

分析师：涂羚波  
执业证书编号：S0050208010103  
Tel：010-59355910  
Email：tulb@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新  
盛大厦7层(100140)

## 誉衡药业 (002437.SZ)

### 代理产品增长较快

#### 投资要点

- **业绩低于预期。**2010年公司实现营业收入、净利润分别为57545万元、15471万元，同比分别增长33.85%、18.80%，扣除非经常性损益后净利润同比增长25.30%，每股收益摊薄后1.11元，分配方案拟10转10派5。
- **利润增速低于收入增速。**原因是药品代理收入增幅大于自产产品收入增幅，但其毛利率低于公司自产产品，从而导致整体毛利率同比下降了3.22个百分点。此外，由于公司上市而发生的路演推荐费用较大，使得员工薪酬支出以及差旅费等增长较大，导致管理费用率同比增长了3.74个百分点。
- **代理产品增长较好。**代理产品DNA进入众多地方医保目录，目录执行后DNA产品将获得较高的增长；代理产品锌钙特口服液医院及OTC终端进一步深入，比去年同期有较大幅度增长；代理产品前列地尔注射液快速实现市场覆盖，增长较好。
- **后续品种丰富。**公司具有两个一类中药注射剂银杏内酯B和注射用秦龙苦素，预计会在2年内上市，均为临床用药大品种范围。子公司经纬医药将获得一类新药人神经生长因子的全国独家代理权，该药目前正在申报生产批件。另外，还有多个化药一类和三类新药处在临床前的不同阶段。
- **下调盈利预测，给予“谨慎推荐”评级。**预计公司2011、2012、2013年分别实现净利润2.28亿元、3.04亿元、3.83亿元，同比分别增长47%、33%、26%，每股收益1.63元、2.17元、2.74元。对应动态市盈率分别为45.6倍、34.2倍、27.2倍，给予11年50倍动态市盈率估值，合理价位81.5元。考虑到公司发展前景较好，但短期估值较高，给予“谨慎推荐”。

#### 医药生物

#### 投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	调低
目标价格：	81.5

#### 市场数据

市价(元)	71.50
上市的流通A股(亿股)	0.35
总股本(亿股)	1.40
52周股价最高最低(元)	50.0-92.6
上证指数/深证成指	2878.60/12492.70
2010年股息率	0.00%

#### 52周相对市场表现

2010-2-24~2011-2-24

— 上证综指 — 誉衡药业  
— 医药生物

#### 相关研究

《誉衡药业：未来值得期待》  
2010-08-19

#### 公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	575	822	1103	1405
增长率(%)	34	43	34	27
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	154.71	228.10	303.90	382.91
增长率(%)	19	47	33	26
毛利率(%)	53	52	51	50
净资产收益率(%)	7	10	11	13
EPS(元)	1.11	1.63	2.17	2.74
P/E(倍)	67.23	45.60	34.23	27.17
P/B(倍)	4.90	4.43	3.92	3.43

来源：公司年报、民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1835	2124	2490	2951
现金及等价物	1538	1698	1916	2219
应收帐款	19	26	36	45
存货	53	78	106	138
其它流动资产	225	322	432	550
<b>非流动资产</b>	352	309	357	394
长期股权投资	69	69	69	69
固定资产及其他	256	214	254	281
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	25	25	33	42
其它非流动资产	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	2194	2433	2847	3345
<b>流动负债</b>	74	108	147	191
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	13	19	25	33
其它流动负债	61	89	122	158
<b>非流动负债</b>	0	-24	48	119
长期借款	0	-24	48	119
其它非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	74	84	195	310
少数股东权益	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2121	2349	2653	3036
<b>负债和股东权益</b>	2194	2433	2847	3345

**现金流量表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	14	152	219	293
净利润	155	228	304	383
资产减值准备	0	0	0	0
折旧和摊销	0	19	23	26
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	1	0	0	0
营运资本变动	-142	-95	-108	-116
投资收益	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-147	24	-71	-62
资本支出	-147	24	-71	-62
其它	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	1586	-24	71	71
权益性融资	1679	0	0	0
负债净变化	-92	-24	71	71
财务费用	-1	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	1453	152	219	302
期初现金余额	93	1546	1698	1916
期末现金余额	1546	1698	1916	2219

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	575	822	1103	1405
营业成本	269	394	537	696
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	56	82	110	140
管理费用	65	74	94	112
财务费用	1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	181	268	358	450
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	183	268	358	450
所得税	28	40	54	68
<b>净利润</b>	155	228	304	383
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司所</b>	155	228	304	383
<b>EBITDA</b>	183	268	358	450
<b>EPS (元)</b>	1.11	1.63	2.17	2.74

**主要财务比率**

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.8%	42.9%	34.2%	27.3%
营业利润	19.4%	48.1%	33.2%	26.0%
归属母公司净利	18.8%	47.4%	33.2%	26.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.2%	52.0%	51.3%	50.5%
净利率	26.9%	27.7%	27.5%	27.3%
ROE	7.3%	9.7%	11.5%	12.6%
ROIC	7.3%	9.8%	11.3%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	3.4%	3.5%	6.8%	9.3%
流动比率	24.9	19.7	16.9	15.5
速动比率	24.2	18.9	16.2	14.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收帐款周转率	31.1	31.1	31.1	31.1
应付帐款周转率	21.3	21.3	21.3	21.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.11	1.63	2.17	2.74
每股经营现金	0.10	1.09	1.56	2.09
每股净资产	15.15	16.78	18.95	21.68
<b>估值比率</b>				
P/E	67.2	45.6	34.2	27.2
P/B	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	58.0	39.5	29.6	23.5

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn