

公司研究

2015 年 11 月 19 日

公司研究

誉衡药业 (002437)

——业绩表现亮丽，未来外延式扩张可期

投资评级	买入
评级变动	首次评级
总股本	7.32 亿股
流通股本	7.00 亿股
ROE (最新)	15.45%
每股净资产	4.71 元
当前股价	31.80 元

投资要点:

◆两大核心业务模块保持稳定增长:目前鹿瓜多肽注射液和磷酸肌酸两项核心业务收入占比合计超过 65%，在市场竞争中占据优势地位，预计 2015 年将分别为公司带来净利润 2.5 亿元和 3 亿元，同比增速为 15%及 60-70%。

◆关注银杏内酯 B 和重组胰岛素两类新品种带来的增长潜力:公司的银杏内酯 B 注射剂，是世界上唯一的银杏单体注射液，技术含量高，安全性好，具有较大市场潜力，有望享受心脑血管中成药领域高增长以及对其他品种的替代；公司与波兰 Bioton S. A. 及其新加坡子公司签订《重组人胰岛素产品供应与分销协议》，相关产品将于明年开始销售，不仅可以打开国内巨大的市场发展空间，还有利于公司引进国外技术。

◆涉足医疗服务领域，完善产业链:2015 年公司开始尝试医疗互联网金融运作以及与县级医院合作，这有利于进一步完善产业链，增加客户黏性。

投资建议:

我们认为，基于现有业务的前提假设下，誉衡药业未来 2~3 年的业绩发展较为稳定，当前估值较行业平均水平而言明显偏低。但受制于现有药品单品规模都已经较大，再度扩展单品销量的空间有限。我们预计誉衡药业 2015、2016 年的净利润分别为 8.62 亿、10.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.179、1.438 元。当前 2015 年预测业绩所对应 P/E 仅为 26.97 倍，相较整体行业 P/E 仍有一定提升空间，因此我们给予其“买入”评级，以 35 倍 P/E 给予其目标价 41.26 元。

风险提示:

新药品研发进度不达预期风险；行业竞争加剧风险；并购整合低于市场预期风险；扩张过快带来的财务风险等。

长城国瑞证券研究所

分析师:
潘永乐
panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:
S0200512010001

研究助理
李志伟
lizhiwei@gwgsc.com

联系电话: 0592-5813105

地址: 厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



目 录

1	医药工业保持稳健增长	3
2	公司主营业务分析	7
2.1	骨科药物	7
2.2	心脑血管药物	9
2.4	抗生素药物及抗肿瘤药物	10
2.5	即将上市业药物	11
2.6	医疗服务业务	12
3	盈利预测及投资评级	13



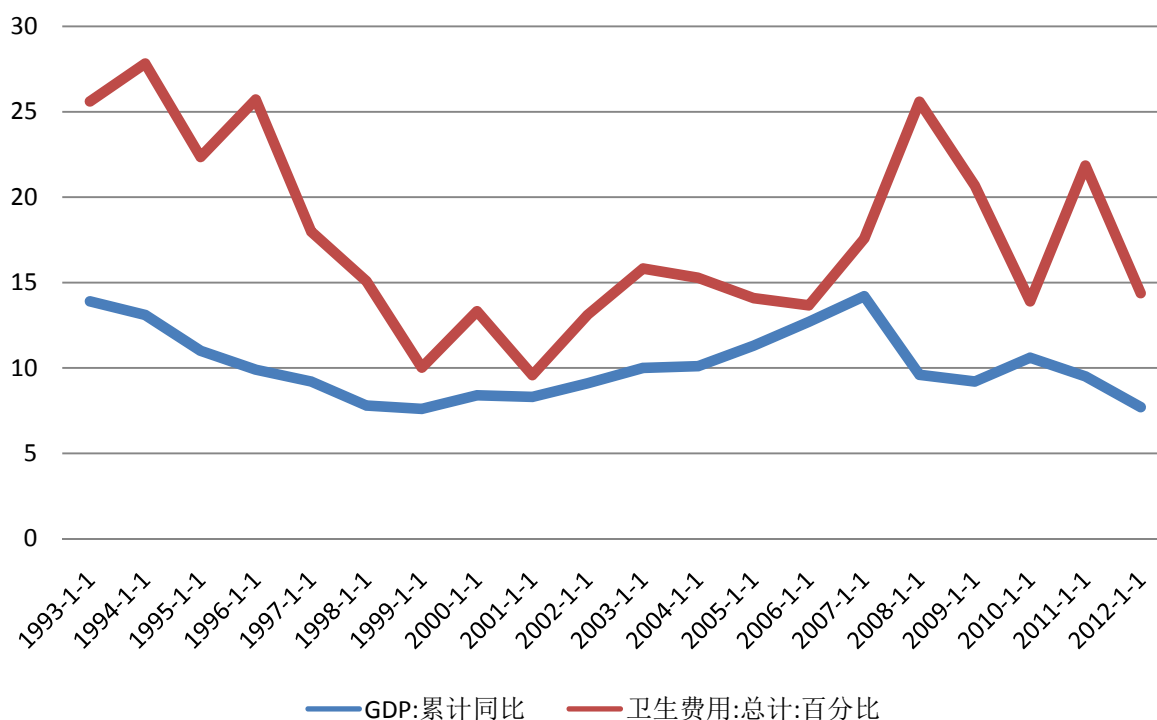


1 医药工业保持稳健增长

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，公司属于医药制造业。因此在这一部分本研究报告简要分析该行业的发展情况。

医药工业是关系国计民生的战略性产业，是我国国民经济的重要组成部分。2011 年以来，我国医药工业保持快速发展势头，产值持续保持两位数以上增长，产品种类日益增多，生产规模不断扩大，技术水平逐步提高。我国已经成为世界医药第三大生产国，并是全球重要的医药产品出口国。

图 1：1993-2012 年我国 GDP 增速与医疗支出同比增速对比



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

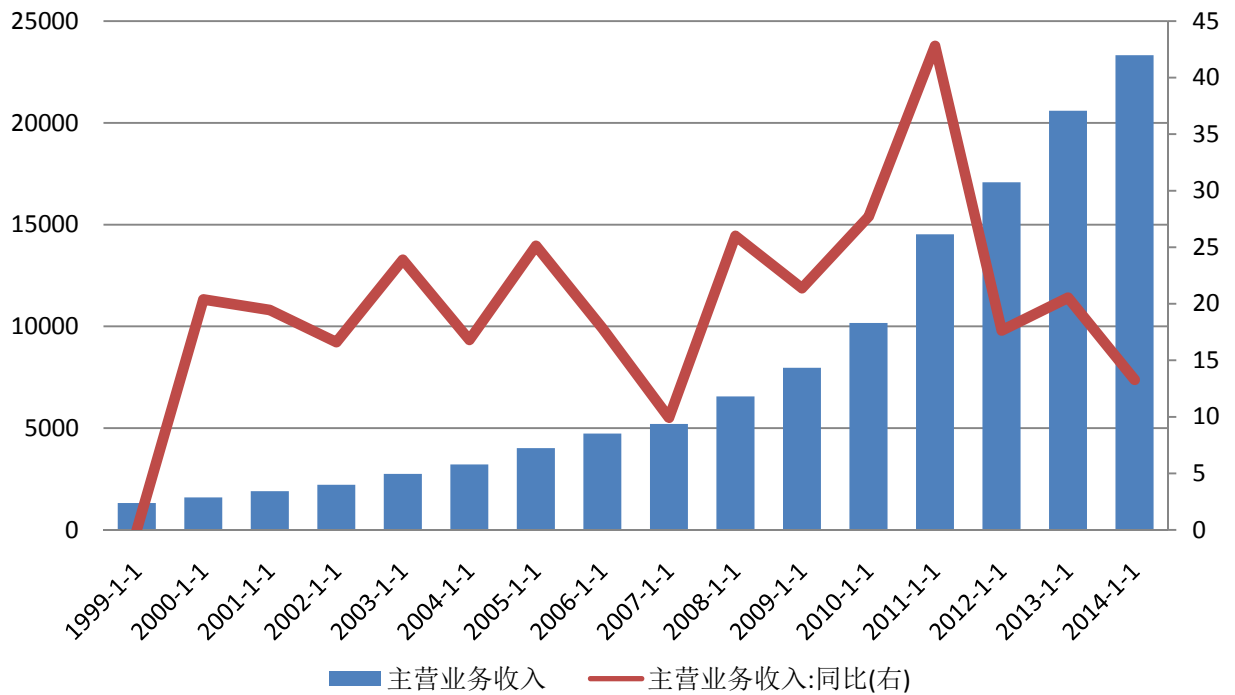
据医药行业专业咨询机构 IMS 调查数据显示，2015 年以中国为首的增长最快的 17 个新兴市场国家的医药花费占全球的比重将由 2005 年的 12% 上升至 28%。2005 年中国是全球第九大医药市场，2006 年至 2010 年中国医药市场年增长迅猛（期间复合增长率达 23.9%），2011 至 2015 年中国医药市场增速虽有所放缓但仍维持在 19%-22% 的水平，预计 2016 年中国将成为全球第二大医药市场，



总体将持快速增长势头。

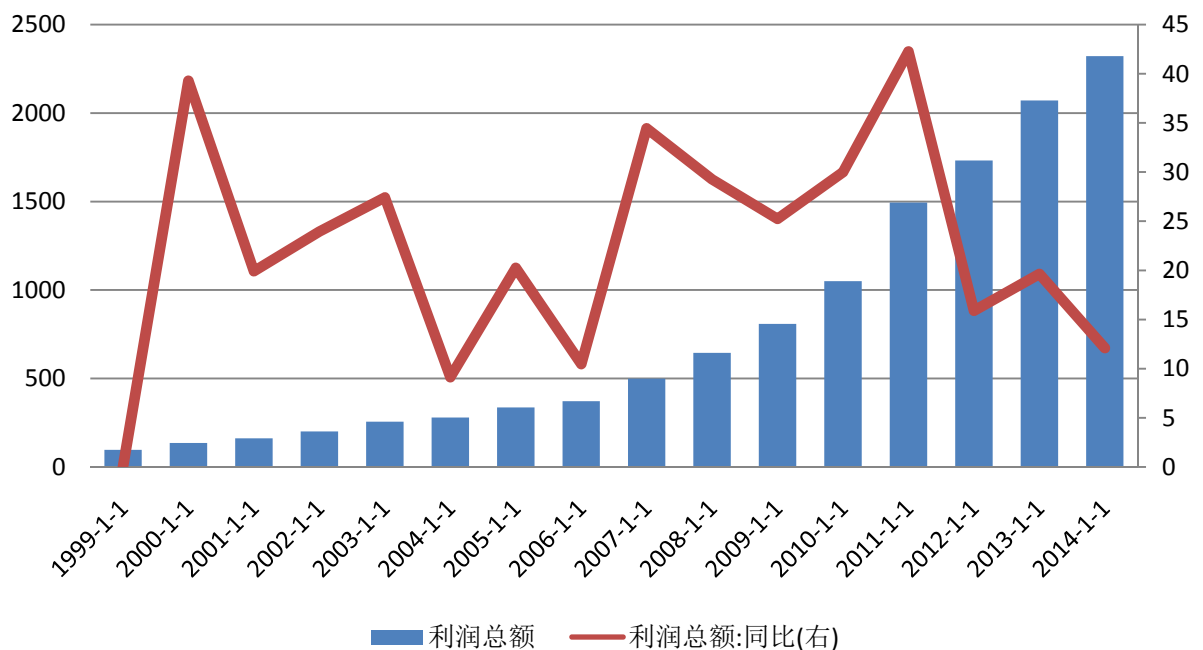
2011年-2014年我国医药制造业营业收入保持着10-15%的稳定增速，毛利率也基本稳定在10%左右。2014年我国医药制造业实现主营业务收入23326亿元，同比增长13%。

图2：1999-2014年我国医药制造业收入及同比增速



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图3：1999-2014年我国医药制造业利润及同比增速

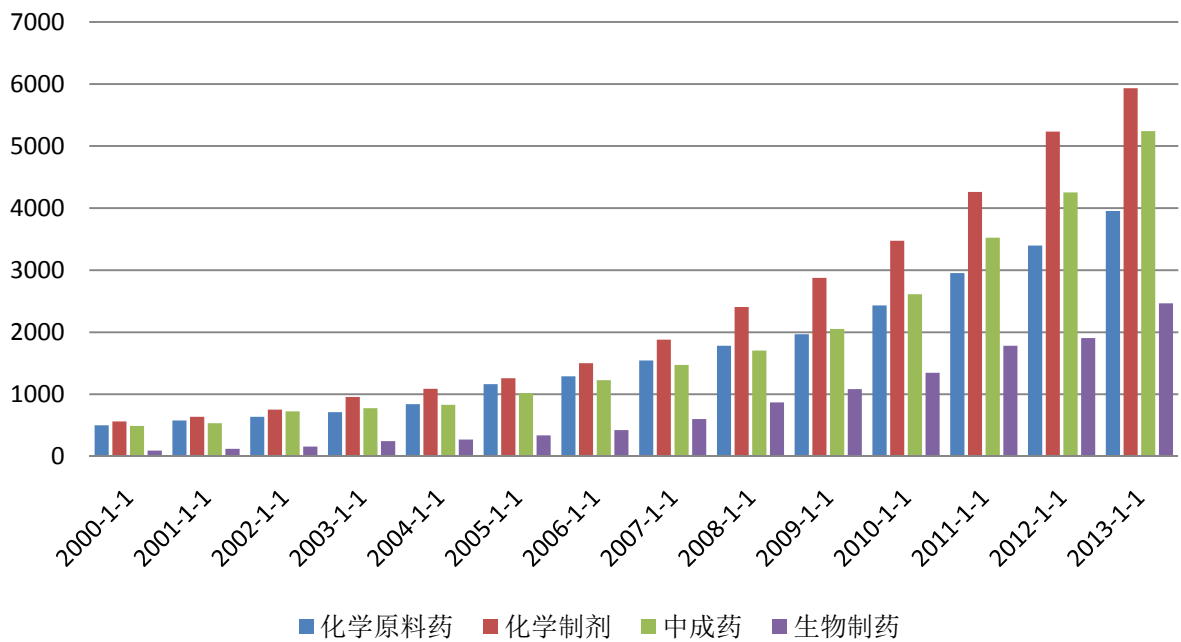




数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

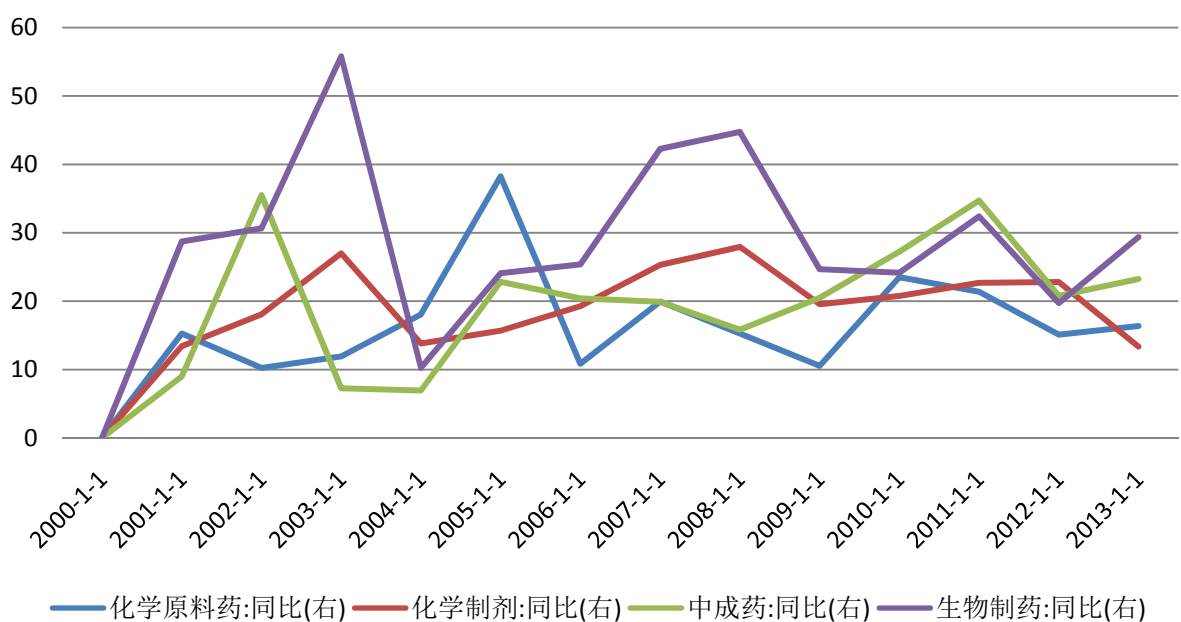
从医药行业内在结构的发展来看，2000年-2013年间，医药各个子行业的规模均在稳定增长，但增速在各个阶段有较大差异。从目前来看，化学制剂与化学原料药的增速均较为低迷，中成药的增速有所稳定，生物制药的增速正处于上升期。

图 4：2000-2013 年我国医药工业各子行业总产值



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 5：2000-2013 年我国医药工业各子行业增速变化

