



医药/必需消费

誉衡药业 (002437)

期待新产品爆发

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

S0880208080357

本报告导读:

中报点评: 增长有所放缓, 期待头孢米诺钠等超预期

投资要点:

- 10 年中报: 主营收入、营业利润分别为 2.36、0.73 亿元, 分别同比上升 38.3%、23.5%; 净利润 0.63 亿元, 同比增长 28.5%。营业利润率有所下降 (10H 30.7%, 09H 34.4%), 代理销售增长较快使得整体毛利率有所下降, 而期间费用则有所上升; EPS 0.50 元(一季度单季度 0.11, 二季度单季 0.34 元)。ROE 19.8%, 每股经营性现金流 0.31 元。
- 公司业绩主要由两部分构成: 1、医药工业: 实现营业收入 1.19 亿元, 同比增长 24.99%, 毛利率下降 0.2 个百分点。主导产品鹿瓜多肽注射液及注射用盐酸吉西他滨较去年同期增长 20%~30%。2、医药商业: 公司控股经纬医药 100% 股权, 10 年上半年实现销售 1.14 亿, 同比增长 53.95%, 毛利率提高 2.2 个百分点。
- 未来核心竞争力: 1、研发梯队: 在研产品有 18 项, 有望在 2~3 年内上市的重点产品有银杏内酯 B 注射剂、注射用秦龙苦素等 6 个国家中药 1 类新药; 2、销售模式: “TRP”+代理制和团队制结合; 3、管理层: 市场经验丰富。
- 医药工业: 由于鹿瓜多肽注射液市场份额比较稳定, 能继续保持 25% 的增速; 虽然注射用盐酸吉西他滨仍陷于专利纠纷, 但胜诉概率较大, 由于前两年基数较小, 预计 10 年能放量增长, 达到 35%; 预计头孢米诺钠为主的新产品 10 年能实现 3,000 万元。药品代理销售: 增速有所放缓, 预计 10 年 50% 增长。
- 公司未来依靠研发和营销的双轮驱动, 我们认为主导产品差能瓶颈的突破以及头孢米诺等诸多新产品的上市将成为公司盈利增长的推动因素, 而银杏内酯 B 等诸多在研产品或许能成为业绩爆发点。由于中报略低于预期, 我们下调对公司全年的业绩预测, 预计 10-11 年 EPS 分别为 1.28 元、1.76 元, 同比增长率为 37.9%、37.5%。目前股价 65.7, 相当于 11 年 37 倍, 给予谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	276	430	617	871	1,194
(+/-)%	67.9%	56.0%	43.4%	41.3%	37.0%
经营利润 (EBIT)	112	156	199	266	346
(+/-)%	41.9%	38.9%	27.7%	33.9%	29.8%
净利润	106	130	180	247	312
(+/-)%	41.7%	22.9%	37.9%	37.5%	26.4%
每股净收益 (元)	0.76	0.93	1.28	1.76	2.23
每股股利 (元)	-	-	0.13	0.18	0.22

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	40.6%	36.2%	32.2%	30.5%	28.9%
净资产收益率 (%)	54.6%	45.3%	8.4%	10.5%	11.8%
投入资本回报率 (%)	56.2%	105.2%	32.8%	22.9%	25.2%
EV/EBITDA	81.5	58.7	43.1	30.7	23.3
市盈率	86.8	70.6	51.2	37.2	29.5
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 首次覆盖

目标价格: 72.00

上次预测:

当前价格: 65.67

2010.08.20

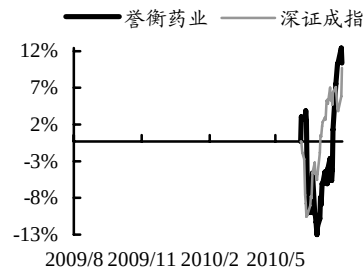
交易数据

52 周内股价区间 (元)	50.00-67.00
总市值 (百万元)	9,194
总股本/流通 A 股 (百万股)	140/28
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	20%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,019
每股净资产	14.42
市净率	4.6
净负债率	5%

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	25%	0%	0%
相对指数	10%	-13%	-1%

相关报告

《产品梯队丰富的处方药专家》

2010.06.22

模型更新时间: 2010.08.19

股票研究

必需消费

医药

誉衡药业 (002437)

