

化学制剂

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 65.67元

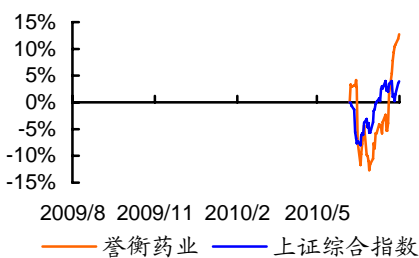
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2666.30
总股本(百万)	140
流通股本(百万)	28
流通市值(亿)	18
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	25.09	31.34	31.34
上证综合指数	9.98	2.76	-11.66



相关报告

《誉衡药业-注射剂品种资源丰富, 特色营销力促业绩快速增长》2010-6-25

誉衡药业

002437

推荐

代理业务快速增长, 继续加强营销推广

上半年公司实现归属于母公司净利润约 0.63 亿, 同比增长 28.48%, 对应 EPS 为 0.45 元。

投资要点:

- **中期营收增速较快, 费用率有所上升。**公司 1-6 月共实现营业收入为 2.36 亿, 同比增长 38.30%。实现归属于母公司净利润约 0.63 亿, 同比增长 28.48%。净利润增速低于营收主要系毛利率相对较低的代理业务销售增速高于自有产品增速, 各项费用率也有所上升;
- **自有产品销售增速有望加快。**上半年自有产品实现销售收入约 1.19 亿, 同比增长 24.99%, 预计募投项目投产后增速会加快。其中, 鹿瓜多肽注射液需求增长空间还很大, 今后 3 年均速可望达到 30% 以上。注射用盐酸吉西他滨专利纠纷制约已基本解决, 以后放量增长可期。此外头孢米诺等新品未来利润贡献也将不断增加;
- **药品代理业务保持了快速增长势头。**前 6 月医药流通实现营收约 1.14 亿, 同比增长 53.95%。其中 DNA 进入了黑龙江、广东等 16 个省医保目录, 未来快速增长可期, 锌钙特和曼新妥等市场拓展比较顺利;
- **继续加强营销推广。**公司销售体系较为完善有效, 上半年在华北、华中、华南等地区增速较快, 未来将在华东等地区加大推广力度;
- **研发储备品种丰富。**国家一类新药银杏内酯 B 注射液 3 期临床已完成, 注射用秦龙苦素处于 3 期临床中, 此外还有 4 个国家化药 1 类新药;
- **成长前景值得看好, 维持推荐评级。**丰富品种资源加上强大营销能力将促使公司未来业绩快速增长, 我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.32、1.86 和 2.50 元, 维持推荐的投资评级。

风险提示:

- 产品可能受到行业降价政策影响。

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	70.59	49.82	35.26	26.27
P/B	31.98	4.31	3.84	3.35
EV/EBITDA	59	41	29	21

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

资料来源: 公司公告 中投证券研究所

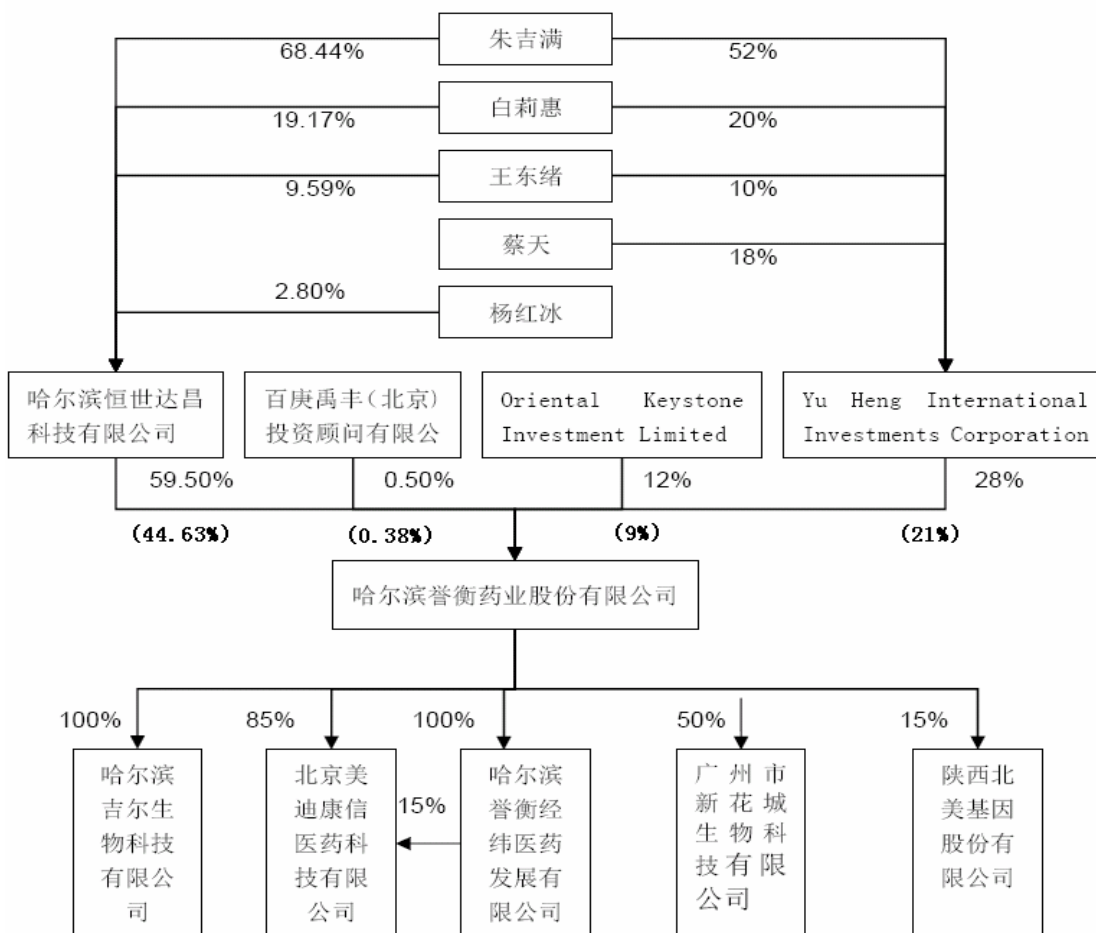
## 附录：公司简介

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同间接持有公司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
<b>流动资产</b>	231	1789	1754	1912	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	442	2268	2545	2910	<b>利润总额</b>	153	217	306	411
<b>流动负债</b>	155	133	150	165	所得税	23	32	45	61
短期借款	92	69	74	75	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	130	185	261	350
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	156	223	313	428
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.93	1.32	1.86	2.50
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	155	133	150	165	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	105	140	140	140	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	442	2268	2545	2910	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	70.59	49.82	35.26	26.27
					P/B	31.98	4.31	3.84	3.35
					EV/EBITDA	59	41	29	21

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

## 研究团队简介

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: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 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