



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年2月22日

小盘股

研究部

夏志平

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080110060022

xiazp@cicc.com.cn

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

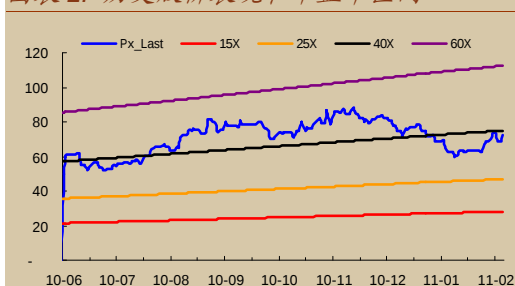
zenglb@cicc.com.cn

审慎推荐

誉衡药业(002437.CH)

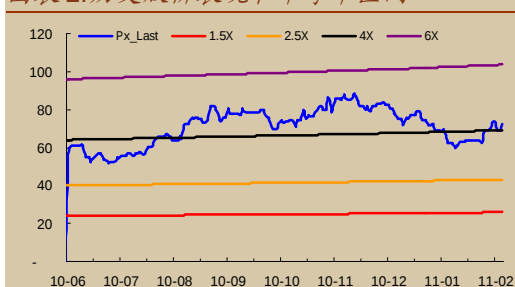
11 年费用控制是关键

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 3: 主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	276	430	575	935	1,323
(+/-)	68%	56%	34%	63%	41%
主营业务利润	175	241	304	457	623
(+/-)	63%	37%	26%	50%	36%
净利润	106	130	155	250	338
每股盈利(元)	0.76	0.93	1.11	1.78	2.41
(+/-)	42%	23%	19%	61%	35%
市盈率	96.1	78.2	65.8	40.8	30.2
市净率	52.47	35.41	4.80	4.43	4.02
EV/EBITDA	62.62	45.06	43.26	28.14	20.81
净资产收益率	63.8%	54.1%	12.8%	11.3%	14.0%
ROCE	63.4%	54.1%	12.8%	11.3%	14.0%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	1.0%
每股经营现金流(元)	0.6	1.6	0.8	0.8	1.4
股价/经营现金	132.1	44.7	90.4	93.4	53.4

资料来源: 中金公司

公司动态:

誉衡药业公布 2010 年年报: 全年实现营业收入 5.75 亿元, 同比增长 33.85%, 归属母公司净利润 1.54 亿元, 同比增长 18.80%, 实现每股收益 1.11 元 (扣除非经常性损益每股收益 1.16 元), 基本符合预期。公司拟每 10 股派发现金股利 5 元 (含税), 同时转增 10 股。

评论:

全年利润增速低于收入增速。2010 年全年收入增速 33.8%, 扣除非经常性损益净利润增速 25.3%, 低于收入增速, 主要原因有两点: (1) 10 年管理费用同比增长 99.4%, 扣除承销费用同比增长 69.0%; (2) 公司产品代理业务增幅大于自产产品销售增幅, 产品结构变化导致整体毛利率下降了 3.2 个百分点。

头孢米诺进展顺利, 今年有超预期可能。公司头孢米诺在广东、福建等地流标, 但在湖南、浙江、北京等地中标。头孢米诺目前已经采用自己的原料药来源, 渠道销售已经逐步展开, 且加大了销售团队建设, 是公司 11 年业务重点, 其销售有望超出预期。

自有品种竞争有所加剧, 短期代理产品增速较快。根据我们跟踪的江苏和浙江等地的招标结果, 江苏省鹿瓜多肽中标企业有誉衡药业 (2ml 水针)、黑龙江迪龙 (4mg 和 8mg 粉针)、黑龙江江世 (8mg 粉针), 盐酸吉西他滨江苏和浙江省新增了海正药业两种规格 (0.2g 和 1.0g 粉针), 公司自有产品竞争态势有所加剧, 增速较为稳定, 预计 11 年代理产品依然会延续较快的增速。

投资建议:

考虑到 11 年产品结构延续以及费用控制的压力, 我们维持公司 11-12 年 EPS 预测 1.78 元、2.41 元, 目前股价对应 2011~2012 年市盈率分别 40.8x 和 30.2x。短期药品降价政策尚未明确, 但是考虑到公司具有较全面的潜力产品线梯队以及营销实力, 维持“审慎推荐”的评级。

股价催化剂:

- 1) 头孢米诺销售超预期; 2) 多个潜力品种临床研究或审批取得新进展; 3) 运用超募资金开展并购或收购优质新药品种。

风险:

