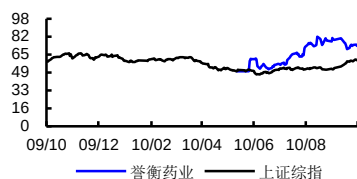


动态报告
医药保健
制药与生物
誉衡药业(002437)
推荐
2010 年三季度报点评

(维持评级)

2010 年 10 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	72.63
总股本/流通 A 股(百万股)	140.0/35.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	10,168.2/2,542.1
上证综指/深圳成指	2,997.05/13,452.17
12 个月最高/最低 (元)	81.53/50.00

财务数据

净资产值(百万元)	2,053.67
每股净资产(元)	14.67
市净率	4.95
资产负债率	5.09%
息率	

相关研究报告:

《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

分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

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。

财报点评
业绩符合预期, 期待明年新产品发力
• 前三季度净利增长 30%符合预期, Q3 单季增速有所提升

2010 年前三季度公司实现总收入 3.74 亿元, 同比增长 37.92%。营业利润 1.14 亿元, 同比增长 31.16%, 归属母公司股东净利润 9761 万元, 同比增长 29.87%, 符合预期。实现基本每股收益 0.84 元/股。Q3 单季净利润同比增长 32.5%较 H1 的 28%增速有所提升。

• 代理业务收入增长较快致综合毛利率有所下降

公司主营业务分为制药业和代理业务, 我们估计前三季度制药业务增长 25%左右, 代理业务增长 50%以上。两块业务各自毛利率稳定, 但代理业务的毛利率较低, 收入比重提升而至整体毛利率有所下降, 同比下降约 3.22 个百分点。

• 头孢米诺贡献业绩将主要体现在明年

公司的募投项目头孢米诺估计今年底前可开始投产, 但贡献业绩主要体现在明年。公司的头孢米诺 0.5g 制剂获得了日本明治的“美士灵”商标授权, 单独定价, 目前中标情况良好, 预计明年正常供货后可获得较快增长。

• 加大研发使管理费用大幅增长

前三季度管理费用大幅增长 53%, 主要是研发费用增长较快。现在的研发投入是为将来的产品储备打基础, 但影响了当期业绩, 头孢米诺的业绩贡献也需从明年开始体现, 小幅下调 EPS 至 1.30 元/股, 下调幅度 5%。维持 11-12 年 EPS2.06、2.77 元/股的预测。

• 期待明年新产品上市带来更好增长, 维持“推荐”评级

我们在之前的深度报告对公司的发展趋势判断: 2010 年仍是蓄势之年: 受制于产能限制和费用增长较快; 真正的高增长有望从 2011 年开始: 头孢米诺开始发力、银杏内酯 b 有望上市; 2012 年后可能会有更多大品种新产品上市, 业绩弹性较大。当前股价对应 11PE35X, 短期看合理, 基于未来公司将面临新产品推动的快速增长趋势, 我们仍维持“推荐”评级, 中长线投资者可耐心等待公司高成长时期的到来。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	275.61	429.93	602	867	1,182
(+/-%)	67.94%	55.99%	40.0%	44.0%	36.4%
净利润(百万元)	105.95	130.24	182	288	388
(+/-%)	41.73%	22.92%	39.6%	58.6%	34.6%
每股收益 (元)	1.01	1.24	1.30	2.06	2.77
EBIT Margin		36.33%	34.2%	36.8%	36.9%
净资产收益率 (ROE)	54.60%	45.29%	9.0%	12.9%	15.5%
市盈率 (PE)	71.98	58.56	55.9	35.3	26.2
EV/EBITDA		45.93	35.3	22.9	16.9
市净率 (PB)	39.30	26.52	3.8	3.4	3.1

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	88	1584	1559	1616	营业收入	430	602	867	1182
应收款项	48	74	142	227	营业成本	187	282	396	539
存货净额	24	34	57	86	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	72	101	145	198	销售费用	50	69	95	130
流动资产合计	231	1793	1904	2126	管理费用	33	43	53	71
固定资产	116	191	261	298	财务费用	4	(7)	(18)	(18)
无形资产及其他	17	16	16	15	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	71	101	151	201	其他收入	0	0	0	0
资产总计	442	2109	2339	2648	营业利润	152	212	337	454
短期借款及交易性金融负债	92	10	10	10	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	11	16	23	31	利润总额	153	213	338	455
其他流动负债	52	58	79	108	所得税费用	23	32	50	68
流动负债合计	155	84	112	150	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	130	182	288	388
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	155	84	112	150					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	288	2025	2227	2498					
负债和股东权益总计	442	2109	2339	2648					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	130	182	288	388
资产减值准备	1	(2)	0	0
折旧摊销	11	13	19	25
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	4	(7)	(18)	(18)
营运资本变动	8	(56)	(108)	(128)
其它	(1)	2	0	0
经营活动现金流	152	139	199	285
资本开支	(32)	(86)	(88)	(61)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(102)	(116)	(138)	(111)
权益性融资	0	1610	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(40)	(55)	(86)	(116)
其它融资现金流	76	(82)	0	0
融资活动现金流	(4)	1473	(86)	(116)
现金净变动	46	1496	(26)	57
货币资金的期初余额	42	88	1584	1559
货币资金的期末余额	88	1584	1559	1616
企业自由现金流	144	46	94	207
权益自由现金流	220	(30)	110	223

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.24	1.30	2.06	2.77
每股红利	0.38	0.39	0.62	0.83
每股净资产	2.74	14.46	15.90	17.84
ROS	30%	30%	33%	33%
ROE	45%	9%	13%	16%
毛利率	56%	53%	54%	54%
EBIT Margin	37%	34%	37%	37%
EBITDA Margin	39%	36%	39%	39%
收入增长	56%	40%	44%	36%
净利润增长率	23%	40%	59%	35%
资产负债率	35%	4%	5%	6%
息率	0.5%	0.7%	1.1%	1.5%
P/E	58.6	55.9	35.3	26.2
P/B	26.5	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	46.0	35.3	22.9	16.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

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

免责声明

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908		
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
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		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	