

誉衡药业

002437

推荐

周锐 S0960207090141

0755-82026719
zhourui@cjis.cn

余方升

0755-82026844
yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

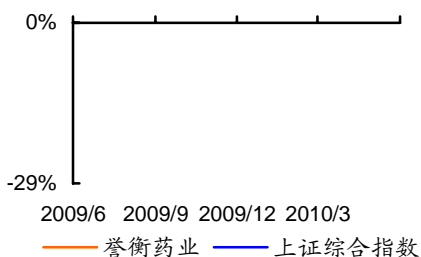
当前股价: 61.33元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2569.87
总股本(百万)	140
流通股本(百万)	28
流通市值(亿)	17
EPS (TTM)	1.32
每股净资产(元)	2.05
资产负债率	35.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
誉衡药业	22.66	22.66	22.66
上证综合指数	-0.53	-15.83	-16.39



相关报告

注射剂品种资源丰富，特色营销力促业绩快速成长

公司的注射剂品种丰富，营销模式独特有效，业绩快速成长值得期待。

投资要点:

- 公司是管理层控股的特色民企。朱吉满和白莉惠夫妇共持有约 54% 股份，是公司的实际控制人。主导产品在骨科和肿瘤领域具有明显优势；
- 鹿瓜多肽注射液需求增长空间还很大。我国人口老龄化加速使得骨折发病率逐年上升，相关用药需求也随之增加。公司的骨瓜多肽注射液相较竞争产品疗效更显著，安全性更高，并且享有单独定价权。09 年销售收入已超过 1.7 亿，未来 3 年预计可达到 30% 以上的年均增速；
- 注射用盐酸吉西他滨近年有望放量增长。抗肿瘤的注射用盐酸吉西他滨专利纠纷制约已基本解决，10 年开始可望实现放量增长。此外，即将上市的头孢米诺市场前景广阔，也有望成为新的利润增长点；
- 营销模式独特有效。公司的销售系统完善，采取“电话营销(T)+驻地招商(R)+会议营销(P)”销售模式，产品已覆盖到全国 5000 多家二级以上医院。10 年开始营销队伍将有大幅扩充，销售实力进一步加强；
- 研发优势显著，多个重磅新药临床进展顺利。研发实力行业领先，在研的一类新药银杏内酯 B 注射液已完成 3 期临床，注射用秦龙苦素 3 期临床稳步推进，此外还有 4 个国家化药 1 类新药，品种资源丰富；
- 募集资金投向主导产品 GMP 技改和异地扩建项目。本次募集资金中有 4.29 亿投向募投项目，剩余资金除补充流动资金和归还银行贷款外，公司还计划用大量资金用于研发投入和外延式并购；
- 成长趋势比较确定，给予推荐评级。公司拥有丰富的注射剂品种资源，完善有效的营销体系，未来成长空间广阔。我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.32、1.86 和 2.50 元，给予推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	430	623	886	1233
同比(%)	56%	45%	42%	39%
归属母公司净利润(百万元)	130	185	261	350
同比(%)	23%	42%	41%	34%
毛利率(%)	56.4%	53.4%	52.9%	52.4%
ROE(%)	45.3%	8.6%	10.9%	12.7%
每股收益(元)	0.93	1.32	1.86	2.50
P/E	65.93	46.53	32.93	24.53
P/B	29.86	4.02	3.58	3.13
EV/EBITDA	55	38	27	20

资料来源: 中投证券研究所

附表 1: 誉衡药业主营业务预测 (单位: 万)

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入					
自有产品:	19964	23863	31787	45746	63176
鹿瓜多肽注射液	13934	17365	22227	29340	38728
注射用盐酸吉西他滨	3511	3810	5335	8535	12803
头孢米诺等新产品			1000	4000	7000
其它产品	2519	2688	3225	3871	4645
代理产品	7523	18603	29765	41671	58340
医药技术等其它	73	526	790	1184	1776
合计	27560	42993	62342	88601	123293
营业成本					
自有产品:	4201	4421	6243	9756	13876
鹿瓜多肽注射液	1398	1678	2222	2933	3872
注射用盐酸吉西他滨	1209	1067	1494	2390	3585
头孢米诺等新产品			500	2000	3500
其它产品	1594	1676	2028	2433	2920
代理产品	5702	13988	22324	31254	43756
医药技术等其它	67	323	484	727	1090
合计	9970	18732	29052	41737	58722
毛利率					
自有产品:	78.96%	81.47%	80.36%	78.67%	78.04%
鹿瓜多肽注射液	89.97%	90.33%	90.00%	90.00%	90.00%
注射用盐酸吉西他滨	65.57%	71.99%	72.00%	72.00%	72.00%
头孢米诺等新产品			50.00%	50.00%	50.00%
其它产品	36.72%	37.66%	37.14%	37.14%	37.14%
代理产品	24.20%	24.81%	25.00%	25.00%	25.00%
医药技术等其它	7.62%	38.64%	38.64%	38.64%	38.64%
合计	63.82%	56.43%	53.40%	52.89%	52.37%

资料来源: 中投证券研究所

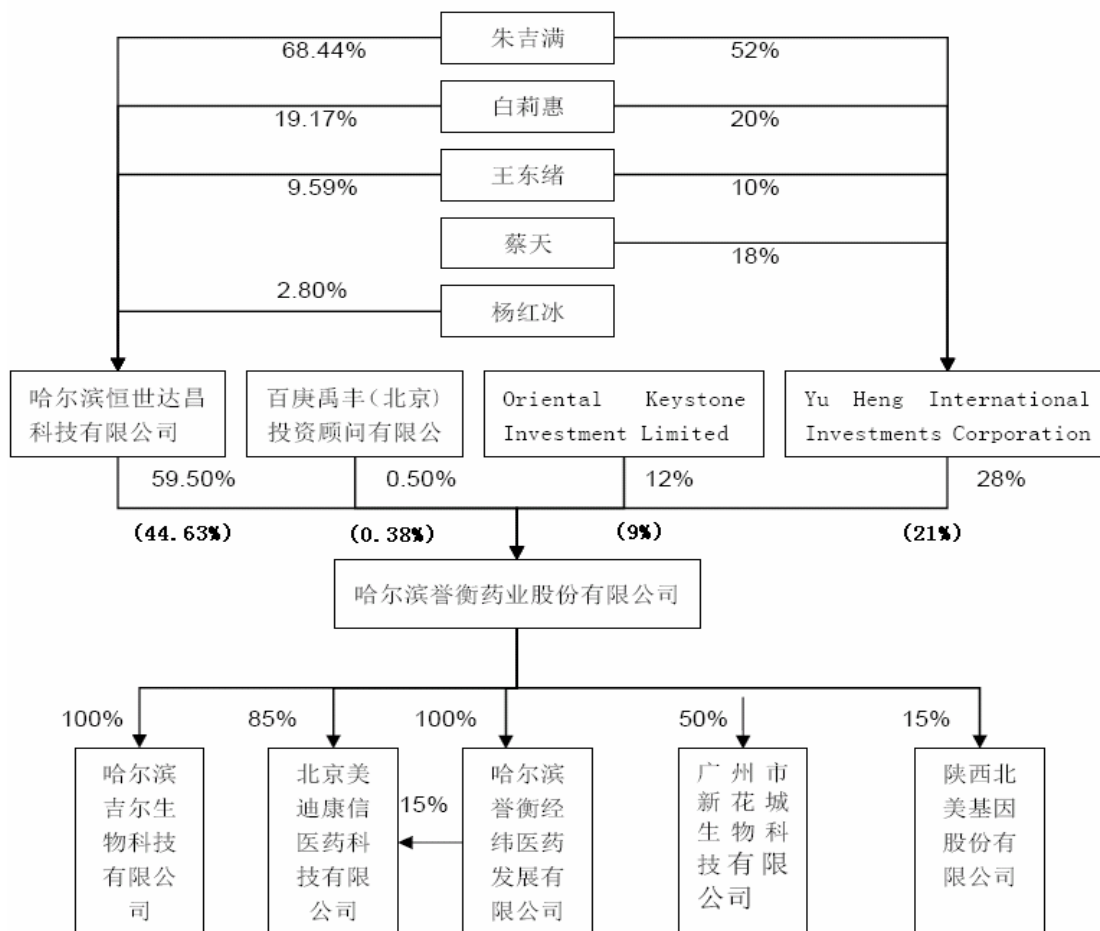
附录：公司简介

誉衡药业成立于 2000 年，公司以骨科用药、抗肿瘤、抗生素、营养药物为研发重点，以注射剂的开发为首选，涵盖骨科、风湿科药物、抗肿瘤药物、消化系统用药、呼吸系统用药、心脑血管药物、肝病用药、妇科用药和抗生素等领域。

其中，包括松梅乐（鹿瓜多肽注射液）在内的多个产品进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，同时松梅乐（鹿瓜多肽注射液）是国家发改委给予单独定价的产品。“松梅乐”被评为黑龙江省著名商标。公司是国家科技部认定的“国家火炬计划新医药产业基地首批骨干企业”；黑龙江省“高新技术企业”。

本次发行前，哈尔滨恒世达昌科技有限公司持有公司 59.50% 股份，是公司的控股股东。董事长朱吉满通过哈尔滨恒世达昌科技有限公司和誉衡国际投资公司间接持有公司 55.28% 的股份，是公司实际控制人。朱吉满和白莉惠夫妇共间接持有公司 72.29% 的股份。本次发行了 3500 万股，发行后总股本为 14000 万股。发行后朱吉满仍间接持有公司 41.46% 的股份，仍为公司实际控制人。

附图 1：誉衡药业股权结构（括号内为发行后股权比例）



资料来源：公司网站 招股说明书 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	231	1789	1754	1912	营业收入	430	623	886	1233
现金	88	1570	1441	1474	营业成本	187	291	417	587
应收账款	1	1	1	2	营业税金及附加	2	3	4	6
其它应收款	47	68	97	134	营业费用	50	70	102	144
预付账款	72	112	160	226	管理费用	33	46	67	95
存货	24	37	53	74	财务费用	4	-2	-10	-9
其他	0	2	2	3	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	211	478	792	998	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	71	72	153	236	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	114	245	423	569	营业利润	152	216	305	410
无形资产	17	17	17	17	营业外收入	1	1	1	1
其他	10	144	199	176	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	442	2268	2545	2910	利润总额	153	217	306	411
流动负债	155	133	150	165	所得税	23	32	45	61
短期借款	92	69	74	75	净利润	130	185	261	350
应付账款	11	21	28	40	少数股东损益	0	0	0	0
其他	52	43	48	49	归属母公司净利润	130	185	261	350
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	156	223	313	428
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.93	1.32	1.86	2.50
其他	0	0	0	0					
负债合计	155	133	150	165	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	105	140	140	140	成长能力				
资本公积	4	1632	1632	1632	营业收入	56.0%	45.0%	42.1%	39.2%
留存收益	178	363	623	973	营业利润	39.6%	42.2%	41.4%	34.4%
归属母公司股东权益	288	2135	2395	2745	归属于母公司净利润	22.9%	41.7%	41.3%	34.2%
负债和股东权益	1928	2367	2720	3158	获利能力				
					毛利率	56.4%	53.4%	52.9%	52.4%
					净利率	30.3%	29.6%	29.4%	28.4%
					ROE	45.3%	8.6%	10.9%	12.7%
					ROIC	89.6%	41.9%	40.0%	45.7%
					偿债能力				
					资产负债率	35.0%	5.9%	5.9%	5.7%
					净负债比率	59.37	51.99%	49.26	45.72%
					流动比率	1.49	13.45	11.69	11.60
					速动比率	1.34	13.17	11.34	11.15
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	0.46	0.37	0.45
					应收账款周转率	592	429	509	484
					应付账款周转率	18.16	18.28	17.11	17.18
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.32	1.86	2.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.23	2.19	2.66
					每股净资产(最新摊薄)	2.05	15.25	17.11	19.61
					估值比率				
					P/E	65.93	46.53	32.93	24.53
					P/B	29.86	4.02	3.58	3.13
					EV/EBITDA	55	38	27	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434