

誉衡药业 (002437)

买入 (维持)

三季度业绩继续加速, 看好外延发展空间

市场数据

报告日期	2014-10-26
收盘价(元)	24.72
总股本(百万股)	700.00
流通股本(百万股)	700.00
总市值(百万元)	17304.00
流通市值(百万元)	17304.00
净资产(百万元)	2661.59
总资产(百万元)	4275.6
每股净资产	3.80

相关报告

《磷酸肌酸钠驱动成长, 内生外延前景广阔(正式稿)》
2014-08-24
《中报业绩预增上调, 坚定看好》2014-07-11
《拟实施股权激励, 看好未来发展》2014-07-09

分析师:

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

研究助理:

孙晓东

sunxiaodong@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1308	2326	3355	4118
同比增长	83.9%	77.8%	44.3%	22.7%
净利润(百万元)	227	444	600	754
同比增长	37.6%	95.9%	35.2%	25.6%
毛利率	77.1%	52.6%	49.5%	49.7%
净利率	17.3%	19.1%	17.9%	18.3%
净资产收益率(%)	9.5%	13.8%	15.7%	16.5%
每股收益(元)	0.32	0.63	0.86	1.08
每股经营现金流(元)	0.65	0.90	0.51	0.88

投资要点

事件:

近日, 誉衡药业公告 2014 年三季报, 报告期内实现营业收入 13.72 亿元, 同比增长 44.37%, 实现归属母公司净利润 2.98 亿元, 同比增长 120.68%, 扣非后净利润为 2.70 亿元, 同比增长 173.89%, 实现基本每股收益 0.43 元。

点评:

公司业绩基本符合我们此前的三季报预览 (125%-130%)

- **外延式收购的主要品种增长靓丽。**前三季度公司实现收入 13.72 亿元, 同比增长 44.37%, 由于营销模式调整和收购并表的影响, 其收入增速不具有可比性, 结合公司中期的经营情况, 我们预计上海华拓 (14 年 2 月并表) 和南京万川 (14 年 5 月并表) 的主要品种磷酸肌酸钠延续 50% 以上的快速增长 (竞争对手北京利祥因原料问题退出市场); 澳诺中国 (13 年 6 月并表) 的核心品种葡萄糖酸钙锌增长 40% 以上 (竞争对手经营层面也出现一定问题), 蒲公英制药 (13 年 1 月并表) 的安脑丸和代理品种氯吡格雷受制于招标尚未贡献明显业绩, 但两个品种小基数上均保持快速增长, 母公司的成熟品种鹿瓜多肽则增长相对平稳, 外延式收购是公司实现爆发式增长的主要原因。
- **收购并表驱动业绩继续加速, 现金流表现良好。**前三季度公司实现归属母公司净利润 2.98 亿元, 同比增长 120.68%, 业绩较中报进一步加速是因为南京万川三季度并表贡献 (去年同期基数不高, 收购并表弹性大); 根据

请阅读最后一页信息披露和重要声明

公司中报的经营情况，我们预计上海华拓和南京万川贡献净利润约 1.4 亿左右，澳诺中国贡献净利润约 4000 万左右，扣除收购财务费用增加以及股权激励费用计提（2000 万股权激励费用三季度集中确认）的影响，测算鹿瓜多肽、安脑丸等其他主要品种增长 20% 左右，保持稳健增长。财务指标方面，公司综合毛利率为 62.45%，较中报提升 0.87 个百分点；销售费用率较中报下降 0.58 个百分点至 22.37%；管理费用率为 13.02%，较中报上升 2.88 个百分点，管理费用率大幅上升是因为今年的股权激励费用集中在三季度全部计提，四季度管理费用率有望有所下降；报告期内公司多起并购导致借款大幅增加，前三季度公司财务费用达到 1680 万元，较去年同期增加 2878 万元（短期借款 4.8 亿元，货币资金较期初减少 4.8 亿元，尚有 4.23 亿元的股权转让款未支付）；其他财务指标方面，公司当期经营性净现金流达到 3.52 亿元，高于同期净利润水平，显示公司经营质量较高。

- **产品梯队改善助力内生长，外延战略执行力强。**在内生性增长方面，一线品种磷酸肌酸钠未来有机会进入第二轮医保放量期，其成长性远好于鹿瓜多肽；二线品种也不乏安脑丸、葡萄糖酸钙锌、氯吡格雷等潜力品种，以及在研的银杏内酯 B 注射液未来也有望获批，公司通过系列收购产品线梯队发生明显变化，其持续成长空间也已全面打开。而外延式并购方面，公司通过系列收购已经展现了其强大的并购能力，而且对核心高管实施的股权激励也有利于管理团队保持稳定，充分调动核心管理层的积极性，在有效的激励下公司外延式并购战略有望进一步强化，我们坚定看好公司依靠“内生+外延”双轮驱动的战略执行力。
- **盈利预测。**维持深度报告《大品种专家，多核驱动成长》中对公司的判断：公司通过外延式并购产品梯队结构改善显著，在新进基药品种安脑丸、潜在医保放量品种磷酸肌酸钠的驱动下，未来业绩有望保持快速成长；而且对核心高管实施的股权激励也有利于进一步强化其并购动力，我们继续看好公司依靠“内生+外延”驱动的成长空间。预估公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.63、0.86、1.08 元，对应 2014-2016 年动态 PE 分别为 39X、29X、23X，维持“买入”评级。
- **股价表现催化剂。**持续并购超预期；磷酸肌酸钠进入更多省份医保或全国医保目录。
- **风险提示。**内生增长低于预期；银杏内酯 B 审批存在不确定性，如果失败将影响公司估值。

表 1、誉衡药业分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	358	305	601	465	-22.6%	711	1308	83.9%
营业成本	93	113	236	167	-29.2%	259	299	15.6%
毛利	265	193	366	298	-18.4%	452	1009	123.0%
销售费用	108	81	130	101	-23.0%	162	635	292.0%
管理费用	88	34	58	87	49.7%	122	173	40.9%
财务费用	-6	-0	9	8	-12%	-35	-18	-48.5%
资产减值	-1	0	0	-0	-140.0%	2	1	-19.3%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	1	1	3	2	-40.6%	5	4	-30.4%
营业利润	71	75	161	100	-37.6%	198	201	2.0%
利润总额	107	80	169	120	-29.3%	199	269	35.3%
净利润	92	67	135	96	-29.4%	165	227	37.6%
EPS	0.327	0.241	0.483	0.136	-71.8%	0.588	0.810	37.6%
销售费用率	30.3%	26.5%	21.7%	21.6%	-0.1%	22.8%	48.5%	25.8%
管理费用率	24.6%	11.1%	9.6%	18.6%	9.0%	17.2%	13.2%	-4.0%
财务费用率	-1.7%	-0.1%	1.5%	1.7%	0.2%	-5.0%	-1.4%	3.6%
所得税率	14.4%	15.7%	17.8%	16.5%	-1.2%	17.9%	14.8%	-3.1%
毛利率	74.1%	63.1%	60.8%	64.1%	3.3%	63.6%	77.1%	13.5%
净利润率	25.6%	22.1%	22.5%	20.5%	-2.0%	23.2%	17.3%	-5.8%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1527	1877	2176	2669
货币资金	830	1041	1207	1603
交易性金融资产	270	0	0	0
应收账款	111	178	232	290
其他应收款	57	76	76	76
存货	121	217	282	310
非流动资产	1416	2956	3070	3219
可供出售金融资产	0	11	11	11
长期股权投资	5	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	475	583	644	664
在建工程	127	63	37	27
油气资产	0	0	0	0
无形资产	341	333	328	323
资产总计	2943	4833	5246	5888
流动负债	446	1071	1069	1090
短期借款	0	480	480	480
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	75	97	112
其他	396	516	492	498
非流动负债	18	436	236	86
长期借款	0	-15	-15	-15
其他	18	451	251	101
负债合计	465	1507	1305	1176
股本	280	700	700	700
资本公积	1508	1508	1508	1508
未分配利润	521	892	1432	2111
少数股东权益	87	99	114	131
股东权益合计	2478	3326	3941	4712
负债及权益合计	2943	4833	5246	5888

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	227	444	600	754
折旧和摊销	68	45	50	56
资产减值准备	1	1	0	1
无形资产摊销	29	9	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-16	14	16	14
投资损失	-4	-7	-7	-7
少数股东损益	3	12	14	17
营运资金的变动	175	164	-328	-219
经营活动产生现金流量	453	627	356	614
投资活动产生现金流量	-708	-1259	-174	-204
融资活动产生现金流量	-178	843	-16	-14
现金净变动	-433	211	166	396
现金的期初余额	1263	830	1041	1207
现金的期末余额	830	1041	1207	1603

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1308	2326	3355	4118
营业成本	299	1102	1693	2071
营业税金及附加	21	37	53	65
销售费用	635	415	519	633
管理费用	173	267	396	474
财务费用	-18	14	16	14
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	4	7	7	7
营业利润	201	496	683	867
营业外收入	69	45	45	45
营业外支出	1	4	5	5
利润总额	269	537	723	907
所得税	40	80	108	136
净利润	230	456	615	771
少数股东损益	3	12	14	17
归属母公司净利润	227	444	600	754
EPS(元)	0.32	0.63	0.86	1.08

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	83.9%	77.8%	44.3%	22.7%
营业利润增长率	2.0%	146.1%	37.8%	26.9%
净利润增长率	37.6%	95.9%	35.2%	25.6%
盈利能力				
毛利率	77.1%	52.6%	49.5%	49.7%
净利率	17.3%	19.1%	17.9%	18.3%
ROE	9.5%	13.8%	15.7%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	15.8%	31.2%	24.9%	20.0%
流动比率	3.42	1.75	2.04	2.45
速动比率	3.15	1.55	1.77	2.16
营运能力				
资产周转率	0.47	0.60	0.67	0.74
应收帐款周转率	16.73	15.92	16.23	15.66
每股资料(元)				
每股收益	0.32	0.63	0.86	1.08
每股经营现金	0.65	0.90	0.51	0.88
每股净资产	3.42	4.61	5.47	6.54
估值比率(倍)				
PE	76.32	38.96	28.83	22.96
PB	7.24	5.36	4.52	3.78

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。