优秀药品品种;目前整合顺利,被收购企业只负责生产和研发,誉衡负责销售。公司现有 200 多人的销售团队深耕医药渠道多年、建立了独特的管理体系,与各地方优质代理商建立了良好的合作关系;近两年下沉销售渠道,由之前注重三甲/二甲医院,到目前发力县级、乡镇医疗机构,提升整体销量。

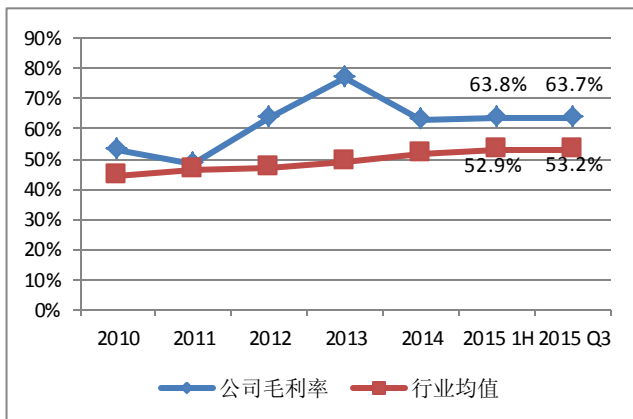
近两年公司原有产品和新增产品销售均好于行业均值。整合效果发挥、规模效益显现,毛利率与净利率也均出现企稳上升趋势。今年前三季度公司收入实现营业收入 19.3 亿元 (+40.5%), 归属于上市公司股东的净利润为 4.99 亿元 (+67.4%)。

图 3: 收入增速好于同业平均


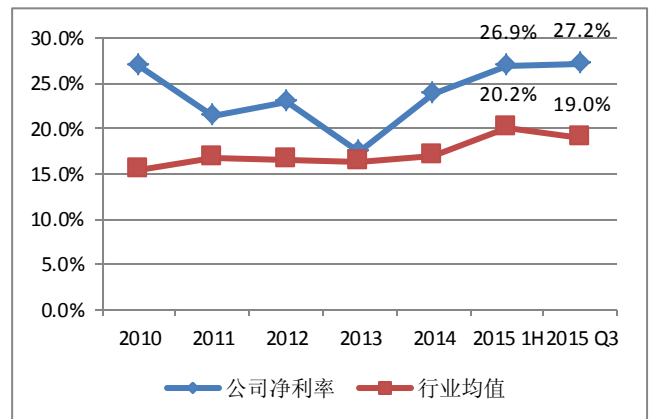
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 利润增速提升明显


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司毛利率高于行业均值


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司净利率稳步增长


资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 调整增发方案利于长期布局

公司 2015 年 1 月曾计划通过增发股票 60 亿元的方式实现外延并购、加强已有项目建设，同时补充流动资金。然而由于市场波动，公司于今年 9 月 9 日终止了前述定增计划，并且表示：“收购普德药业 85.01% 的股权的项目，公司已经以自有、自筹资金先行投入，普德药业已成为公司控股子公司，针对其他募集资金投资项目，公司拟调整融资方式，以自有、自筹资金推进”。

表 2：公司 9 月份已终止的定增计划（单位：亿元）

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金拟投资额
1	收购普德药业 85.01% 股权	23.89	23.89
2	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	4.07	4.07
3	澳诺（中国）制药有限公司综合车间项目	3.61	3.61
4	公司营销中心销售终端网络管理系统建设项目	2.09	2.09
5	公司信息化建设项目	1.70	1.70
6	补充流动资金	31.59	24.64
合计		66.95	60.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在 10 月 27 日公司再次公布非定增预案，此次定增项目是前次计划的调整版。募集资金不超过 40 亿元，增发 1.81 亿股，发行价 22.14 元。

