

## 誉衡药业(002437.sz)

### 收购在研新药，产品线进一步加强

李平祝 医药行业 研究员  
 电话: 010-68058790  
 eMail: lpz@gf.com.cn

公司公告拟使用超募资金 6,500 万元用于购买化合物 SX004 及其衍生出来的药物美迪替尼专利实际所有权。

#### 酪氨酸激酶抑制剂是抗肿瘤药物研发的热点

SX004 化合物及其衍生药物美迪替尼是新一代的多靶点酪氨酸激酶抑制剂。美迪替尼药物已基本完成临床前实验研究，即将向国家局申请临床批件。多靶点酪氨酸激酶抑制剂属于分子靶向抗肿瘤药，目前越来越多酪氨酸激酶抑制(如伊马替尼、吉非替尼等)研制成功并被批准用于临床，取得了令人鼓舞的疗效和销售业绩。

#### 公司产品线进一步加强，看好公司的发展潜力

此次项目收购进一步加强了公司的产品线，同时也符合公司目前的产品线战略布局。目前在研的 MED-02 和 MED-08 也是在抗肿瘤领域具有较大潜力的项目。公司目前已经健全了自己的研发体系，目前的策略主要是通过项目收购快速建立自己的产品线。

#### 盈利预测与投资评级

我们认为公司有成为卓越乃至伟大的医药上市企业的潜质，看好公司的长远发展。我们暂时维持之前的预测不变，预计 10-12 年分别实现 EPS1.40 元、2.13 元和 2.95 元，维持“买入”投资评级。

**风险提示：**在研新药进度低于预期的风险

#### 预测及评估

|             | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E    |
|-------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 主营收入(百万元)   | 275.61 | 429.93 | 634.57 | 953.20 | 1,360.81 |
| EBITDA(百万元) | 122.14 | 168.20 | 252.55 | 399.96 | 552.08   |
| 净利润(百万元)    | 105.95 | 130.24 | 196.46 | 297.13 | 410.80   |
| 净利润增长率      | 41.73% | 22.92% | 50.85% | 51.24% | 38.26%   |
| 每股收益(元)     | 1.009  | 1.240  | 1.403  | 2.122  | 2.934    |
| 市盈率         | 0.00   | 0.00   | 46.09  | 30.48  | 22.04    |
| 市净率         | 0.00   | 0.00   | 4.05   | 3.58   | 3.08     |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 0.00   | 29.65  | 18.59  | 12.91    |
| 每股红利(元)     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00     |
| 股息率(%)      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00     |

来源: 哈尔滨誉衡药业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

#### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 80.01 |
| 目标价格(元) | 85.20 |
| 前次评级    | 买入    |

#### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|--------|--------|--------|
| 股价涨幅   | -1.86% | 40.94% | 34.86% |
| 沪深 300 | 3.81%  | 15.00% | -3.78% |

#### 股票数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 总股本(万股)       | 14,000.00 |
| 流通 A 股(万股)    | 3,500.00  |
| 主要股东:         |           |
| 哈尔滨恒世达昌科技有限公司 |           |
| 主要股东持股比例      | 44.63%    |
| 流通 A 股比例      | 25.00%    |

#### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 45.29% |
| ROA      | 43.44% |
| 资产负债率    | 35.02% |
| 每股净资产(元) | 2.74   |

2009 年报数据。

## 公告摘要

公司拟使用超额募集资金6,500万元用于向上海一善投资管理有限公司和发明人薛楚标购买化合物SX004及其衍生出来的药物美迪替尼专利的实际所有权。

SX004化合物及其衍生药物美迪替尼为上海一善投资管理有限公司和发明人薛楚标委托共同投资委托北京美迪赛医药技术有限公司研发的原研产品。北京美迪赛医药技术有限公司为薛楚标等人创办的致力于创新药物研究开发的外资企业。薛楚标为住所地在美国的美国公民，曾于北大化学学院从事科研工作。

美迪替尼是新一代的多靶点酪氨酸激酶抑制剂，拟适应症为慢性髓性白血病(CML)以及对伊马替尼耐药的CML患者，急性髓性白血病、急性淋巴细胞性白血病、胃肠间质瘤、隆突性皮肤瘤、肥大细胞瘤等。

化合物SX004及其衍生出来的药物美迪替尼相关专利已申请，尚未获得授权。美迪替尼药物目前已完成申请临床批文所需的药效、药代、药毒、药理的动物试验报告，即将向国家药品监督管理局申请药物临床试验批件。

## 酪氨酸激酶抑制剂及其市场简述

酪氨酸激酶是一组催化蛋白质酪氨酸残基磷酸化的酶。酪氨酸激酶在细胞内的信号转导中起着十分重要的作用，调节着细胞体内生长、分化、死亡等一系列生化过程。

蛋白酪氨酸激酶功能的失调则会引发生物体内的一系列疾病。已有的资料表明，超过50%的原癌基因和癌基因产物都具有蛋白酪氨酸激酶活性，它们的异常表达将导致细胞增殖调节发生紊乱，进而导致肿瘤发生。此外，酪氨酸基酶的异常表达还与肿瘤的侵袭和转移、肿瘤新生血管的生成、肿瘤的化疗抗性密切相关。因此，以酪氨酸激酶为靶点进行药物研发成为国际上抗肿瘤药物研究的热点。

目前越来越多酪氨酸激酶抑制(如伊马替尼、吉非替尼、埃罗替尼、索拉非尼、凡德他尼、Sunitinib)研制成功并被批准用于临床，取得了令人鼓舞的疗效。

伊马替尼是该类药物的代表性品种。伊马替尼合成于1992年，系一特异性的强效、高效酪氨酸激酶抑制剂(Tyrosinekinasesinhibitors, TKI)，或称信号转导抑制剂(Signal transduction inhibitors, STI)。2001年5月1日在美国以Gleevec之名批准问市，其适应症为慢性粒细胞白血病(CML)加速期、急变期和慢性期干扰素耐药的患者。2002年2月又批准了此药的第2个适应症：不能手术的胃肠道基质瘤。我国于2002年4月17日以“格列卫”(Glivec)之名批准上市。2009年该产品销售额达到39.44亿美元。

## 公司产品线进一步加强,看好公司的发展潜力

公司目前已经形成良好的产品布局 and 研发体系。此次项目收购进一步加强了公司的产品线,同时也符合公司目前的产品线战略布局。目前在研的MED-02和MED-08也是在抗肿瘤领域具有较大潜力的项目。公司目前已经健全了自己的研发体系,目前的策略主要是通过项目收购快速建立自己的产品线。

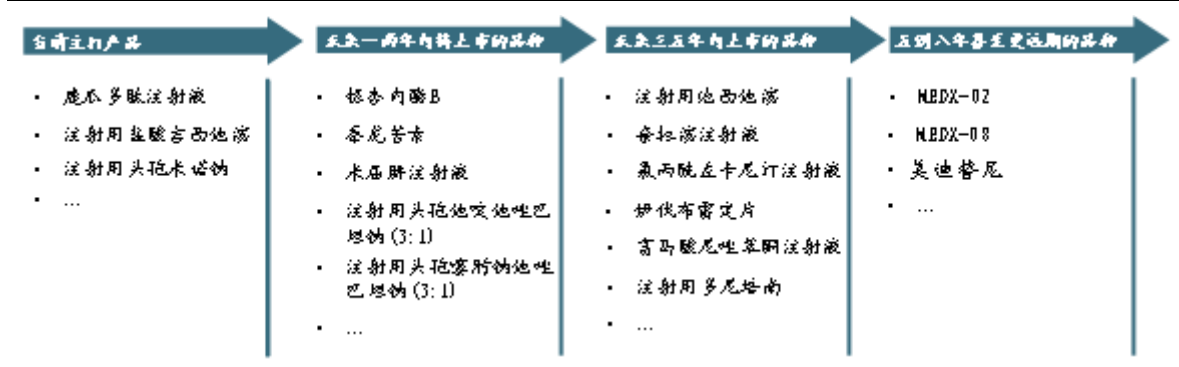
**完善的研发体系。**公司的研发主体是子公司美迪康信,公司下设新药研发部、临床研究部和注册部并设有医学情报中心。美迪康信目前可以完成新药研发的全过程,从项目的立项调研到临床前实验研究、临床试验、注册报批、中试放大,形成了高效率、低成本、完善的药品研发体系。

**从现有产品及产品管线中的在研产品来看,公司目前的研发模式主要是将自我开发和项目收购相结合进行。这一模式与公司目前的发展阶段相适应。**

**较大的研发投入力度。**2007-2009年的三年中公司的研发费用投入占营业收入的比重分别为3.67%、5.09%和9.53%,远高于行业平均水平。与上市公司中研发投入强度较大的恒瑞医药和海正药业在相同水平上。

**良好的产品线布局初步形成。**公司储备产品较为丰富,已经形成了一定的产品系列,布局合理。同时,公司产品管线已经形成,未来一两年、三五年以及更长远的时间段里都有新产品布局。

图1: 公司的产品线布局



数据来源: 招股说明书

### 部分其他在研产品也具有较大吸引力

公司的在研产品中多数属于大病种产品,市场容量较大,部分品种目前申报的厂家相对较少,前景值得看好。如奈拉滨注射液、氟西酮左卡尼汀注射液、富马酸尼唑苯酮注射液、匹卡米隆片、注射用多尼培南和苯磺酸氨氯地平/阿托伐他汀钙片等。公司在研部分产品的相关背景资料如下表所示。

在研的MED-02和MED-08均属于全新的化学实体,治疗领域为肿瘤治疗,在全球范围内的相关研究领域属于与领先品种。虽然这两个品种仍处于研发的早期阶段,但是可以看得出公司已经对研发进行了全面的布局,短期依靠收购品种和开发仿制药,长远来看将进行一类新药的研发,公司已经步入创新型、研发型化学制药企业的行列。

表 1: 公司目前在研产品情况

| 类别          | 品种            | 研发阶段 | 背景资料                                                                                                                                                          | 目前国内申报情况                                        |
|-------------|---------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 抗肿瘤药        | 地西他滨原料+注射液    | 临床前  | 抗代谢类抗肿瘤药,核苷类似物,功能与阿扎胞苷类似。2006 年 6 月 2 日美国 FDA 批准上市,原研厂家为 SuperGen,用于治疗骨髓增生异常综合征。对急性髓系白血病的适应症处于 FDA 三期临床研究阶段。该药于 2008 年在我国上市。                                  | 共有 9 个厂家的评审记录,7 个厂家的临床试验申请,1 个上市申请和 1 个原研厂的补充申请 |
|             | 奈拉滨注射液+原料     | 临床前  | 抗代谢类抗肿瘤药,核苷类似物,用于治疗急性 T-细胞淋巴瘤母细胞性白血病(T-ALL)和 T-细胞淋巴瘤母细胞性淋巴瘤(T-LBL)。原研厂家为 GSK,2005 年 10 月 28 日上市。国内尚未上市。                                                       | 目前国内共有 4 个厂家申报了临床研究                             |
| 心脑血管/心脏病等用药 | 米屈肼注射液+原料     | 临床试验 | 新型心脏保护药,是卡尼汀的结构类似物,由拉托维亚有机合成所研制,1989 年由 Grindeks 公司首次在前苏联保护性销售,2002 年在俄罗斯联邦上市。米屈肼作用部位在线粒体,在细胞水平改善心肌能量代谢。鉴于此类药与其它抗心肌缺血药的明显区别,亦称之为细胞抗缺血药。在我国尚未上市                | 国内目前有 6 个厂家在申请了该品种的口服制剂,12 个厂家在申请该品种的注射剂。       |
|             | 氯丙酰左卡尼汀原料+注射液 | 临床前  | 治疗缺血性心脏病,由意大利 Sigma-Tau 公司原研,1998 年 7 月在意大利上市。主要用于充血性心衰、外周微血管疾病、间歇性跛行等疾病。国内尚未上市。                                                                              | 国内目前共有 4 个厂家在申请丙酰左卡尼汀制剂临床批文。                    |
|             | 伊伐布雷定片+原料     | 临床前  | 用于慢性稳定型心绞痛治疗,作为 $\beta$ 受体阻滞剂的替代药物,伊伐布雷定是一种选择性或唯一性的阻滞剂,提供了治疗心绞痛的新的途径,与常用于治疗心绞痛的普通 $\beta$ 受体阻滞剂不同,伊伐布雷定可以选择性的降低心率,因此不良反应较低。施维雅公司原研,2006 年在 27 个欧洲国家上市。国内尚未上市。 | 目前已经有 15 个厂家申报临床。                               |
|             | 富马酸尼唑苯酮注射液+原料 | 临床前  | 治疗缺血所致的脑功能障碍,由日本 Welfide 公司研制开发,1988 年在日本上市,商品名 EKONAL。1991 年由 Han all 公司在韩国上市。国内尚未上市                                                                         | 国内目前有 3 家企业在申请临床批件。                             |
|             | 匹卡米隆片+原料      | 临床前  | 脑功能改善药,适用于轻度或中度脑局部缺血的综合性治疗,慢性脑病供血不足,颅脑外伤恢复期。急性酒精中毒的治疗,慢性酒精中毒的缓解。由俄罗斯研制,于 1986 年用于临床                                                                           | 国内目前共有 3 个企业在申请临床批件                             |

|      |                     |      |                                                                                                                             |                                    |
|------|---------------------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
|      | 苯磺酸氨氯地平/<br>阿托伐他汀钙片 | 临床前  | 适应症包括高血压、慢性稳定性心绞痛、血管痉挛性心绞痛（或称变异性心绞痛）、各种家族性或非家族性血脂异常。是由辉瑞公司研制开发的一种新型复方制剂，含有两种世界销量领先的药物成分。它于 2004 年 6 月获得美国 FDA 批准作为处方药在全美国上市 | 国内共 3 家企业申报相关制剂批件。                 |
| 骨科用药 | 雷尼酸锶干混悬剂            | 临床前  | 主要用于治疗和预防绝经后妇女的骨质疏松，显著降低椎骨骨折及髋骨骨折发生的危险。。法国 Servier 公司研制开发，2004 年 11 月在爱尔兰首次上市，同年 12 月在英国上市。2008 年国内上市。                      | 国内共有 10 家企业申报干混悬剂、颗粒剂、片剂临床批件。      |
| 抗生素  | 注射用头孢他啶他唑巴坦钠(3:1)   | 临床试验 | 头孢类抗生素                                                                                                                      | 考虑不同比例组合后，相关申请较多                   |
|      | 注射用头孢噻肟钠他唑巴坦钠(3:1)  | 临床试验 | 头孢类抗生素                                                                                                                      | 考虑不同比例组合后，相关申请较多                   |
|      | 头孢卡品酯片+原料           | 临床前  | 第三代可口服头孢类抗生素                                                                                                                | 8 家企业在申请临床批文                       |
|      | 注射用头孢拉宗+原料          | 临床前  | 由日本富山化学工业制药株式会社于 70 年代开发，并于 1985 年上市的第三代头孢类抗生素。                                                                             | 5 家企业在申请临床批文                       |
|      | 注射用环酯红霉素            | 临床前  | 大环内酯类抗生素                                                                                                                    | 国内有四个口服制剂生产批文。目前还没有企业申请注射剂的临床试验批文。 |
|      | 注射用多尼培南+原料          | 临床前  | 日本盐也义公司开发的碳青霉烯类新广谱抗生素，具有抗菌谱广、对绝大多数 $\beta$ -内酰胺酶稳定的特点。2005 年 7 月 25 日在日本取得药品生产许可。2007 年获美国 FDA 批准。国内尚未上市。                   | 国内目前有 3 家企业在申请临床批件。                |
| 其他   | 非布索坦片+原料            | 技术审评 | 痛风治疗药，新一代黄嘌呤氧化酶抑制剂。2008 年 5 月被欧盟批准，Ipsen 公司首先在法国上市；美国 FDA2009 年 2 月批准上市。国内还没有厂家上市。                                          | 国内已经有 33 个临床批件，17 家企业申报。           |

数据来源：广发证券发展研究中心、药品评审中心

## 盈利预测与投资评级

我们认为公司有成为卓越乃至伟大的医药上市企业的潜质，看好公司的长远发展。我们暂时维持之前的预测不变，预计10-12年分别实现EPS1.40元、2.13元和2.95元，维持“买入”投资评级。

| 资产负债表           |            | 单位：百万元      |             |             |  |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|--|
| 报表项目            | 2009       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |  |
| 货币资金            | 64         | 1573        | 1631        | 1945        |  |
| 应收账款            | 1          | 2           | 2           | 4           |  |
| 预付款项            | 72         | 125         | 179         | 270         |  |
| 应收利息            | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 应收股利            | (1)        | 0           | 0           | 0           |  |
| 其他应收款           | 47         | 60          | 60          | 60          |  |
| 存货              | 24         | 40          | 65          | 110         |  |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>208</b> | <b>1800</b> | <b>1938</b> | <b>2388</b> |  |
| 长期股权投资          | 71         | 71          | 71          | 71          |  |
| 固定资产            | 114        | 98          | 315         | 430         |  |
| 在建工程            | 2          | 260         | 175         | 10          |  |
| 无形资产            | 17         | 18          | 50          | 83          |  |
| 长期待摊费用          | 2          | 1           | 0           | 0           |  |
| 递延所得税资产         | 3          | 1352        | 1327        | 1795        |  |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>210</b> | <b>488</b>  | <b>656</b>  | <b>643</b>  |  |
| <b>资产总计</b>     | <b>417</b> | <b>2287</b> | <b>2594</b> | <b>3031</b> |  |
| 短期借款            | 92         | 0           | 0           | 0           |  |
| 应付票据            | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 应付账款            | 11         | 0           | 32          | 56          |  |
| 预收款项            | 3          | 2           | 6           | 6           |  |
| 应付职工薪酬          | 23         | 23          | 23          | 23          |  |
| 应交税费            | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 应付利息            | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 应付股利            | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 其他应付款           | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>130</b> | <b>53</b>   | <b>61</b>   | <b>85</b>   |  |
| 长期借款            | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 应付债券            | (1)        | 0           | 0           | 0           |  |
| 长期应付款           | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 预计负债            | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| 递延所得税负债         | (1)        | 0           | 0           | 0           |  |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |  |
| <b>负债合计</b>     | <b>130</b> | <b>53</b>   | <b>61</b>   | <b>85</b>   |  |
| 股本              | 105        | 140         | 140         | 140         |  |
| 资本公积            | 4          | 1719        | 1719        | 1719        |  |
| 盈余公积            | 178        | 375         | 673         | 1086        |  |
| 未分配利润           | 85         | 178         | 375         | 673         |  |
| 少数股东权益          | 0          | 0           | 0           | 0           |  |
| <b>负债股东权益总计</b> | <b>417</b> | <b>2287</b> | <b>2594</b> | <b>3031</b> |  |
| 每股净资产(元)        | 2.74       | 15.96       | 18.09       | 21.04       |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