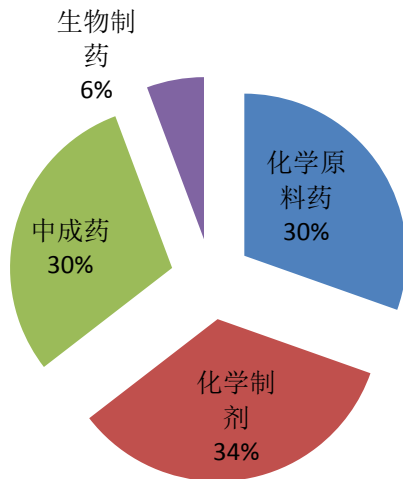




数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

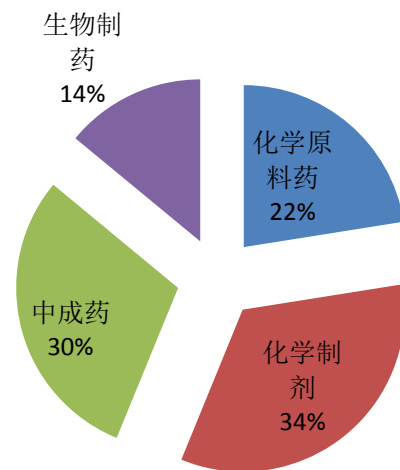
通过对比 2000 年与 2013 年我国医药各个子行业占比来看，在这 10 余年时间的发展过程中，中成药与化学制剂的市场份额一直较为稳定，化学原料药的市场占比有较大幅度的下降，其市场份额被生物制药所占据。我们认为，这一趋势未来还将持续。

图 6：2000 年我国医药各子行业占比



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 7：2013 年我国医药各子行业占比



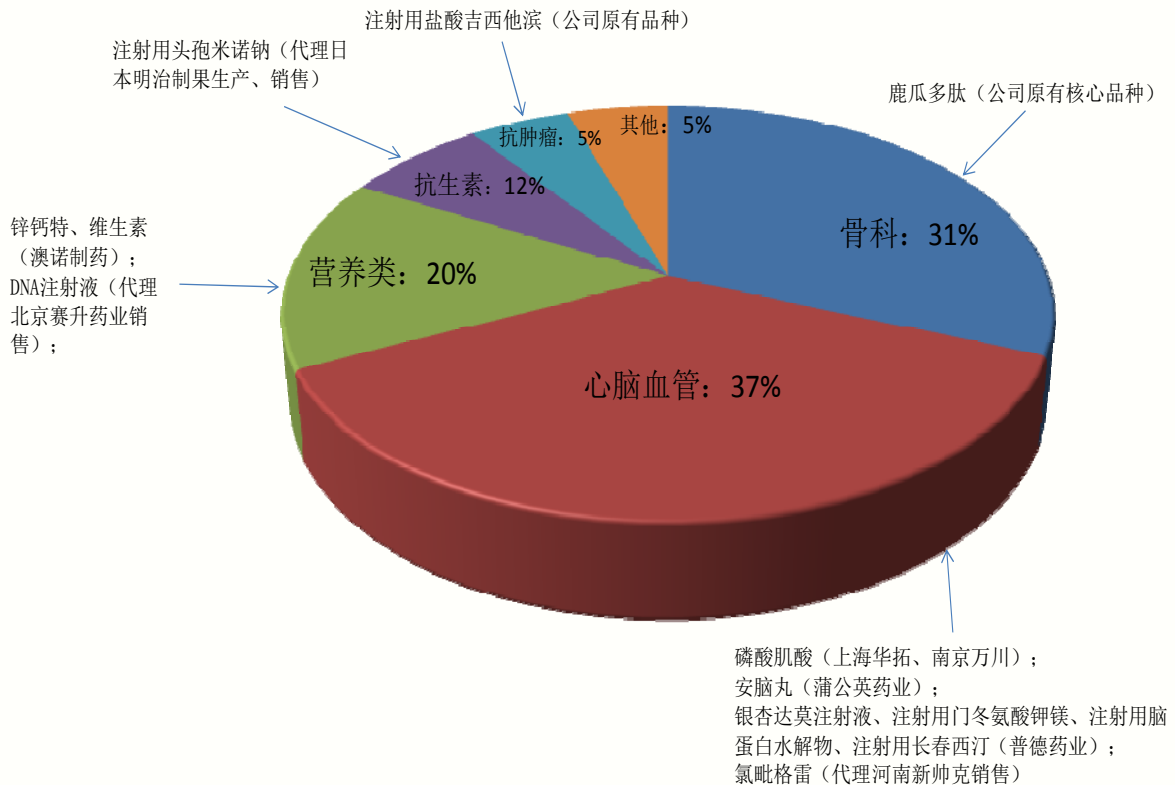
数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所



2 公司主营业务分析

公司主营业务可以划分为骨科、心脑血管、营养类、抗生素、抗肿瘤等几大用药板块,目前各大业务板块比重及具体药品构成如下图所示:

图 8: 公司目前主要业务占比情况



数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

公司在立足传统制药领域的基础上,大力推进银杏内酯 B、重组胰岛素等新型药物的研发、生产及销售,同时积极向互联网金融、合作医院等相关医疗服务领域延伸和拓展,保证公司具备源源不断的盈利增长潜力。

2.1 骨科药物

2.1.1 鹿瓜多肽注射液

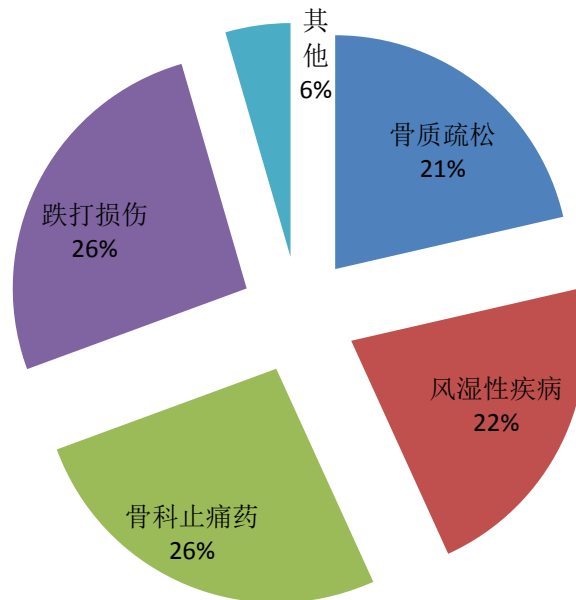
来源: 该产品是公司 2000 年从濒临破产的黑龙江康复研究所购买所得,公司享受单独定价的核心品种,未来增速稳定在 15%左右。预计 2015 年可以带来净利润 2.5 亿元。

主要应用: 鹿瓜多肽是由梅花鹿四肢骨和中草药甜瓜籽经生物



技术分离，提纯制成的中药复方制剂。主治骨折，同时也应用于骨关节炎、风湿、骨质疏松等三个领域。

图 9：医院主要骨科用药类别市场份额



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

市场空间：骨折在整个医药行业中并非大病种，且占比呈下降趋势。根据 WIND 数据统计，目前我国骨折患病率逐年下滑，2005 年为 0.65%，至 2013 年已经下降到 0.47%；从骨折出院人数来看，自 2011 年达到峰值 61.14 万人后逐年下降，2013 年骨折出院人数为 37.79 万人，比 2012 年的 47.15 万人显著下滑 19.85%；从骨折病人平均医疗费用看，2013 年为 11001.30 元，同比增长 18.71%。

风湿领域，根据 WIND 数据统计，近年来类风湿关节炎的患病率有所上升，由 2012 年的 0.15% 上升至 2012 年的 0.19%；2013 年类风湿关节炎出院人数为 6.4 万人，同比增加 24.21%；2013 年出院者人均医疗费用为 8083.40 元，同比增长 20.59%。

骨质疏松领域，根据 WIND 数据统计，近年来骨质疏松患病率有所上升，由 2011 年的 0.1% 上升至 2012 年的 0.11%；2013 年出院人数为 4.89 万人，同比增长 34.15%；2013 年出院者人均医疗费用为 10809.60 元，同比增长 12.11%。

竞争情况：2005 年公司获得鹿瓜多肽生产专利。目前主要竞



竞争对手是迪龙药业和江世药业这两家后入的仿制企业。由于公司有单独定价优势，鹿瓜多肽市占率一直远远高于竞争对手，维持在65%左右水平。

鹿瓜多肽同类药品有骨肽注射液、复方骨肽注射液，相比于这两类产品，鹿瓜多肽上市较晚，但由于疗效确切，不良反应率明显低于其他骨科注射剂，过去几年需求较好。不过受制于整体骨科病人的增速以及单病人平均治疗费用的增速，我们预计鹿瓜多肽未来取得较高增速的难度较大。

2.2 心脑血管药物

2.2.1 磷酸肌酸

来源：该产品是公司收购上海华拓医药以及南京万川公司所得，目前已经成为增长最快、收入占比最大的品种。预计2015年可以带来利润3亿元，增速在60-70%左右。

主要应用：磷酸肌酸钠作为人体内源性物质，是现有唯一的无氧状态下的细胞保护剂，安全性极佳，与其他具有相似作用的果糖和复合辅酶等品种相比，磷酸肌酸具有供能效力更强，起效更迅速，更安全等优势，可广泛用于心外科、心内科、ICU、神经科等几乎所有临床科室，属于全科室用药。

2.2.2 安脑丸

来源：该产品是公司2012年通过2.1亿元增资哈尔滨蒲公英药业75%股权取得的。目前增速在30%左右，预计今年可以带来6000万元净利润。

主要应用：安脑丸是一种清热解毒、醒脑安神、豁痰开窍、镇惊熄风的药物。一般用于高热神昏，烦躁谵语，抽搐痉厥，中风窍闭，头痛眩晕，也用于高血压及一切急性炎症伴有的高热不退，神志昏迷等，其治疗领域较为广泛，曾连续三次被评为中医医院急诊必备用药。

2.2.3 银杏达莫注射液

来源：该产品是公司2015年4月以23.9亿元收购山西普德85.01%股权所得。预计2015年为公司带来约1.2亿元净利润。



主要应用:银杏达莫注射液是提取银杏树叶中的银杏黄酮与化学药物双嘧达莫组合而成的中西药复合制剂。该药品适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病,在促进血小板活化、抗氧化、抗衰老、抗老年性痴呆和眼部视网膜病变等多方临床广泛使用,因此被视作神经系统和心脑血管疾病的双跨性治疗药物。

2.2.4 氯吡格雷

来源:该产品是公司于2012年1月同河南新帅克签订合作协议,以3000万元对其全国经销权独家买断。

主要应用:氯吡格雷属于化学药,主要用于治疗心绞痛、心肌梗死、脑梗塞,简称ACS症。

2.3 营养类药物

2.3.1 葡萄糖酸锌钙口服液

来源:该产品是公司2013年6月以4.2亿元收购澳诺公司100%股权获得的。预计2015年可以为公司带来1亿元的利润,增速在50%左右。

主要应用:葡萄糖酸锌钙是一种OTC营养性药物,可以用于治疗骨质疏松,手足抽搐症、骨发育不全,佝偻病、妊娠妇女和哺乳期妇女、绝经期妇女钙的补充、小儿生长发育迟缓、食欲缺乏、厌食症、复发性口腔溃疡症以及痤疮等,是一种营养性药物,应用于多科室,并可和多种药物搭配使用,市场应用范围很广泛,被誉为婴幼儿、儿童及孕妇最为理想的补锌、补钙类制剂。

2.3.2 全科用药DNA注射液

来源:该产品为公司与北京赛升药业签订的代理销售合同所得,业务占比较小。

主要应用:脱氧核苷酸钠注射液(DNA)是一种复方制剂,其组分为人体所必需的四种脱氧核糖核苷酸钠盐,为生物体的基本物质。主要用于急、慢性肝炎,白细胞减少症,血小板减少症及再生障碍性贫血等的辅助治疗。

2.4 抗生素药物及抗肿瘤药物

2.4.1 注射用头孢米诺钠(抗生素品种)



来源:该产品是公司 2011 年 10 月与日本明治制果合作签约取得, 日本明治制果授权公司可使用其商标进行头孢米诺钠 0.5g 产品的生产和销售, 协议期限 10 年。另外公司通过为明治提供原料药, 获得 5g 装的销售权。

主要应用:该产品属于抗生素, 是一种抗感染药物。在临床上, 头孢米诺钠广泛用于扁桃体、呼吸道、泌尿道、胆道、腹腔、子宫等部位感染治疗。

2.4.2 注射用盐酸吉西他滨(抗肿瘤品种)

来源:该产品是公司 2003 年以 1400 万的价格外购所得。

主要应用:该产品主要分为代谢类、靶向类、植物药成分类, 被广泛应用于治疗胰腺癌和非小细胞肺癌, 为抗肿瘤处方药, 确切说是代谢类抗肿瘤用药。

2.5 即将上市业药物

2.5.1 银杏内酯 B 注射液(心脑血管品种)

来源:该产品是公司自 2009 年以来从参股到最终收购广州新花城公司所得, 最初参股时该产品尚处于临床三期阶段。2012 年上市的以康缘药业为代表生产的银杏内酯注射剂, 由于组分较纯(由银杏内酯 A、B、K 组合而成, 三者成分高达 95%以上), 被业界称为在安全性上取得革命性的突破。而公司的银杏内酯 B 注射剂, 是单组份品种(成分只有银杏内酯 B, 纯度高达 97%), 是我国银杏类制剂中第一个 1 类新药, 也是世界上唯一的银杏单体注射液, 技术含量高, 成分明确, 作用机制清楚, 安全性也很高, 具备充足的竞争力。

主要应用:在银杏内酯中银杏内酯 B(BN52021)的生理活性最强, 是迄今发现的最强血小板活化因子拮抗剂, 在临床上可用于治疗血栓、急性胰腺炎和心血管疾病, 还可用于转移性癌症的治疗, 对损伤神经元也有保护作用, 同时具有抗氧化, 延缓衰老的作用。银杏内酯 b 注射液成分单一明确, 疗效显著, 安全性好, 市场接受度高, 是较为难得的新型中药静脉注射剂型。



表 1：银杏制剂发展历程

	主要成分	主要品种	主要生产企业
第一代	银杏提取物（包括内酯、黄酮及其他成分）	舒血宁注射液	神威药业、珍宝岛、华润三九
		银杏达莫注射液	益佰制药、普德药业
		银杏叶提取物（金纳多）	德国威玛
第二代	银杏内酯	银杏内酯注射液	成都百裕
		银杏二萜内酯注射液	康缘药业
第三代	银杏内酯 B	银杏内酯 B 注射液	誉衡药业（尚未上市）

数据来源：相关资料，长城国瑞证券研究所

2.6 医疗服务业务

2.6.1 医疗互联网金融以及医药研发

2015 年 6 月，公司先后设立誉衡前海金融服务（深圳）有限公司、誉金所（深圳）互联网金融服务有限公司两个全资子公司。2015 年 1 月，公司与药明康德签订了《生物医药战略合作框架协议》，着手布局生物药平台的建设，通过多种手段推进创新型生物药的快速开发和产业拓展。我们认为，由于在药品销售过程中公司的上下游客户存在着融资需求，因此誉衡药业试图通过医疗互联网金融来尝试实现药品和医疗服务的对接，间接增强客户的黏性。但公司的基础还是制药领域，过度多元化的发展不仅不利于公司的业务规模扩张，反而将消耗大量的资金，且未必短期内能够起到显著的效果。

2.6.2 射阳振阳医院

公司目前持有振阳医院（原南京医科大学第二附属医院射阳分院）70%权益，振阳医院在江苏盐城市射阳县经营时间十余年，是当地最大的民营医疗机构。在并购后，振阳医院于 2015 年完成新建，并于 2015 年 3 月份完成迁址及正式运营。我们认为，并购振阳医院是誉衡药业进入医疗服务领域的一次有益尝试，但未来短期内能否带来实质性收益有待观察，实现的概率并不大。



3 盈利预测及投资评级

综合以上分析，我们认为，基于现有业务的前提假设下，誉衡药业未来 2~3 年的业绩发展较为稳定，当前估值较行业平均水平而言明显偏低。但受制于现有药品单品规模都已经较大，再度扩展单品销量的空间有限。我们预计誉衡药业 2015、2016 年的净利润分别为 8.62 亿、10.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.179、1.438 元。当前 2015 年预测业绩所对应 P/E 仅为 26.97 倍，相较整体行业 P/E 仍有一定提升空间，因此我们给予其“买入”评级，以 35 倍 P/E 给予其目标价 41.26 元。

表 2：盈利预测

单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	711.03	1307.89	1905.82	2953.00	3543.60	4252.32
增长率(%)	30.14%	83.94%	45.72%	54.95%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	164.77	226.74	443.77	862.71	1052.81	1236.99
增长率(%)	41.01%	37.61%	95.72%	94.41%	22.03%	17.49%
每股收益(EPS)	0.225	0.310	0.606	1.179	1.438	1.690

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现20%以上；
- 增持：相对强于市场表现10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。