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 72.00

上次预测:

当前价格: 65.67

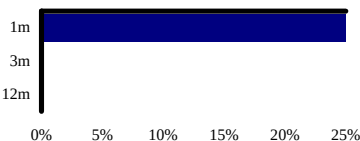
公司网址

www.gloria.cc

公司简介

公司以骨科用药、抗肿瘤、抗生素、营养药物为研发重点, 产品涵盖骨科药物、风湿类药物、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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

50.00-67.00

市值 (百万)

9,194

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

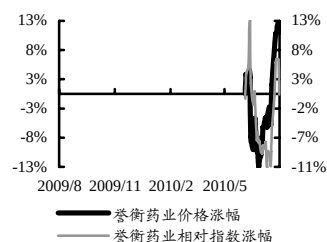
EV/EBITDA

P/S

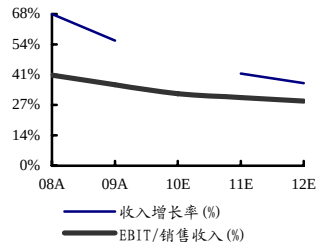
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	276	430	617	871	1,194
营业成本	100	187	286	410	569
税金及附加	1	2	2	3	5
营业费用	38	50	74	105	143
管理费用	25	33	55	87	131
EBIT	112	156	199	266	346
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	3	4	-13	-24	-22
营业利润	109	152	211	290	367
所得税	3	23	32	44	55
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	106	130	180	247	312
货币资金、交易性金融资产	42	88	1,481	1,155	1,229
其他流动资产	122	143	226	322	445
长期投资	1	71	70	70	70
固定资产合计	88	114	401	771	950
无形资产及其他资产	16	17	18	19	20
资产合计	279	442	2,305	2,545	2,847
流动负债	85	155	175	187	201
长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	194	288	2,130	2,359	2,646
投入资本(IC)	199	148	606	1,160	1,373
NOPLAT	109	132	169	226	294
折旧与摊销	0	0	13	31	46
流动资金增量	59	(9)	70	85	109
资本支出	9	24	400	500	150
自由现金流	177	148	652	842	599
经营现金流	49	212	110	169	228
投资现金流	(10)	(166)	(400)	(501)	(151)
融资现金流	84	36	1,683	6	(3)
现金流净增加额	122	82	1,393	(326)	74
收入增长率	67.9%	56.0%	#REF!	41.3%	37.0%
EBIT 增长率	41.9%	38.9%	#REF!	33.9%	29.8%
净利润增长率	41.7%	22.9%	#REF!	37.5%	26.4%
利润率					
毛利率	63.8%	56.4%	53.6%	52.9%	52.3%
EBIT 率	40.6%	36.2%	32.2%	30.5%	28.9%
净利润率	38.4%	30.3%	29.1%	28.3%	26.1%
净资产收益率(ROE)	54.6%	45.3%	8.4%	10.5%	11.8%
总资产收益率(ROA)	37.9%	29.4%	7.8%	9.7%	11.0%
投入资本回报率(ROIC)	56.2%	105.2%	32.8%	22.9%	25.2%
存货周转天数	63	42	36	37	37
应收账款周转天数	0	1	1	1	1
总资产周转天数	323	302	802	1002	813
净利润现金含量	0.46	1.63	0.61	0.68	0.73
资本支出/收入	3.37%	5.63%	64.87%	57.40%	12.57%
资产负债率	30.5%	35.0%	7.6%	7.3%	7.1%
净负债率	5.0%	1.4%	-64.8%	-44.7%	-42.7%
PE	86.8	70.6	51.2	37.2	29.5
PB	47.4	32.0	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	81.5	58.7	43.1	30.7	23.3
P/S	25.02	16.04	14.91	10.55	7.70
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%

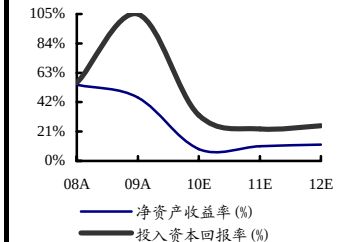
股票绝对涨幅和相对涨幅



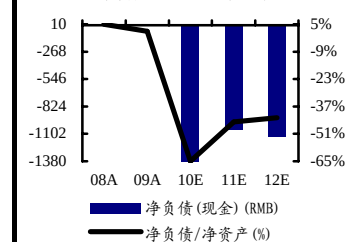
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 中报分析：略低于预期