| 利润简表        |            | 单位：百万元     |            |            |  |
|-------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 报表项目        | 2009       | 2010E      | 2011E      | 2012E      |  |
| 营业收入        | 430        | 635        | 953        | 1361       |  |
| 营业成本        | 187        | 289        | 446        | 658        |  |
| 营业税金及附加     | 2          | 2          | 3          | 4          |  |
| 销售费用        | 50         | 63         | 91         | 127        |  |
| 管理费用        | 33         | 44         | 62         | 86         |  |
| 财务费用        | 4          | 3          | (1)        | (2)        |  |
| 资产减值损失      | 2          | 2          | 2          | 2          |  |
| 公允价值变动收益    | 0          | 0          | 0          | 0          |  |
| 投资收益        | (0)        | 0          | 0          | 0          |  |
| <b>营业利润</b> | <b>152</b> | <b>231</b> | <b>351</b> | <b>486</b> |  |
| 营业外收入       | 0          | 0          | 0          | 0          |  |
| 营业外支出       | 0          | 0          | 0          | 0          |  |
| <b>利润总额</b> | <b>153</b> | <b>231</b> | <b>351</b> | <b>486</b> |  |
| 所得税费用       | 153        | 231        | 351        | 486        |  |
| <b>净利润</b>  | <b>130</b> | <b>196</b> | <b>298</b> | <b>413</b> |  |
| 归属于母公司净利润   | 130        | 196        | 298        | 413        |  |
| 少数股东损益      | 0          | 0          | 0          | 0          |  |
| EPS(元)      | 0.93       | 1.40       | 2.13       | 2.95       |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

| 现金流量简表       |       | 单位：百万元 |       |       |  |
|--------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 报表项目         | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E |  |
| 经营活动现金流量     | 171   | 153    | 278   | 369   |  |
| 投资活动现金流量     | (125) | (300)  | (220) | (60)  |  |
| 筹资活动现金流量     | (1)   | 1656   | 91    | 2     |  |
| 现金及现金等价物净增加额 | 28    | 1509   | 149   | 311   |  |
| 期末现金余额       | 64    | 1573   | 1722  | 2033  |  |
| 每股经营活动现金流(元) | 1.63  | 1.09   | 1.98  | 2.63  |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

| 主要财务指标  |        |        |        |        |  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--|
| 指标项目    | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |  |
| 营业收入增长率 | 55.99% | 47.60% | 50.21% | 42.76% |  |
| 营业利润增长率 | 39.56% | 52.32% | 51.24% | 38.26% |  |
| 毛利率     | 56.43% | 54.46% | 53.25% | 51.63% |  |
| 营业利润率   | 35.29% | 36.42% | 36.67% | 35.52% |  |
| 净利率     | 30.29% | 30.96% | 31.17% | 30.19% |  |
| 净资产收益率  | 45.29% | 8.79%  | 11.74% | 13.96% |  |
| 总资产收益率  | 37.43% | 10.18% | 13.05% | 15.43% |  |
| 流动比率    | 1.60   | 12.37  | 13.24  | 13.96  |  |
| 资产负债率   | 31.06% | 2.34%  | 5.71%  | 5.69%  |  |
| 所得税税率   | 12.50% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

誉衡药业(002437)行情走势



## 相关研究报告

|                             |     |            |
|-----------------------------|-----|------------|
| 誉衡药业(002437.sz)_公司深度研究报告    | 李平祝 | 2010-08-26 |
| 誉衡药业(002437.sz)_新股发行与上市定价报告 | 李平祝 | 2010-06-11 |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                          |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛<br>大厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528<br>号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                      |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                             |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                             |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。