- 1) 药品降价行业性风险; 2) 公司管理和销售费用控制低于预期; 3) 银杏内酯 B、秦龙苦素等产品临床或审批进度低于预期。

图表 4: 分季度业绩

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009A	2010A	YoY
营业收入	56.4	114.4	100.2	159.0	75.6	160.6	137.6	201.7	26.9%	46.6%	429.9	575.5	33.8%
营业成本	23.8	52.1	44.5	66.9	34.4	73.9	69.7	91.1	36.2%	30.7%	187.3	269.2	43.7%
营业税金及附加	0.09	0.6	0.2	1.1	0.03	0.22	0.35	1.6	52.7%	371.2%	1.9	2.2	15.1%
毛利	32.5	61.7	55.5	91.0	41.1	86.4	67.5	109.0	19.8%	61.5%	240.7	304.0	26.3%
营业费用	11.3	8.3	16.2	14.4	14.1	16.1	11.8	13.9	-3.5%	18.0%	50.2	55.8	11.2%
管理费用	7.0	7.4	10.0	8.4	8.5	14.1	14.9	28.0	233.8%	88.3%	32.8	65.4	99.4%
财务费用	0.7	0.7	0.8	1.6	1.2	1.1	-0.7	-1.1	-166.8%	-47.1%	3.8	0.6	-85.7%
营业利润	13.4	44.4	29.2	64.7	17.0	55.9	41.2	67.1	3.7%	63.0%	151.7	181.2	19.4%
利润总额	13.7	44.7	29.8	64.7	18.0	55.9	41.5	67.5	4.4%	62.5%	152.9	183.1	19.7%
所得税	2.0	7.3	3.7	9.6	2.5	8.5	7.0	10.4	8.2%	49.6%	22.7	28.4	25.0%
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.
净利润	11.7	37.3	26.1	55.1	15.5	47.5	34.6	57.1	3.7%	65.1%	130.2	154.7	18.8%
每股收益(元)	0.084	0.27	0.19	0.39	0.11	0.34	0.25	0.4	3.7%	65.1%	0.930	1.105	18.8%
毛利率	57.8%	54.5%	55.6%	57.9%	54.5%	53.9%	49.3%	54.8%	-3.1%	5.5%	56.4%	53.2%	-3.2%
营业费用率	20.0%	7.3%	16.2%	9.0%	18.6%	10.0%	8.5%	6.9%	-2.2%	-1.7%	11.7%	9.7%	-2.0%
管理费用率	12.5%	6.4%	10.0%	5.3%	11.2%	8.8%	10.8%	13.9%	8.6%	3.1%	7.6%	11.4%	3.7%
营业利润率	23.8%	38.8%	29.2%	40.7%	22.6%	34.8%	29.9%	33.3%	-7.5%	3.3%	35.3%	31.5%	-3.8%
净利率	20.8%	32.7%	26.0%	34.6%	20.6%	29.6%	25.1%	28.3%	-6.3%	3.2%	30.3%	26.9%	-3.4%
有效税率	14.6%	16.4%	12.5%	14.9%	13.9%	15.1%	16.8%	15.4%	0.6%	-1.3%	14.8%	15.5%	0.7%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

誉衡药业							历史股价表现												
损益表 (人民币百万)							1周	1月	1季度	半年	1年	2年							
002437	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	(%)	4%	17%	-14%	14%	N/A	N/A						
销售收入	164	276	430	575	935	1,323	行业板块	医药生物					二级市场	化学制药					
销售成本	-56	-100	-187	-269	-474	-694	第一大股东	哈尔滨恒世达昌科技有限公司					持股比例	44.63%					
营业费用	-16	-38	-50	-56	-98	-132	总市值(百万元)	10,181		流通市值(百万元)			2,545						
管理费用	-18	-25	-33	-65	-71	-99	发行股数(百万股)	140		股票现价 (元)			72.72						
EBIT	73	112	158	183	288	391	成长性分析							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
EBITDA	80	122	170	200	311	419	销售收入	n.a.	67.9%	56.0%	33.8%	62.6%	41.4%						
财务费用	-2	-3	-4	-1	8	7	销售毛利	n.a.	63.3%	37.4%	26.3%	50.3%	36.3%						
投资收益	6	0	0	-1	-1	-1	EBITDA	n.a.	51.8%	38.9%	17.8%	55.6%	34.9%						
其他损益项	0	0	0	0	0	0	EBIT	n.a.	54.6%	40.4%	15.9%	57.4%	36.1%						
所得税	-2	-3	-23	-28	-44	-60	净利润	n.a.	41.7%	22.9%	18.8%	61.5%	35.2%						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0													
归属于股东的净利润	75	106	130	155	250	338													
誉衡药业							盈利能力分析												
资产负债表 (人民币百万)							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E							
002437	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	毛利率	65.3%	63.5%	56.0%	52.8%	48.8%	47.1%						
现金	41	42	88	1,538	1,434	1,456	营业费用率	9.9%	13.8%	11.7%	9.7%	10.5%	10.0%						
应收帐款	0	-	1	18	30	42	管理费用率	11.2%	8.9%	7.6%	11.4%	7.6%	7.5%						
预付帐款	27	47	72	149	262	383	EBITDA利润率	49.0%	44.3%	39.4%	34.7%	33.2%	31.7%						
存货	15	20	24	53	94	137	EBIT利润率	44.3%	40.8%	36.7%	31.8%	30.7%	29.6%						
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	净利润率	45.6%	38.4%	30.3%	26.9%	26.7%	25.5%						
流动资产	113	165	231	1,835	1,944	2,195	偿债能力分析							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
固定资产	82	91	116	254	385	461	流动比率	1.49	1.94	1.49	24.90	14.48	9.97						
长期投资	1	1	71	69	68	66	速动比率	1.29	1.71	1.34	24.17	13.78	9.34						
其他长期资产	-	4	5	7	7	7	现金比率	19%	15%	20%	70%	59%	53%						
长期资产	103	114	211	359	486	558	资产负债率	36%	31%	35%	3%	6%	8%						
资产总额	216	279	442	2,194	2,430	2,752	债务/权益	56%	44%	54%	3%	6%	9%						
短期借款	35	52	92	-	-	-	净债务/权益	-4%	5%	1%	-73%	-62%	-57%						
各项应付款	8	10	11	13	22	33	利息覆盖倍数	49	37	44	363	-40	-58						
应交税费	4	7	25	27	47	69	杜邦分析							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
应付职工薪酬	1	0	0	0	1	1	税后利润/EBIT	103%	94%	83%	85%	87%	86%						
其他流动负债	28	16	26	34	64	118	xEBIT利润率	44.3%	40.8%	36.7%	31.8%	30.7%	29.6%						
流动负债	76	85	155	74	134	220	= 销售净利润率	45.6%	38.4%	30.3%	26.9%	26.7%	25.5%						
长期借款	1	-	-	-	-	-	x资产周转率	0.76	0.99	0.97	0.26	0.38	0.48						
其他长期负债	0	0	-	-	-	-	= 总资产收益率	69.4%	42.8%	36.1%	11.7%	10.8%	13.0%						
长期负债	1	0	-	-	-	-	x总资产/净资产	1.56	1.44	1.54	1.03	1.06	1.09						
负债总额	77	85	155	74	134	220	=净资产收益率	54.1%	54.6%	45.3%	7.3%	10.9%	13.3%						
少数股东权益	0	-	-	-	-	-													
股本	38	105	105	140	140	140	回报率分析							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
公积金及未分配利润	100	89	183	1,981	2,156	2,392	投入资本回报率	107.0%	63.4%	54.1%	12.8%	11.3%	14.0%						
股东权益	138	194	288	2,121	2,296	2,532	平均资本回报率	34.7%	37.9%	29.4%	7.1%	10.3%	12.3%						
负债及股东权益	216	279	442	2,194	2,430	2,752													
誉衡药业							每股指标分析												
现金流量表 (人民币百万)							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E							
002437	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	摊薄每股收益	0.53	0.76	0.93	1.11	1.78	2.41						
净利润	75	106	130	155	250	338	每股经营性现金	1.38	0.55	1.63	0.80	0.78	1.36						
折旧/摊销	8	10	12	17	23	28	每股股息	-	-	-	0.50	0.54	0.72						
运营资本变化	-31	-59	9	-143	-158	-169	每股净资产	0.99	1.39	2.05	15.15	16.40	18.09						
其他项	0	1	20	84	-6	-6	估值分析							2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
经营活动现金流	52	58	171	113	109	191	市盈率	96.1		78.2	65.8	40.8	30.2						
固定资产投资	-13	-38	-61	-241	-150	-100	市净率	52.5		35.4	4.8	4.4	4.0						
其他投资活动	-14	20	-63	-	-1	-1	股价/每股经营性现金流	132.1		44.7	90.4	93.4	53.4						
投资活动现金流	-28	-18	-125	-241	-151	-101	红利收益率	0.0%		0.0%	0.7%	0.7%	1.0%						
股权融资	-	-	-	1,688	-	-													
借款变动	-15	-36	3	-109	-	-													
其他融资活动	-2	-3	-4	-1	-62	-68													
融资活动现金流	-17	-39	-1	1,579	-62	-68													
现金(等价物)变化	8	1	46	1,450	-104	22													

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED