

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

非经常性因素致业绩低于预期, 长期增长趋势不变

——誉衡药业(002437)公司点评

核心观点

1. 业绩增长保持平稳但低于市场预期。2010 年, 公司实现营业收入 5.75 亿元, 同比增长 33.85%, 实现营业利润 1.81 亿元, 同比增长 19.42%, 实现归属于母公司净利润 1.55 亿元, 同比增长 18.80%。摊薄每股收益 1.11 元。2010 年业绩基本延续 2009 年 20% 左右的平稳增长, 但低于市场预计 30% 以上的增速。

2. 非经常性因素致业绩低于预期。2010 年扣除非经常性损益后, 归属于母公司净利润为 1.61 亿元, 同比增长 25.30%。非经常损益绝大部分来自上市费用。2010 年该费用为 997 万元, 而同期非经常损益额为 -718 万元。因为该项费用的一次性计入, 报告期内公司管理费用较同期上升 99.40%, 管理费用率提高 3.74 个百分点。吉西他滨大幅降价也是业绩低于预期的主要原因。我们依据其他产品的收入估算, 2010 年吉西他滨的毛利润减少约 1100 万元, 同比减少约 40%。

3. 鹿瓜多肽增长稳定, 吉西他滨有量无价。根据母公司收入预测, 自主产品销售额约为 2.87 亿元, 同比增长 20.24%。鹿瓜多肽增长在 25% 左右。新适应症推广以及使用剂量提高对推动鹿瓜多肽平稳增长起到关键作用。吉西他滨则因为公司主动降价, 销售额增长有所影响, 但销量增长依然乐观。假如 2011 年吉西他滨不再降价, 则增长有望恢复。

4. 代理品种持续放量, 业绩贡献加大。DNA、新特钙口服液和前列地尔三大品种推动代理业务持续放量。我们推算代理销售收入大约为 2.82 亿元, 同比增长约 52%, 高于自主产品增长。由于代理品种收入占比提升, 代理业务对业绩贡献加大。我们测算经纬医药 2010 年净利润约为 2500 万, 对公司业绩的贡献近 20%。前列地尔仍处于市场覆盖阶段, 而 DNA 刚进入地方医保, 因此代理业务的快速增长仍将保持。

5. 关注头孢米诺带来的新业绩增长点。2011 年公司将正式开始销售明治 0.5g 规格的头孢米诺。头孢米诺是目前头孢类抗生素的明星产品, 07 年样本医院的增速达到 54%, 用药金额在头孢品种中居第三位。公司代理销售模式非常适合抗生素的销售推广。我们预计今年的销售额将达到 5000 万元。

6. 盈利预测与投资评级。考虑到吉西他滨的降价, 我们下调其收入增速和毛利率, 同时对三项费用做出调整。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.69 元、2.30 元和 2.84 元, 对应动态 PE 为 43、32、26 元。考虑是由于短期非经常性因素致公司业绩低于预期, 公司长期增长趋势不变, 我们维持公司“推荐-A”评级。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	575	798	1038	1255
同比增速(%)	33.85	38.71	30.02	20.94
净利润(百万)	155	237	322	398
同比增速(%)	18.80	53.07	35.97	23.48
EPS(元)	1.11	1.69	2.30	2.84
P/E	66	43	32	26

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	14000.00
流通A股(万股)	3500.00
52周内股价区间(元)	50.0-92.6
总市值(亿元)	101.81
总资产(亿元)	4.42
每股净资产(元)	2.74
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-投资价值分析-誉衡药业(002437):营销专家, 蓄势待发》2010-12-31
- 2.《国都证券-公司研究-调研简报-誉衡药业(002437):产品梯队不断丰富, 高成长值得期待》2010-11-11
- 3.《国都证券-公司研究-新股研究-誉衡药业(002437):快速成长的化学制药企业》2010-06-01

研究员: 徐昊

电话: 010-84183363

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 胡博新

电话: 010-84183363

Email: huboxin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

表 1 誉衡药业盈利预测表

单位: 百万	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	430	575	798	1,038	1,255
增长率(%)	55.99	33.85	38.71	30.02	20.94
营业成本	187	269	390	500	598
毛利率(%)	35.25	36.63	38.20	40.61	43.02
营业税金及附加	2	2	4	5	6
资产减值准备	2	(0)	3	4	5
销售费用	50	56	65	83	100
管理费用	33	65	57	67	79
财务费用	4	1	1	1	1
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	152	181	277	377	466
增长率(%)	39.56	19.42	53.05	35.99	23.49
期间费用率(%)	20.19	21.16	15.50	14.60	14.40
加: 营业外收入	1	2	2	2	3
减: 营业外支出	0	0	0	0	1
利润总额	153	183	279	379	468
增长率(%)	39.83	19.71	52.20	35.97	23.48
减: 所得税	23	28	42	57	70
实际税负比率(%)	14.83	15.49	15.00	15.00	15.00
净利润	130	155	237	322	398
增长率(%)	22.92	18.80	53.07	35.97	23.48
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
属于母公司的净利润	130	155	237	322	398
同比增长	22.92	18.80	53.07	35.97	23.48
每股收益(元)	0.93	1.11	1.69	2.30	2.84
市盈率(倍)	78	66	43	32	26

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			