



医药/必需消费

誉衡药业 (002437)

定增募资 60 亿, 6 大项目谋划长期发展

	丁丹 (分析师)	杨松 (研究助理)	胡博新 (分析师)
	0755-23976735	0755-23976734	0755-23976766
	dingdan@gtjas.com	yangsong@gtjas.com	huboxin@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880114080037	S0880514030007

本报告导读: 公司拟定增募资 60 亿元, 实际控制人和高管出 50 亿巨资参与, 六大定增项目奠定公司长期发展基础, 维持公司增持评级, 目标价 30 元。

投资要点:

定增六大项目奠定长期发展基础, 维持增持评级。 公司公告称拟定增募资 60 亿用于收购普德药业 85.01% 股权、新花城银杏内酯 B 产能扩建、澳诺车间建设等六大项目。预计 2014-2016EPS 为 0.58、0.75、0.95 元 (限制性股票授予完成后股本), 若考虑定增摊薄及普德药业并表, 预计 2014-2016EPS 为 0.57、0.72、0.90 元, 鉴于普德与公司整合带来的协同效应, 公司应享有一定估值溢价, 维持公司目标价 30 元, 维持增持评级。**实际控制人和管理层巨资参与定增, 利好长期发展。** 本次定增, 实际控制人出资 38.6 亿、管理层出资 11.6 亿巨资参与定增, 表明公司上下对未来发展充满信心; 管理层和公司利益高度绑定, 利于公司长期发展。

普德药业品种丰富, 期待协同效应。 普德药业拥有 153 个品种, 核心产品银杏达莫注射液、注射用门冬氨酸钾镁、注射用脑蛋白水解物市场份额靠前, 但受限销售能力, 目前尚有大量优秀品种未实现规模销售。誉衡药业品种整合销售能力突出, 可与普德药业丰富品种资源实现协同效应, 普德药业原股东承诺未来三年净利润不低于 1.89 亿元、2.08 亿元、2.29 亿元, 每年增速只有 10%, 随整合推进, 未来利润超预期概率较大。

银杏内酯 B 产能将扩, 代理品种再下一城, 新药研发布局。 停牌期间, 公司完成新花城少数股权收购, 并募资 4 亿用于银杏内酯产能扩建。誉衡阳光与赛诺、诺辉康鸿就重磅潜力品种注射用黄芪多糖签署独家代理协议。公司 5 年内将出资 10 亿与药品康德合作研发生物药, 探索转型。

风险提示: 整合进度低于预期

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	711	1,308	2,369	3,419	4,191
(+/-)%	30%	84%	81%	44%	23%
经营利润 (EBIT)	159	181	459	627	809
(+/-)%	42%	25%	132%	35%	28%
净利润	165	227	424	551	699
(+/-)%	41%	38%	87%	30%	27%
每股净收益 (元)	0.23	0.31	0.58	0.75	0.95
每股股利 (元)	0.01	0.60	0.09	0.11	0.14

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	22.9%	15.6%	20.0%	18.7%	19.6%
净资产收益率 (%)	7.1%	9.5%	13.7%	15.5%	16.8%
投入资本回报率 (%)	5.9%	7.7%	15.0%	16.3%	19.1%
EV/EBITDA	35.3	25.0	12.9	10.0	8.0
市盈率	40.4	29.3	15.7	12.1	9.5
股息率 (%)	0.0%	2.5%	0.4%	0.5%	0.6%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.00**

上次预测: 30.00

当前价格: 23.75

2015.01.24

交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.53-61.49
总市值 (百万元)	17,382
总股本/流通 A 股 (百万股)	732/700
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	1.64
日均成交值 (百万元)	39.91

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,662
每股净资产	3.64
市净率	6.5
净负债率	4.92%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.03	0.09
Q2	0.10	0.18
Q3	0.06	0.13
Q4	0.13	0.17
全年	0.31	0.58

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-3%	35%
相对指数	-8%	-47%	-10%

相关报告

《业绩符合预期, 磷酸肌酸钠继续高增长》2014.10.26

《子公司并表完成, 磷酸肌酸钠高速增长》2014.08.25

《整合丰富品种储备, 进入新发展阶段》2014.07.09

《增速放缓, 给予耐心》2011.08.30

《毛利率下滑拖累业绩增长》2011.04.21

模型更新时间: 2015.01.24

股票研究

必需消费
医药

誉衡药业 (002437)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.00

上次预测: 30.00

当前价格: 23.75

公司网址

www.gloria.cc

公司简介

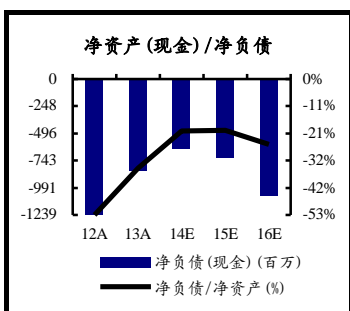
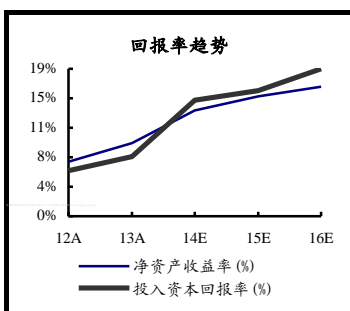
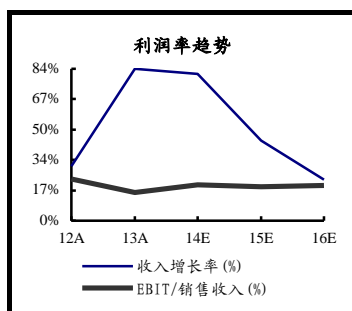
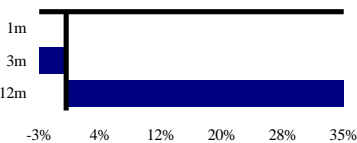
公司以骨科用药、抗肿瘤、抗生素、营养药物为研发重点, 产品涵盖骨科药物、风湿类药物、抗肿瘤药物、消化系统用药、呼吸系统用药、心脑血管药物、肝病用药、妇科用药和抗生素等领域。公司现拥有通过国家GMP认证的小水针、冻干粉针、头孢类冻干粉针、胶囊、片剂、栓剂、粉针灌装、肿瘤药品八大品系的自动化生产线, 具有年产水针剂1,500万支、普通冻干粉针剂500万支、肿瘤冻干粉针55万支和部分片剂、栓剂和胶囊剂的生产能力。

52周价格范围 22.53-61.49
市值(百万) 17,382

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	711	1,308	2,369	3,419	4,191
营业成本	259	299	1,021	1,553	1,893
税金及附加	10	21	36	51	63
销售费用	162	635	543	752	905
管理费用	122	173	310	436	521
EBIT	159	181	459	627	809
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	4	4	4	4
财务费用	35	18	-2	-17	-24
营业利润	198	201	460	612	787
所得税	36	40	76	99	125
少数股东损益	-1	3	5	7	9
净利润	165	227	424	551	699
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,343	1,100	1,201	1,485	1,927
其他流动资产	564	428	1,487	2,177	2,667
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产合计	507	602	623	640	622
无形及其他资产	146	809	795	781	768
资产合计	2,565	2,943	4,111	5,087	5,989
流动负债	187	446	613	913	1,112
非流动负债	17	18	318	518	618
股东权益	2,333	2,391	3,087	3,556	4,150
投入资本(IC)	2,301	2,200	3,134	3,526	3,786
现金流量表					
NOPLAT	134	174	400	543	699
折旧与摊销	26	62	67	76	81
流动资金增量	173	-206	893	389	292
资本支出	157	132	80	80	50
自由现金流	489	162	1,440	1,089	1,122
经营现金流	71	328	-391	246	497
投资现金流	-241	-322	-80	-80	-50
融资现金流	-21	-439	572	117	-5
现金流净增加额	-191	-433	101	283	442
财务指标					
成长性					
收入增长率	30.1%	83.9%	81.1%	44.3%	22.6%
EBIT 增长率	41.6%	25.3%	131.7%	35.4%	28.5%
净利润增长率	41.0%	37.6%	87.0%	30.0%	26.7%
利润率					
毛利率	62.3%	75.6%	55.4%	53.1%	53.3%
EBIT 率	22.9%	15.6%	20.0%	18.7%	19.6%
净利润率	23.2%	17.3%	17.9%	16.1%	16.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.1%	9.5%	13.7%	15.5%	16.8%
总资产收益率(ROA)	6.4%	7.7%	10.3%	10.8%	11.7%
投入资本回报率(ROIC)	5.9%	7.7%	15.0%	16.3%	19.1%
运营能力					
存货周转天数	94	145	115	116	117
应收账款周转天数	49	60	54	55	55
总资产周转天数	1298	810	625	536	514
净利润现金含量	0.43	1.47	-0.93	0.45	0.72
资本支出/收入	22.0%	10.1%	3.4%	2.3%	1.2%
偿债能力					
资产负债率	7.9%	15.8%	22.7%	28.1%	28.9%
净负债率	-53.1%	-34.7%	-20.4%	-20.1%	-25.5%
估值比率					
PE	40.4	29.3	15.7	12.1	9.5
PB	2.9	2.8	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	35.3	25.0	12.9	10.0	8.0
P/S	9.4	5.1	2.8	1.9	1.6
股息率	0.0%	2.5%	0.4%	0.5%	0.6%

绝对价格回报 (%)



目 录

1. 60 亿募投，6 大项目：奠定公司长期发展基础	4
2. 普德药业品种资源丰富	4
2.1. 品种资源和销售能力的强强联合	5
2.2. 普德药业收入利润增长稳定	5
2.3. 收购价格合理	6
3. 实际控制人和管理层巨资参与定增，利好长期发展	7
4. 收购新花城少数股权，加大银杏内酯 B 产能扩建	7
5. 代理品种再下一城：注射用黄芪多糖	7
6. 布局生物药研发：探索转型之路	8
7. 盈利预测与估值	8
8. 风险提示	8

1. 60 亿募投，6 大项目：奠定公司长期发展基础

本次拟向实际控制人和核心高管(合计出资 50.3 亿，占募资总额 83.9%)等 10 名对象定向增发不超过 2.74 亿，募资不超过 60 亿元用于 6 大项目，项目施行后，公司将外延并购普德药业获得丰富品种、扩大现有产品产能、完善营销体系、补充流动资金、增强管理层激励，为公司长远发展奠定基础。

表 1: 公司 60 亿募投 6 大项目

项目名称	项目投资总额	募集资金
收购普德药业 85.01% 股权	238,872.99	238,872.99
广州市新花城生物科技有限公司银杏内酯 B 注射剂车间扩产项目	40,676.92	40,676.92
澳诺(中国)制药有限公司综合车间项目	36,130.85	36,130.85
公司营销中心销售终端网络管理系统建设项目	20,875.00	20,875.00
公司信息化建设项目	17,000.00	17,000.00
补充流动资金	315,931.95	246,444.24
合计	669,487.71	600,000.00

数据来源：公司公告，资金单位：万元

2. 普德药业品种资源丰富

表 2: 普德药业主要品种介绍

品种	治疗领域	适应症	批文数量	市场份额	收入
银杏达莫注射液	心脑血管	适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病	益佰制药等 5 家企业	2012 年市场占有率达到 13.1%，位于银杏达莫注射剂第一位、银杏叶制剂市场的第二位	113.16
注射用门冬氨酸钾镁	心脑血管	电解质补充药。	默沙东和阿斯利康等多家企业	2012 年 β 受体阻滞剂类药市场份额达 14.5%，排名第三，门冬氨酸钾镁制剂排名第一	59.64
注射用脑蛋白水解物	心脑血管	用于颅脑外伤、脑血管病后遗症伴有记忆力减退及注意力集中障碍的症状改善。	四环药业等多家企业	2012 年市场份额 13.1%，同类竞品中排行第一	57.11
奥硝唑注射液	抗感染	抗细菌感染	西安万隆等 6 家企业	市场份额 9.06%，排名第五位	16.28
注射用氨曲南	抗感染	适用于治疗敏感需氧革兰阴性菌所致的各种感染	上海新先锋等多家企业	市场份额 8.6%，排名第三位	13.36
注射用盐酸洛美沙星	抗感染	敏感细菌引起的感染	粉针剂型只有福安药业和公司，注射液多家		11.86
注射用长春西汀	心脑血管	改善脑梗塞后遗症、脑出血后遗症、脑动脉硬化症等诱发的各种症状	远大国奥等多家企业		11.06
注射用环磷酰胺	抗肿瘤	广泛应用的抗癌药物	恒瑞医药等 5 家企业		3.53
紫杉醇注射液	抗肿瘤	进展期卵巢癌的一线和后继治疗	南京思科等多家企业		2.09

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究，收入为 13 年数据，单位：百万元。

普德药业目前拥有 153 个药物品种，267 个药品生产批准文号。其中 85 个品种被列入国家医保目录（包括甲类品种 28 个，乙类品种 57 个），18 个品种被列入《国家基本药物目录》。公司核心品种银杏达莫注射液、注射用门冬氨酸钾镁、注射用脑蛋白水解物市场份额领先，但限于销售能力约束，公司还有较多优秀品种未实现规模销售，未来有较大挖掘潜力。

2.1. 品种资源和销售能力的强强联合

普德药业所有药品均采用经销模式销售，即以“细化招商”方式开展销售，重要产品主要采用合作销售模式，本身并无销售团队覆盖医院终端。誉衡药业以品种整合销售见长，完成普德药业收购后，预计誉衡药业将会根据不同品种进行针对性整合，充分发掘产品增长潜力，实现品种资源和销售能力的强强联合。

表 3: 普德药业品种以代理销售为主

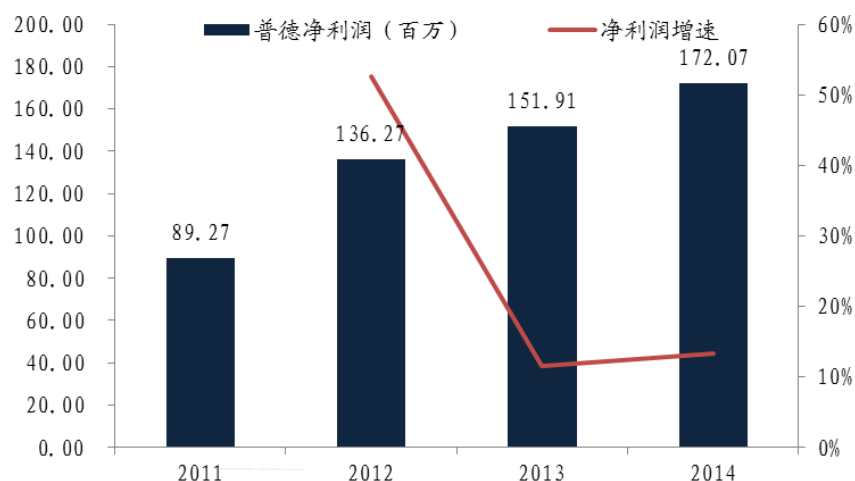
品种	合作公司	合作形式	合作范围和形式	合同签署时间	合同到期时间
银杏达莫注射液	珠海亿邦	独家代理	全国范围内的独家代理	2010 年 12 月 31 日	2015 年 9 月 18 日
奥硝唑注射液	珠海亿邦	独家代理	全国范围内的独家代理	2010 年 12 月 31 日	2015 年 9 月 18 日
注射用脑蛋白水解物	珠海塞隆	合作品种生产	国内销售代理权（药品注册批件有效期内）	2011 年 9 月 13 日	2015 年 9 月 18 日
注射用棊丙酯、卡络磺钠注射液、盐酸纳洛酮注射液	武汉同源	合作品种生产	国内销售代理权（药品注册批件有效期内）	2011 年 8 月 16 日	
复方甘草酸单铵 S、注射用长春西汀（10mg、30mg）	北京博邦	合作品种生产	国内销售代理权（药品注册批件有效期内）	2011 年 8 月 8 日	
注射用长春西汀（20mg）	河南天方	合作品种生产	国内销售代理权（药品注册批件有效期内）	2011 年 8 月 8 日	
注射用门冬氨酸钾镁	北京京卫	合作研发	所有知识产权及处置权归合作方		

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 普德药业收入利润增长稳定

普德药业 2014 年收入 5.35 亿，净利润 1.72 亿，公司过去 2 年收入平均增速 16%，净利润平均增速 12%，增长基本平稳。

图 1: 普德药业利润增长基本稳定



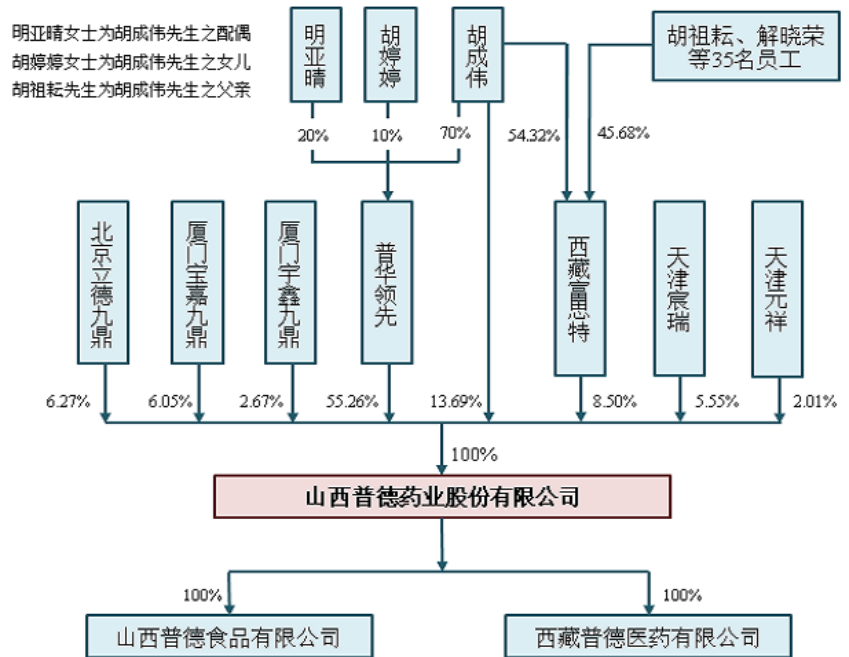
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.3. 收购价格合理

誉衡药业本次以 23.89 亿的价格收购普德药业 85.01% 股权（剩余的 14.99% 股权为九鼎持有），对应普德药业整体估值约 28.09 亿。

按照普德药业 2014 年净利润 1.72 亿元计算，本次收购对应 PE 为 16.3 倍，若以 2015 年业绩承诺 1.89 亿计算，则对应 PE 为 14.9 倍，考虑到普德药业品种资源丰富，且未来通过和誉衡药业整合，能够发挥出协同效应，收购价格基本合理。

图 2: 普德药业股权结构

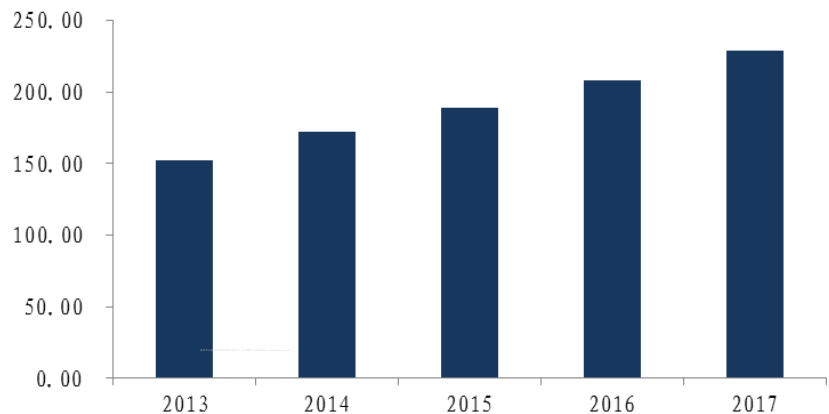


资料来源：公司公告，本次收购完成后，普德药业原实际控制人将不再持有股份

普德药业原股东承诺 2015 年、2016 年和 2017 年将分别实现不低于 1.89 亿元、2.08 亿元、2.29 亿元的净利润，承诺业绩每年增速只有 10%。预计随着誉衡药业对公司原有品种的分类整合，未来净利润增长超预期的概率较大。

图 3: 普德药业业绩承诺

普德业绩承诺 (百万)



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 实际控制人和管理层巨资参与定增, 利好长期发展

本次公司拟募资不超过 60 亿元, 发行股份数量不超过 2.74 亿股 (每股发行价 21.93 元), 其中实际控制人出资 38.6 亿 (占募资总额 64.5%)、管理层出资 11.6 亿 (占募资总额 19.4%), 两者合计出资 50.3 亿 (占募资总额 83.9%)。实际控制人和管理层均出巨资参与定增, 表明公司上下对未来发展充满信心; 管理层和公司利益高度绑定, 利好公司长期发展。

表 4: 管理层出巨资参与定增

	认购资金金额	认购数量 (股)	发行对象背景
旭日隆昌	27,000	12,311,900	实际控制人
恒益达昌	60,000	27,359,700	
尊雅锦绣	80,000	36,479,700	
经武纬文	100,000	45,599,600	
誉致衡远	119,883	54,666,211	
旭日九嘉	52,300	23,848,600	副董事长等两位高管
友依昌隆	20,899	9,529,900	总经理等 6 位高管
嘉润鸿实	43,240	19,717,100	
瑞宏嘉业	50,784	23,157,100	
鸿康众望	45,895	20,928,000	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 金额单位为万元

4. 收购新花城少数股权, 加大银杏内酯 B 产能扩建

公司在停牌期间以 1.5 亿元的价格完成广州新花城 30% 少数股权收购, 新花城成为公司全资子公司, 并被定位为中药 I 类新药银杏内酯 B 注射液的生产基地, 本次募投项目中将有 4 亿用于银杏内酯 B 注射剂车间扩产, 计划扩建成产能 2500 万支银杏内酯 B 注射液的制剂车间。银杏内酯 B 作为国家天然药物 I 类新药, 生产提取工艺水平较高, 单体纯度达 97% 以上, 在产品质量和临床疗效上有较强的竞争优势。

本次公司定增 4 亿用于银杏内酯 B 产能扩建, 表明公司对该品种未来潜力充满信心, 预计产品获批上市后 (目前已收到评审材料补充通知), 有可能成长为公司又一重磅品种。

5. 代理品种再下一城: 注射用黄芪多糖

公司全资子公司誉衡阳光与天津赛诺、天津诺辉康鸿签署《独家销售代理协议》, 获得注射用黄芪多糖 (250mg/瓶) 在大陆地区的独家销售代理权。注射用黄芪多糖为独家品种 (2004 年获批上市), 属于肿瘤辅助用药, 目前已经进入浙江、广东等 9 省地方增补目录, 已在贵州、吉林、海南、广东等省份中标销售, 平均中标价约 559 元/支, 市场规模估计 1 亿左右。随着新一轮医保目录调整的进行, 该品种有望进入更多省份医保增补目录, 凭借公司强大销售能力, 该品种有成为 10 亿大品种的潜力。同时协议约定, 公司未来可根据代理产品销售情况协商收

购天津赛诺股权，将品种完全纳入到公司体系。

6. 布局生物药研发：探索转型之路

公司与药明康德签署《生物医药战略合作框架协议》，拟在未来 5 年内累积出资 10 亿元，选定约 5 个拟研生物药方向（主要是单抗药物和重组蛋白领域）合作研发，期待收获 1-2 个国际领先的生物药品种，以此促进公司逐步成长为优秀的生物医药企业。同时双方约定药明康德也可选择以风险共担、收益共享模式进行共同合作研发。

本次募集资金中将安排 10 亿元用于生物医药研发，公司通过选择与优秀的研发企业合作，布局生物药领域，有望提升公司的产品整体研发能力，进一步完善公司产品线，为公司长远转型发展奠定基础。

7. 盈利预测与估值

预计 2014-2016EPS 为 0.58、0.75、0.95 元（限制性股票授予完成后股本），若考虑定增摊薄及普德药业并表，预计 2014-2016EPS 为 0.57、0.72、0.90 元，鉴于普德与公司整合带来的协同效应，公司应享有一定估值溢价，维持公司目标价 30 元（对应 2015 年 40 倍），维持增持评级。

8. 风险提示

整合低于预期：普德药业品种数量较多，且多与下游企业签有合作协议，未来誉衡药业对其整合可能会低于预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		