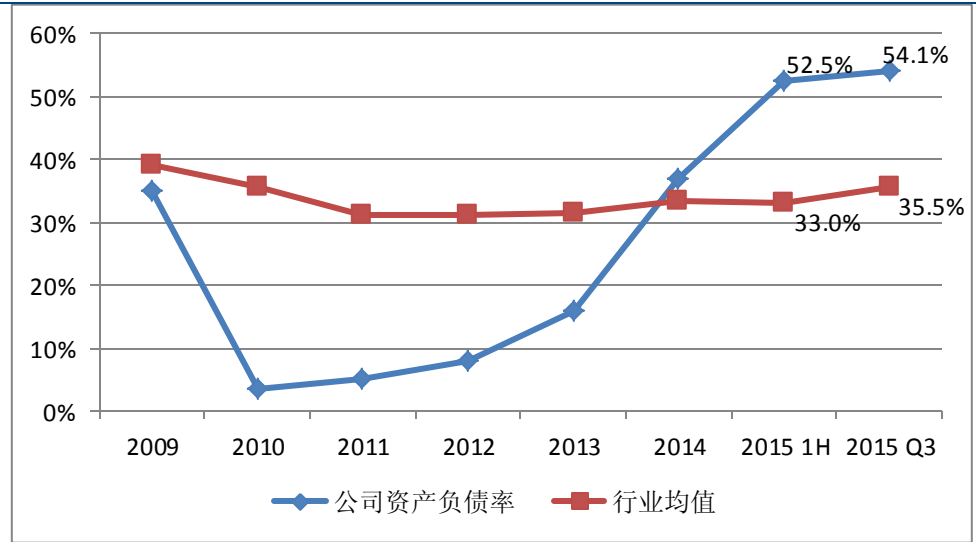
表 3：公司 10 月份公布的调整后的定增计划（单位：亿元）

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金拟投资额
1	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	4.07	3.95
2	澳诺（中国）制药有限公司综合车间项目	3.61	3.28
3	公司营销中心销售终端网络管理系统建设项目	2.09	2.09
4	公司信息化建设项目	1.70	1.70
5	补充流动资金	28.98	28.98
合计		40.45	40.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司资产负债率已达 52%、高于行业均值，只有通过增发等方式获得融资，降低公司杠杆水平才能获得进一步发展的空间。

图 7: 公司资产负债率高于行业均值



资料来源: wind, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

公司通过并购整合形成了骨骼肌肉领域、心脑血管领域、营养用药领域、抗肿瘤领域等多个重磅级产品的集群, 凭借强大的销售能力, 新旧业务均取得较好的增长; 看好公司在医疗服务领域的布局, 在金融领域的发展值得关注。我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.93/1.17/1.44 元, 对应 PE 分别为 36/29/23 倍, 给予“推荐”评级。

我们选取 5 家主业与公司相仿的企业进行比较, 公司估值水平低于行业均值。如果按照 2016-2017 年估值 35 倍和 26 倍计算, 我们认为公司股价在 37 元-41 元较为合理。

表 4: 同类型医药上市公司市盈率比较 (元/股)

代码	公司	EPS				PE				股价
		2014 A	2015 E	2016 E	2017 E	2014 A	2015 E	2016 E	2017 E	
002437	誉衡药业	0.61	0.93	1.17	1.44	55	36	29	23	33.32
	行业均值					51	50	35	26	
600276	恒瑞医药	0.77	1.10	1.41	1.79	65	46	36	28	50.39
600267	海正药业	0.32	0.16	0.30	0.47	46	93	50	31	14.66
600196	复星医药	0.91	1.11	1.33	1.59	28	23	19	16	25.65
002550	千红制药	0.38	0.4957	0.62	0.82	61	47	38	29	23.40
600079	人福医药	0.35	0.48	0.62	0.81	56	41	31	24	19.51

资料来源: wind, 东兴证券研究所

表 5：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1527	1534	4295	4858	5894	营业收入	1308	1906	2716	3532	4327
货币资金	830	1071	1901	1766	2164	营业成本	299	706	1055	1389	1682
应收账款	111	108	154	200	245	营业税金及附加	21	26	37	47	58
其他应收款	57	54	76	99	122	营业费用	635	406	380	494	606
预付款项	118	115	110	103	96	管理费用	173	260	394	512	627
存货	121	163	1300	1712	2073	财务费用	-18	24	81	106	130
其他流动资产	0	9	9	9	9	资产减值损失	1.23	0.73	0.90	0.84	0.86
非流动资产合计	1416	3388	2933	2797	2661	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5	0	0	0	0	投资净收益	3.55	8.51	6.86	7.41	7.23
固定资产	474.65	811.05	732.65	633.89	535.14	营业利润	201	491	775	990	1231
无形资产	341	370	333	296	259	营业外收入	69.43	61.05	63.84	62.91	63.22
其他非流动资产	0	275	0	0	0	营业外支出	1.35	4.62	3.53	3.90	3.78
资产总计	2943	4922	7228	7655	8556	利润总额	269	548	835	1049	1290
流动负债合计	446	1439	2620	2285	2246	所得税	40	92	135	171	210
短期借款	0	780	1847	1394	1224	净利润	230	456	701	877	1080
应付账款	50	67	99	130	157	少数股东损益	3	12	17	22	27
预收款项	24	68	131	213	313	归属母公司净利润	227	444	684	855	1053
一年内到期的非	0	171	171	171	171	EBITDA	562	947	992	1231	1496
非流动负债合计	18	381	18	18	18	BPS (元)	0.31	0.61	0.93	1.17	1.44
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	465	1820	2638	2302	2264	成长能力					
少数股东权益	87	81	98	120	147	营业收入增长	83.94%	45.72%	42.50%	30.06%	22.51%
实收资本(或股	280	732	733	733	733	营业利润增长	1.96%	143.88%	57.78%	27.72%	24.33%
资本公积	1508	1270	2148	2148	2148	归属于母公司净利润	54.05%	25.11%	54.05%	25.11%	23.13%
未分配利润	521	919	1356	1903	2577	获利能力					
归属母公司股东	2391	3021	4492	5233	6145	毛利率(%)	77.14%	62.96%	61.16%	60.68%	61.13%
负债和所有者权	2943	4922	7228	7655	8556	净利率(%)	17.56%	23.91%	25.80%	24.84%	24.96%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	7.70%	9.02%	9.46%	11.17%	12.31%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	9.48%	14.69%	15.22%	16.35%	17.14%
经营活动现金流	453	674	-932	532	832	偿债能力					
净利润	230	456	701	877	1080	资产负债率(%)	16%	37%	36%	30%	
折旧摊销	379.08	431.49	0.00	135.76	135.76	流动比率	3.42	1.07	1.64	2.13	2.62
财务费用	-18	24	81	106	130	速动比率	3.15	0.95	1.14	1.38	1.70
应收账款减少	0	0	-46	-46	-45	营运能力					
预收帐款增加	0	0	63	82	100	总资产周转率	0.47	0.48	0.45	0.47	0.53
投资活动现金流	-708	-1491	327	7	6	应收账款周转率	17	17	21	20	19
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	30.68	32.60	32.79	30.90	30.13
长期股权投资减	0	0	13	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	9	7	7	7	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.61	0.93	1.17	1.44
筹资活动现金流	-178	1049	1435	-674	-441	每股净现金流(最新	-1.55	0.32	1.13	-0.18	0.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.54	4.13	6.13	7.14	8.38
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	452	1	0	0	P/E	107.72	55.04	35.73	28.56	23.19
资本公积增加	0	-238	878	0	0	P/B	3.90	8.07	5.44	4.67	3.97
现金净增加额	-433	231	830	-135	398	EV/EBITDA	15.12	25.62	24.73	19.67	15.81

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘阳

理学硕士，曾就职于国际著名医药研发机构，2011年进入金融领域，2013年开始任联讯证券医药组长，2015年加盟东兴证券研究所。

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