10 年中报：主营收入、营业利润分别为 2.36、0.73 亿元，分别同比上升 38.3%、23.5%；净利润 0.63 亿元，同比增长 28.5%。

- ✓ 营业利润率有所下降（10H 30.7%，09H 34.4%），代理销售增长较快使得整体毛利率有所下降，而期间费用则有所上升；
- ✓ EPS 0.50 元（一季度单季度 0.11，二季度单季 0.34 元）。ROE 19.8%，每股经营性现金流 0.31 元。

表 1: 利润表分析 (万元)

	09H	10H	增量	2007	2008	2009
主营收入	17,075	23,615	6,540	16411	27561	42993
同比 %		38.3%			67.9%	56.0%
毛利率	55.6%	54.1%		65.7%	63.8%	56.4%
主营毛利	9,485	12,778	3,292	10775	17590	24261
同比 %		34.7%			63.2%	37.9%
主营税金/收入	0.4%	0.1%		0.3%	0.3%	0.5%
销售费用	1,961	3,017	1,056	1623	3815	5018
销售费用/收入	11.5%	12.8%		9.9%	13.8%	11.7%
管理费用	1,441	2,254	813	1835	2463	3280
管理费用/收入	8.4%	9.5%		11.2%	8.9%	7.6%
财务费用/收入	0.9%	1.0%		1.0%	1.2%	0.9%
期间费用率	20.8%	23.3%		22.1%	24.0%	20.2%
营业利润	5,870	7,250	1,379	7728	10873	15174
营业利润率	34.4%	30.7%		47.1%	39.4%	35.3%
同比 %		23.5%			40.7%	39.6%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0
投资收益	(29)	(66)	(37)	581	0	(42)
营业外收支净额	58	101	42	(7)	64	118
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	0.5%	0.5%		7.4%	0.6%	0.5%
利润总额	5,838	7,400	1,562	7722	10936	15292
税前利润率	34.2%	31.3%		47.1%	39.7%	35.6%
同比 %		26.8%			41.6%	39.8%
实际税率	16.0%	14.8%		3.2%	3.1%	14.8%
少数股东损益/利润总额	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%
净利润	4,905	6,302	1,397	7476	10595	13024
同比 %		28.5%			41.7%	22.9%
EPS (摊薄后)	0.35	0.45		0.53	0.76	0.93

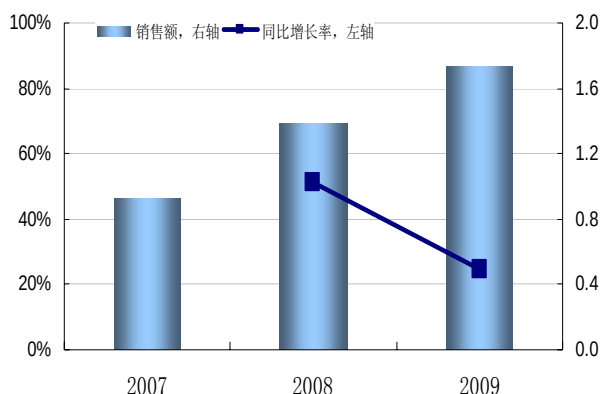
数据来源：Wind 国泰君安证券 按现有股本计算

1.1. 公司经营情况分析

报告期内，公司业绩主要由两部分构成：医药工业、医药商业（经纬药业）。

- ✓ 医药工业：实现营业收入 1.19 亿元，同比增长 24.99%，毛利率下降 0.2 个百分点。主导产品鹿瓜多肽注射液及注射用盐酸吉西他滨较去年同期增长 20%~30%。
- ✓ 医药商业：公司控股经纬医药 100% 股权，10 年上半年实现销售 1.14 亿，同比增长 53.95%，毛利率提高 2.2 个百分点。其中代理产品 DNA 在黑龙江、广东、河北、江苏、河南等 16 个省区进入地方医保目录，将获得较高的增长；代理产品锌钙特医院及 OTC 终端进一步深入，比去年同期有较大幅度增长；代理产品曼新妥快速实现市场覆盖。

图 1：鹿瓜多肽注射液收入增长情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 2：注射用盐酸吉西他滨收入增长情况（亿元）

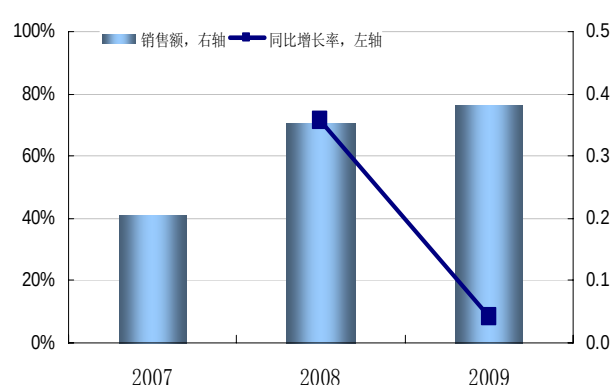
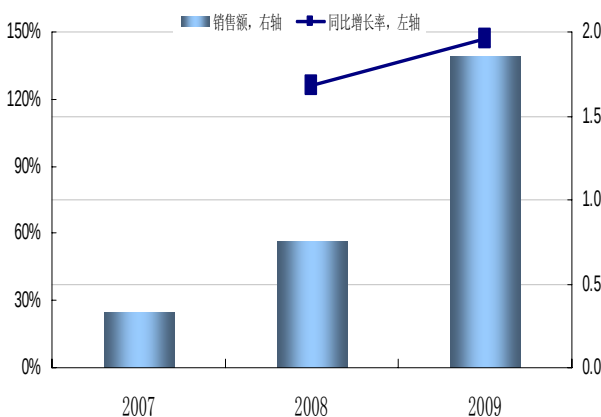
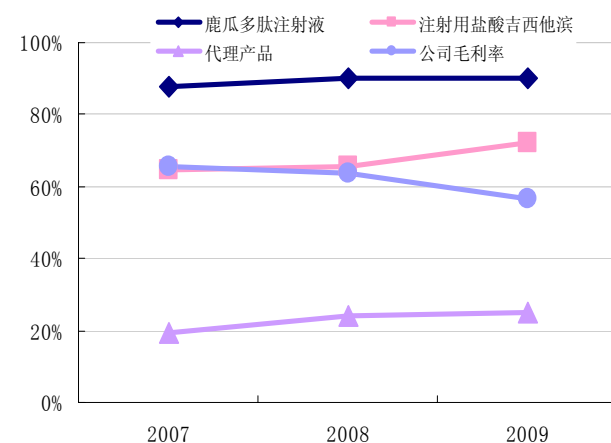


图 3：药品代理销售增长情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 4：公司毛利水平变化



1.2. 未来看点：核心竞争力=研发强大+营销独特+管理优秀

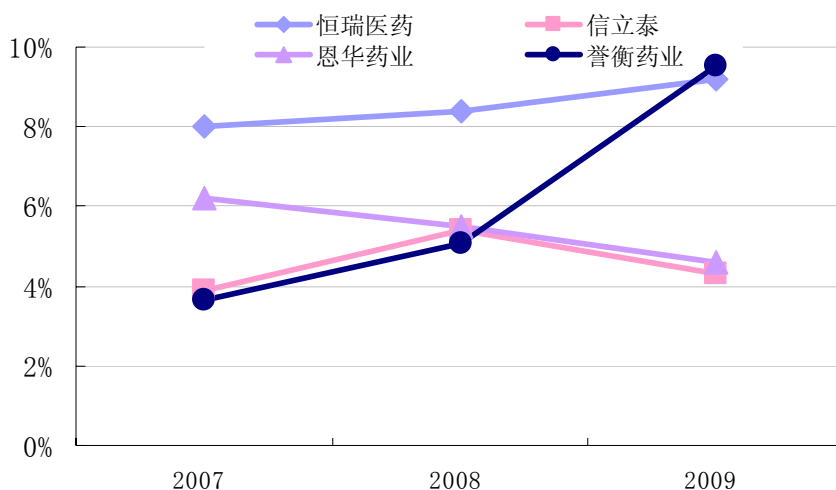
1、梯队产品具备爆发力

- 2008 年，日本明治制果授权公司可使用其商标“美士灵”进行头孢米诺钠 0.5g 产品的生产和销售，公司于 2009 年获得国家发改委单独定价权。公司未来打算将头孢米诺钠打造成过亿品种，销售超过鹿瓜多肽。
- 公司在研产品有 18 项，有望在未来 2~3 年内上市的重点产品有银杏内酯 B 注射剂、注射用秦龙苦素等 6 个国家 1 类新药。其中银杏内酯

B注射液已完成3期临床，注射用秦龙苦素3期临床进行中。

- 公司在研发投入方面的支出很大，自2007年以来，研发费用大幅上涨，2009年公司全部研发经费的投入超过4千万，占销售收入比重达到9.5%，甚至高于行业龙头恒瑞医药。研发投入的不断加大显示了管理层将公司做大做强的决心。

图5：公司与可比公司研发投入比较



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2、营销模式独特

- ✓ **销售覆盖范围广：**公司拥有完善的销售系统和市场支持体系，营销中心设在北京，在全国除西藏外建立30多个销售网络，销售专员196人，产品已覆盖到全国5,000多家医院。
- ✓ **“TRP”营销模式：**公司结合地区的具体情况，制定了“精耕细作”、“一地一品一策”的营销方式，摸索出了电话营销（T）、地面销售队伍（R）和学术推广（P）三种不同的销售策略相结合的新型销售模式。
- ✓ **未来发展目标：**2010年，将营销队伍扩充到400人，力争处方药覆盖全国6,000家二级以上医疗机构，非处方药覆盖100家连锁药店、20万家规模药店及全国主要儿童医院和妇幼医院。

表 2：公司销售体系

子公司	主要业务	经营情况
经纬医药	药品代理销售	主要代理销售 18 个不同规格的产品，其中全国代理药品 16 个。2009 年经纬医药实现销售收入 18,603.31 万元，净利润 1,096.31 万元。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3、管理层优秀&专业

目前公司管理团队具有明显的**职业化倾向**：担任公司高管人员基本有过医药市场一线从业经验，职业经理人团队强大。我们认为这点将成为公司立足医药市场的关键因素。

- ✓ **对研发高度重视：**公司作为行业后起之秀，非常重视新药研究工作，力图将公司打造成研发驱动型企业。

- ✓ **经营策略稳健：**公司的经营策略比较到位，新产品的推出和创新药的研发具有一定的梯队性，力争每年都有重磅产品上市，能使公司业绩保持平稳快速的增长。

业绩展望：

医药工业：由于鹿瓜多肽注射液市场份额比较稳定，能继续保持 25% 的增速；虽然注射用盐酸吉西他滨仍陷于专利纠纷，但胜诉概率较大，由于前两年基数较小，预计 10 年能放量增长，达到 35%；预计头孢米诺钠为主的新产品 10 年能实现 3,000 万元。

药品代理销售：增速有所放缓，预计 10 年 50% 增长。

表3：募集资金投资项目情况

产品	09 年产能利用率	09 年原产能 (万支/年)	新增产能 (万支/年)
鹿瓜多肽注射液	154.94%	1,400	3,000
注射用盐酸吉西他滨	87.11%	55	200
注射用泮托拉唑钠	70	70	500
注射用头孢米诺钠	0	0	2,500
注射用哌拉西林钠舒巴坦钠	0	0	2,500

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.3. 财务指标稳定

表 4：财务指标

	09H	10H
净资产收益率(平均)(%)	25.28%	19.75%
销售毛利率(%)	55.6%	54.1%
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.61	0.31
每股收益-稀释(元)	0.35	0.45

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

2. 投资建议

公司未来依靠研发和营销的双轮驱动，我们认为主导产品差能瓶颈的突破以及头孢米诺等诸多新产品的上市将成为公司盈利增长的推动因素，而银杏内酯 B 等诸多在研产品或许能成为业绩爆发点。由于中报略低于预期，我们下调对公司全年的业绩预测，预计 10-11 年 EPS 分别为 1.28 元、1.76 元，同比增长率为 37.9%、37.5%。目前股价 65.7，相当于 11 年 37 倍，给予谨慎增持评级。

作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		