

## 证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

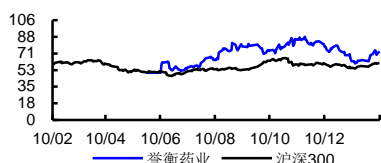
**誉衡药业(002437)**
**推荐**

2010 年报点评

(维持评级)

2011 年 2 月 22 日

## 一年该股与沪深 300 走势比较


**股票数据**

总股本(百万股)	140.0/35.0
总市值(百万元)	10,180.8/2,545.2
沪深 300/深圳成指	2,932.25/12,872.47
12 个月最高/最低(元)	88.22/50.00

**相关研究报告:**

《誉衡药业-002022-10 年三季报点评:业绩符合预期,期待明年新产品发力》——2010-10-28

《誉衡药业-002437-计划收购一类肿瘤新药,产品储备又进一步》——2010-10-11

《誉衡药业-002437-深度报告:处方药专家,趋势待发》——2010-8-26

**证券分析师: 丁丹**

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

**证券分析师: 贺平鸽**

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

**公司年报/半年报点评**

## 平稳业绩, 靓丽分红

**● 业绩平稳增长, 分红预案靓丽**

2010 年公司实现销售收入 5.75 亿元, 同比增长 34%; 实现扣非净利润 1.62 亿元, 合摊薄 EPS1.16 元/股, 同比增长 25%, 略低于我们之前预期的 1.69 亿元。经营性现金流 1.13 亿元, 盈利质量正常。分红预案靓丽: 每 10 股转 10 股、并以未分配利润每 10 股派发现金股利人民币 5 元(含税)

**● 管理费用翻番增长是拉低利润增速主因**

2010 年期间费用中, 和一线业务直接相关的销售费用只增长了 11.2%, 实际上体现了在公司营销渠道较为完善的情况下销售规模增长的摊薄效应。但是管理费用大幅增长了 99.44%, 几乎翻番, 其中包括了上市发行费用近 1000 万元, 但扣除此项非经营性费用后, 仍同比增长 69%。

**● 2011 年增长弹性主要看头孢米诺**

我们估计 2010 年公司主要产品鹿瓜多肽增长近 30%; 吉西他滨虽销量增长可能超过 40%, 但因受新上市几家公司产品价格竞争影响, 销售收入增长可能不到 20%。代理业务估计快速增长近 50%, 其中代理的哈药集团的前列地尔从 09 年的 2000 多万收入增长到 10 年的近 9000 万。

我们预计 2011 年鹿瓜多肽可保持 25-30% 左右的增长, 吉西他滨预计仍受竞争加剧影响增长乏力。业绩弹性主要来自新上市产品头孢米诺, 目前已解决产能瓶颈, 预计 2 季度开始实现正常销售, 我们预计 11 年销售收入有望达到 1 亿元。

**● 维持中长期“推荐”评级**

我们认可公司聚焦专科药产品线建设的战略, 公司营销能力出色, 管理团队优秀, 但上市后费用支出较大造成短期阶段性“投入-产出”不匹配而至利润增速低于收入增长。下调 2011-2012 年盈利预测至 1.73、2.43, 下调幅度 9%、12%, 扣非后同比增长 49%、40%, 首次给予 2013 年 EPS3.25 元/股的预测(未考虑送股后摊薄)。2010 是公司的蓄势之年, 2011 后有望逐步走向真正以新产品推动的增长方向, 外延扩展也已启动, 维持对公司中长期“推荐”评级和一年期合理价 75-80 元(12PE30-32X)。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	429.93	575	846	1,134	1,496
(+/-%)	55.99%	33.8%	47.0%	34.0%	32.0%
净利润(百万元)	130.24	155	242	340	455
(+/-%)	22.92%	18.8%	56.3%	40.4%	34.0%
每股收益(元)	1.24	1.11	1.73	2.43	3.25
EBIT Margin	36.33%	31.8%	32.7%	34.7%	35.4%
净资产收益率(ROE)	45.29%	7.3%	10.6%	13.4%	16.0%
市盈率(PE)	58.63	65.8	42.1	30.0	22.4
EV/EBITDA	45.98	51.6	34.3	24.3	18.2
市净率(PB)	26.56	4.8	4.4	4.0	3.6

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

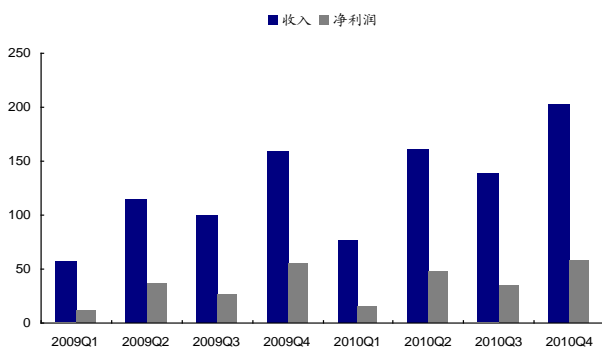
## 业绩平稳增长，分红预案靓丽

2010 年公司实现销售收入 5.75 亿元，同比增长 34%；实现扣非净利润 1.62 亿元（非经常性损益为上市发行费用 997 万元），合摊薄 EPS1.16 元/股，同比增长 25%，略低于我们之前对公司净利润 1.69 亿元、同比增长 30%的预期。

经营性现金流 1.13 亿元，盈利质量正常。

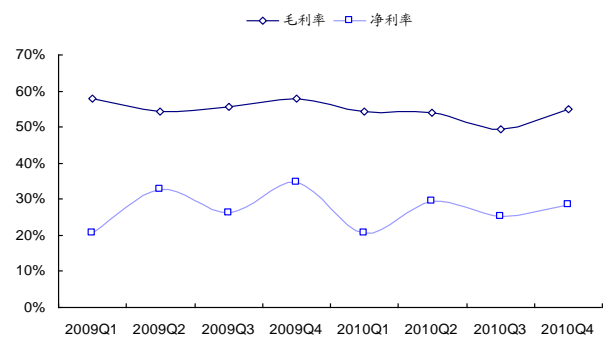
分红预案靓丽：每 10 股转 10 股、并以未分配利润每 10 股派发现金股利人民币 5 元（含税）

图 1：2009-2010 年誉衡药业单季度收入及净利润（百万元）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：2009-2010 年誉衡药业单季度盈利水平



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

## 管理费用翻番增长是拉低利润增速主因

2010 年公司收入增速 34%，接近我们原来 39%增速的预期。导致利润增速明显低于收入增速的原因主要是期间费用大幅增长：其中，和一线业务直接相关的销售费用只增长了 11.2%，实际上体现了在公司营销渠道较为完善的情况下销售规模增长的摊薄效应。

但是管理费用大幅增长了 99.44%，几乎翻番，其中包括了上市发行费用近 1000 万元，但扣除此项非经营性费用后，仍同比增长 69%。

## 2011 年增长弹性主要看头孢米诺

### 2010 年主要产品销售情况：

- 我们估计 2010 年公司主要产品鹿瓜多肽增长近 30%；
- 吉西他滨虽销量增长可能超过 40%，但因受新上市几家公司产品价格竞争影响，销售收入增长可能不到 20%；
- 代理业务估计快速增长近 50%，其中代理的哈药集团的前列地尔从 09 年的 2000 多万收入增长到 10 年的近 9000 万（09 年 1 月签约）。充分体现了公司对新产品的推广能力。

### 我们预计 2011 年主要产品和新产品销售情况:

- 鹿瓜多肽可持续保持 25~30%左右的增长;
- 吉西他滨预计仍受竞争加剧影响增长乏力;
- 代理产品预计仍能有 40%的快速增长,但毛利率远低于自产产品,对业绩边际贡献有限,更多起锻炼自身营销和经销商队伍,为后续自产新产品上市做准备的作用;
- 我们认为 2011 年业绩弹性主要来自新上市产品头孢米诺,头孢米诺是中国第二大抗生素,公司产品获得原研厂日本明治的美士灵商标授权,目前已解决产能瓶颈,招标情况良好,预计今年 2 季度开始实现正常销售,我们预计 11 年销售收入 1 亿元,毛利率 60%以上,将是公司 2011 年利润增长的最大推动力之一。

具体产品预测参见表 1。

## 外延扩展启动

公司同时还公布了两项外延扩展计划:

- 标的一:拟使用不超过 200 万元自有资金,以现金形式收购菏泽市牡丹园俊博医药有限公司,为拓展新的销售模式以及后续上市的新产品市场开发做准备。
- 标的二:波兰波尔法华沙制药厂(Warszawskie Zakłady Farmaceutyczne Polfa S.A.)华沙制药厂主要营业范围为药品原料及制剂的生产和销售,主要市场为波兰本地市场及欧洲周边国家市场,该企业具有欧盟认证的生产条件。现华沙制药厂的股东 Polski Holding Farmaceutyczny S.A.及 State Treasury 拟出让其持有的部分股份,目前已确定有多家企业参与本次竞购。公司也准备聘请相关机构进行尽职调查。如此次竞购成功,华沙制药厂将作为公司开辟欧洲市场的渠道,在营销及研发领域通过引进及输出产品而达到双赢。

公司 IPO 超募资金约 12 亿元,预计并购将是超募资金使用的主要投向。去年公司收购了一类肿瘤新药美迪替尼,上述计划显示公司也已经启动了针对销售渠道的收购。我们预计未来公司外延发展仍以产品线建设为目的的药品品种或企业并购为主。

## 维持中长期“推荐”评级

我们认可公司聚焦专科药产品线建设的战略,公司营销能力出色,管理团队优秀,但上市后费用支出较大造成短期阶段性“投入-产出”不匹配而至利润增速低于收入增长。

我们预计 2011 年除头孢米诺外的老产品和代理业务带来的净利润 2.1 亿元左右,增长 30%,头孢米诺带来的净利润约 3200 万元左右,则 2011 年合计实现净利润 2.42 亿元。下调 2011-2012 年盈利预测至 1.73、2.43,下调幅度 9%、12%,扣

非后同比增长 49%、40%，首次给予 2013 年 EPS3.25 元/股的预测（未考虑送股后摊薄）。2010 是公司的蓄势之年，2011 后有望逐步走向真正以新产品推动的增长方向，外延扩展也已启动，维持对公司中长期“推荐”评级和一年期合理价 75~80 元（12PE30~32X）。

**表 1：誉衡药业细分产品盈利预测（百万元）**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>一、自产产品</b>									
收入	47.34	80.51	130.74	199.64	238.63	295	468	622	810
同比增长		70.09%	62.38%	52.70%	19.53%	23%	59%	33%	30%
毛利率	49.63%	69.67%	77.40%	78.96%	81.47%	81%	77%	76%	75%
<b>鹿瓜多肽注射液</b>									
收入	37.78	56.32	92.20	139.34	173.65	221	282	361	452
同比增长		49.06%	63.71%	51.14%	24.62%	27%	28%	28%	25%
毛利率	56.15%	78.82%	87.84%	89.97%	90.33%	89%	89%	89%	89%
<b>吉西他滨</b>									
收入	4.76	13.73	20.47	35.11	38.10	43	50	57	66
同比增长		188.52%	49.11%	71.53%	8.53%	14%	15%	15%	15%
毛利率	30.91%	50.57%	64.45%	65.57%	71.99%	69%	69%	69%	69%
<b>其他</b>									
收入	4.80	10.47	18.08	25.19	26.88	31	36	43	52
同比增长		118.24%	72.64%	39.34%	6.72%	14%	18%	20%	20%
毛利率	16.92%	45.48%	38.81%	36.72%	37.66%	38%	38%	38%	38%
<b>新产品-头孢米诺</b>									
收入							100	160	240
同比增长								60%	50%
毛利率							60%	60%	60%
<b>二、代理产品</b>									
收入	22.10	19.83	33.23	75.23	186.03	275	372	502	667
同比增长		-10.30%	67.62%	126.36%	147.29%	48%	35%	35%	33%
毛利率	16.95%	17.13%	19.39%	24.20%	24.81%	24%	24%	24%	24%
<b>三、其他(主要为医药技术)</b>									
收入		0.00	0.14	0.74	5.26	6	8	11	15
同比增长				434.60%	611.68%	8%	40%	35%	35%
毛利率			82.48%	7.81%	38.64%	41%	41%	41%	41%
<b>合计</b>									
收入	70	100	164	276	430	576	848	1135	1492
同比增长		44.23%	63.56%	67.94%	55.99%	33.9%	47.3%	33.8%	31.5%
毛利率		59.29%	65.66%	63.82%	56.43%	53.2%	53%	53%	52%

数据来源：wind、国信证券经济研究所

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1538	1169	1009	930
应收款项	95	151	202	266
存货净额	53	83	112	149
其他流动资产	149	254	340	449
<b>流动资产合计</b>	<b>1835</b>	<b>1657</b>	<b>1663</b>	<b>1795</b>
固定资产	254	342	406	436
无形资产及其他	25	24	23	23
投资性房地产	11	11	11	11
长期股权投资	69	369	569	769
<b>资产总计</b>	<b>2194</b>	<b>2403</b>	<b>2672</b>	<b>3033</b>
短期借款及交易性金融负债	0	10	10	10
应付款项	13	21	28	37
其他流动负债	61	82	106	139
<b>流动负债合计</b>	<b>74</b>	<b>113</b>	<b>144</b>	<b>186</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>74</b>	<b>113</b>	<b>144</b>	<b>186</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2121	2290	2528	2846
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2194</b>	<b>2403</b>	<b>2672</b>	<b>3033</b>

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.11	1.73	2.43	3.25
每股红利	0.03	0.52	0.73	0.97
每股净资产	15.15	16.36	18.06	20.33
ROS	27%	29%	30%	30%
ROE	7%	11%	13%	16%
毛利率	53%	53%	53%	52%
EBIT Margin	32%	33%	35%	35%
EBITDA Margin	35%	36%	38%	38%
收入增长	34%	47%	34%	32%
净利润增长率	19%	56%	40%	34%
资产负债率	3%	5%	5%	6%
息率	0.0%	0.7%	1.0%	1.3%
P/E	65.8	42.1	30.0	22.4
P/B	4.8	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	51.6	34.3	24.3	18.2

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>575</b>	<b>846</b>	<b>1134</b>	<b>1496</b>
营业成本	269	400	537	713
营业税金及附加	2	3	5	6
销售费用	56	80	96	120
管理费用	65	85	103	128
财务费用	1	(6)	(5)	(4)
投资收益	(1)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	181	283	398	533
营业外净收支	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>183</b>	<b>284</b>	<b>399</b>	<b>534</b>
所得税费用	28	42	59	79
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>155</b>	<b>242</b>	<b>340</b>	<b>455</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>155</b>	<b>242</b>	<b>340</b>	<b>455</b>
资产减值准备	(2)	0	0	0
折旧摊销	16	24	32	39
公允价值变动损失	(0)	0	0	0
财务费用	1	(6)	(5)	(4)
营运资本变动	(148)	(161)	(134)	(169)
其它	2	(0)	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>23</b>	<b>104</b>	<b>237</b>	<b>326</b>
资本开支	(150)	(111)	(95)	(69)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(148)</b>	<b>(411)</b>	<b>(295)</b>	<b>(269)</b>
权益性融资	1688	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(4)	(73)	(102)	(136)
其它融资现金流	(105)	10	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1576</b>	<b>(63)</b>	<b>(102)</b>	<b>(136)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1450</b>	<b>(369)</b>	<b>(160)</b>	<b>(79)</b>
货币资金的期初余额	88	1538	1169	1009
货币资金的期末余额	1538	1169	1009	930
企业自由现金流	(99)	(13)	137	253
权益自由现金流	(204)	2	141	257

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
<b>机械</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>	
郑武	0755-82130422	李君	021-60933156	郑东	010-66025270
余爱斌	0755-82133400	左涛	021-60933164	秦波	010-66026317
陈玲	0755-82130646				
杨森	0755-82133343				
<b>商业贸易</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁丹	0755-82134323		
<b>石油与石化</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
<b>有色金属</b>		<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
<b>通信</b>		<b>造纸</b>		<b>家电</b>	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程锋	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
<b>计算机</b>		<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
		黄磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
<b>农业</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922
<b>建材</b>		<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>	
				邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-82130678
<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>		<b>指数与产品设计</b>	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁剑	0755-82139918	阳瑾	0755-82133538
		余辉	0755-82130741	周琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓岳	0755-82150533
<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>		<b>交易策略</b>	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑云	021-60875163		
		毛甜	021-60933154		

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn