

翰宇药业 (300199)

期待特利放量和后续品种叠加

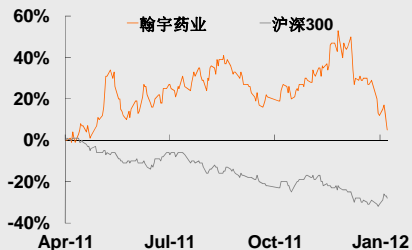
推荐 (首次)

现价: 33.00 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.hybio.com.cn
大股东/持股	曾少贵/34.32%
实际控制人/持股	曾少贵/34.32%
总股本(百万股)	100
流通 A 股(百万股)	25
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(亿元)	33.00
流通 A 股市值(亿元)	8.25
每股净资产(元)	9.46
资产负债率(%)	5.3

行情走势图



证券分析师

凌军
 投资咨询资格编号
 S1060511010016
 电话 0755-22624694
 邮箱 lingjun004@pingan.com.cn

研究助理

郝淼
 一般证券从业资格编号
 S1060111060113
 电话 0755-22625829
 邮箱 haomiao562@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 2012 年胸腺五肽有望延续高增长

公司核心品种胸腺五肽 09 年开始进入 13 省医保 (10 年新进 6 个)，在医保放量及 10mg 品规优势的影响下，估计 11 年公司胸腺五肽销售收入大幅增长 60%左右。随着地方招标的推进，我们预计 12 年胸腺五肽有望保持 30%左右的快速增长。

■ 特利加压素 2011 年低于预期，2012 年有望放量

由于计划的新区域招标以及招标后续贯彻实施延后，加上公司的学术推广等营销手段尚未发力，2011 年特利加压素销售额低于预期。预计 2012 年将有 20 多个省进行招标，随着招投标进程的推进和公司学术推广逐渐显现，我们认为 12 年特利加压素有望实现放量。

■ 期待爱啡肽和卡贝缩宫素上市叠加

由于新药审批机构及政策调整影响，公司储备产品审批及投入市场节奏慢于预期。目前爱啡肽和卡贝缩宫素仍在等待生产批件，爱啡肽有望于 2012 年内上市，卡贝缩宫素最快将于今年底拿到生产批件。

■ 受让缓控释制剂品种及技术，或将形成组合拳

公司受让科信必成公司 21 个口服固体缓控释制剂品种及制备技术、提前布局化药领域，不仅将拓宽公司品种，且将有助于公司未来围绕心脑血管、消化系统、产科等主打方向形成组合拳，充分利用销售渠道资源实现品种叠加。双方的长期战略合作也为公司未来走向国际市场打开了想象空间。

■ 首次给予“推荐”评级

我们预计公司 2011-13 年的 EPS 分别为 0.79、1.15 和 1.56，对应 2 月 8 日收盘价 33.00 元的 PE 分别为 42、29 和 21 倍。公司作为多肽药物领域龙头企业，研发实力雄厚，储备产品竞争小、潜力大，特利加压素 2012 年有望放量延续业绩高成长，因此首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	93	122	164	230	315
YoY(%)	19.8	31.5	34.5	40.2	37.0
净利润(百万元)	35	53	79	114	156
YoY(%)	78.1	49.4	50.0	44.4	36.0
毛利率(%)	78.1	75.8	77.7	77.6	77.6
净利率(%)	38.1	43.3	48.3	49.8	49.4
ROE(%)	27.7	29.3	8.1	10.5	12.5
EPS(摊薄/元)	0.35	0.53	0.79	1.14	1.56
P/E(倍)	87.7	58.7	41.6	28.8	21.2
P/B(倍)	24.3	17.2	3.4	3.0	2.6

正文目录

一、公司近况	4
1.1 2012 年胸腺五肽有望延续高增长	4
1.2 特利加压素 2011 年低于预期，2012 年有望放量	5
1.3 期待爱啡肽和卡贝缩宫素上市叠加	6
1.4 受让缓控释制剂品种及技术，形成组合拳	6
二、盈利预测及评级	6
三、核心信息附录	7
3.1 公司业务概要	7
3.2 公司前三季度业绩概要	8
3.3 股权结构	9

图表目录

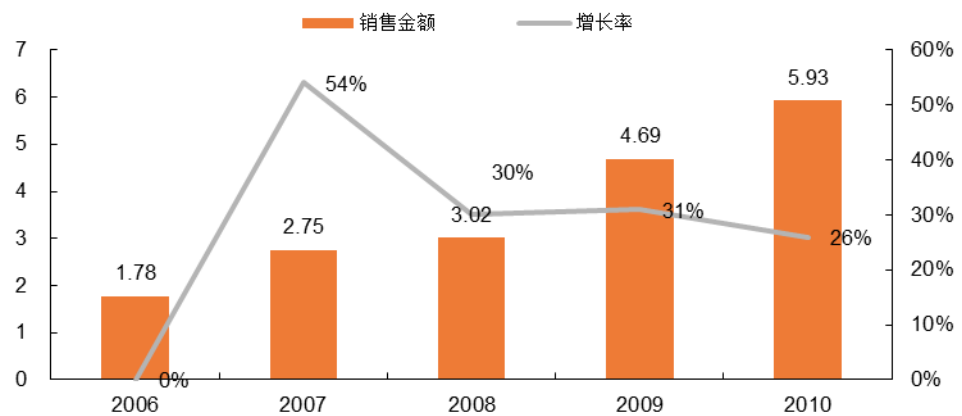
图表 1	2006~2010 年样本医院胸腺五肽终端市场规模变化	4
图表 2	2010 年样本医院胸腺五肽市场竞争格局.....	4
图表 3	2006~2010 年样本医院特利加压素终端市场规模变化.....	5
图表 4	2010 年样本医院特利加压素市场竞争格局	5
图表 5	公司主要储备品种简介	6
图表 6	公司分业务收入预测	7
图表 7	2011 年上半年分产品收入构成	8
图表 8	2011 年上半年分产品毛利构成	8
图表 9	公司业绩增长情况	8
图表 10	公司销售、管理费用率变化.....	9
图表 11	公司股权结构	9

一、公司近况

1.1 2012 年胸腺五肽有望延续高增长

公司核心品种胸腺五肽是胸腺生成素 II 的有效肽链片段，由于采用固相合成工艺，纯度高、作用明确，有望逐步替代副作用较大的胸腺肽，用于肝炎、肿瘤等免疫功能低下疾病的辅助治疗。2009 年开始，胸腺五肽进入 13 省医保增补目录，其中 2010 年新进 6 个省。09 年终端市场规模约 9.7 亿元。10 年胸腺五肽占公司销售收入的 40% 以上，是主要的收入和利润来源。

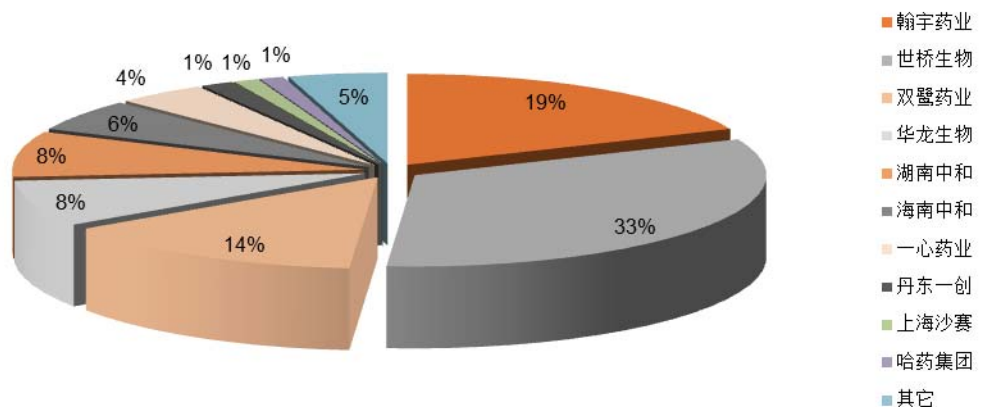
图表1 2006~2010年样本医院胸腺五肽终端市场规模变化 单位：亿元



资料来源：南方所、平安证券研究所整理

胸腺五肽厂家众多，根据南方所提供的样本医院数据，2010 年世桥生物、翰宇药业、双鹭药业分别占据市场份额前三位。其中 10mg 品规厂家较少且价格较高，是公司主推品规，带动市场份额稳中有升，我们估计 2011 年公司胸腺五肽销售收入大幅增长 60% 左右。随着地方招标的推进，2012 年公司胸腺五肽有望延续 11 年医保放量态势，我们预计增速约 30%。

图表2 2010年样本医院胸腺五肽市场竞争格局

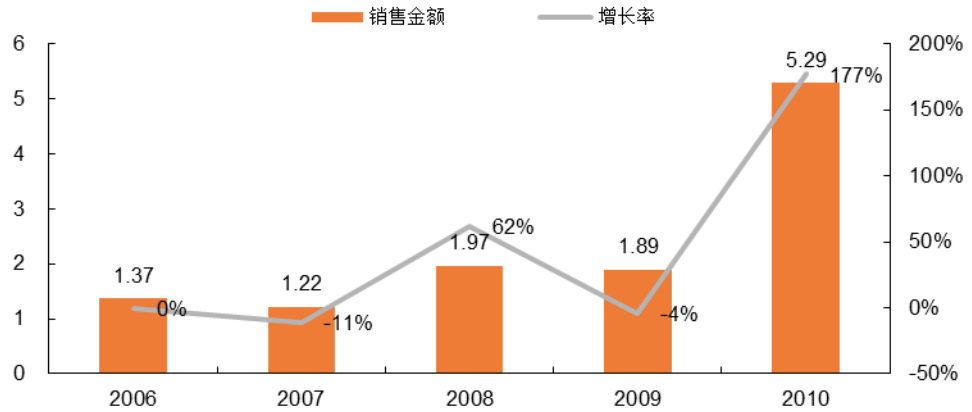


资料来源：南方所、平安证券研究所整理

1.2 特利加压素 2011 年低于预期，2012 年有望放量

特利加压素是公司的一个重磅级新品，未来有望逐步替代生长抑素和奥曲肽，主要用于肝硬化并发症（静脉曲张患者的止血、肝肾综合症、腹水）的治疗。特利加压素厂家较少，目前仅有辉凌制药（Ferring）的原研产品和翰宇的首仿产品在销售，根据南方所采集的样本医院数据，2010 年公司的特利加压素已经替代辉凌占据主要市场份额。

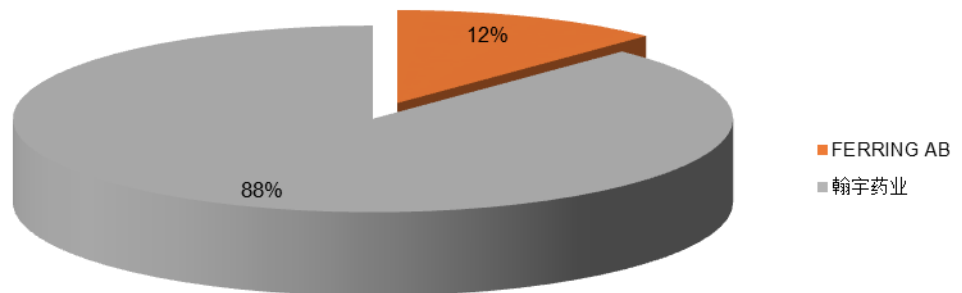
图表3 2006~2010年样本医院特利加压素终端市场规模变化 单位：百万元



资料来源：南方所、平安证券研究所整理

由于国家及部分地区药品招标政策调整，原计划的新区域招标或招标完成后的贯彻实施延后，且公司的学术推广等营销手段还未发力，2011 年特利加压素的销售额低于预期。预计 2012 年将有 20 多个省进行招标，随着招投标进程的推进和公司学术推广逐渐显效，预计 12 年特利有望实现放量。

图表4 2010年样本医院特利加压素市场竞争格局



资料来源：南方所、平安证券研究所整理

公司另外两个主要产品生长抑素和醋酸去氨加压素均是国家医保目录品种，增长趋于平稳，竞争格局也较为稳定。

1.3 期待爱啡肽和卡贝缩宫素上市叠加

公司是多肽领域龙头企业，研发实力雄厚，拥有爱啡肽、卡贝缩宫素等多个前景良好的储备品种。但由于新药审批机构及政策调整影响，新产品审批及投入市场节奏慢于预期，目前爱啡肽和卡贝缩宫素仍在等待生产批件，爱啡肽有望于年内上市，卡贝缩宫素最快将于今年底拿到生产批件。

图表5 公司主要储备品种简介

品种	适应症	医保	国内销售厂家	竞争药物
爱啡肽	心血管疾病（抗血小板聚集）	否	尚无	氯吡格雷，阿昔单抗，替罗非班
卡贝缩宫素	子宫收缩乏力和产后出血	医保乙类	辉凌，Draxis（进口）	缩宫素（催产素），米索前列醇

资料来源：平安证券研究所整理

卡贝缩宫素比缩宫素（基药，销量超过 1 亿支）起效更迅速、效果更持久、使用更便捷，主要用于引产、催产、产后及流产后因宫缩无力或缩复不良而引起的子宫出血，截至 10 年底只有辉凌制药和进口的 Draxis Specialty Pharmaceuticals Inc. 的产品。

爱啡肽是人工合成的环状七肽，主要适应症为不稳定型心绞痛、非 ST 段抬高的心肌梗死的药物治疗及冠脉内介入治疗，全球市场规模约 6 亿美元，目前尚未有产品在国内生产和上市销售，未来公司爱啡肽上市后将具有垄断优势，预计市场容量约为 1,300 万支。

1.4 受让缓控释制剂品种及技术，形成组合拳

公司决定购买北京科信必成公司 21 个口服固体缓控释制剂品种及制备技术、提前布局化药领域，不仅将拓宽公司品种（多肽品种毕竟有限），且将有助于公司未来围绕心脑血管、消化系统、产科等主打方向形成组合拳，充分利用销售渠道资源实现品种叠加。

科信必成是一家专业从事口服固体缓控释药物制剂的研发机构，申请国家发明专利 108 项，已授权 54 项，申请国际 PCT 专利 6 项，一项已经进入美国和欧洲的实审阶段，建立了药物制剂技术全球专利分析系统。科信必成曾受浙江华海药业委托，按照欧盟 EMEA 标准完成中国第一个化学制剂盐酸多奈哌齐薄膜衣片研究，欧盟申请注册并批准上市，被业界公认为中国最具典型的药品制剂国际化开源案例。与科信必成的长期战略合作也为公司产品未来走向国际市场打开想象空间。

二、盈利预测及评级

核心假设：未来两年，1) 胸腺五肽保持 20~30%左右的快速增长；2) 特利加压素今年开始放量；3) 爱啡肽年内上市、明年开始放量，卡贝缩宫素明年上市；4) 管理费用率和销售费用率稳中略降，公司研发项目持续收到政府财政补贴。

在以上假设基础上，我们对公司分品种收入及盈利预测如下：

图表6 公司分业务收入预测

单位：百万元

	2010A	2011E	2012E	2013E
胸腺五肽	49.60	83.00	110.00	130.00
YOY		67.3%	32.5%	18.2%
生长抑素	28.18	33.00	38.00	42.00
YOY		17.1%	15.2%	10.5%
去氨加压素	17.08	21.00	25.00	28.00
YOY		23.0%	19.0%	12.0%
特利加压素	10.74	15.00	30.00	45.00
YOY		39.7%	100%	50.0%
爱啡肽			10.00	30.00
YOY				200%
卡贝缩宫素				20.00
YOY	15.56	12.00	17.00	20.00
营业收入合计	121.16	164.00	230.00	315.00
YOY		34.5%	40.2%	37.0%
毛利率	75.8%	77.7%	77.6%	77.6%
归属母公司净利润	52.85	79.25	114.46	155.66
YOY	49.4%	50.0%	44.4%	36.0%
净利率	43.3%	48.3%	49.8%	49.4%
每股收益（元）	0.528	0.792	1.145	1.557

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

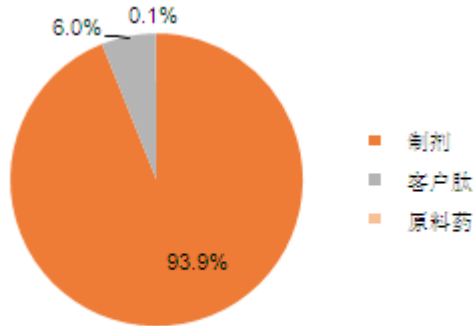
我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.79、1.15 和 1.56，对应 2 月 8 日收盘价 33.00 元的 PE 分别为 42、29 和 21 倍。公司作为多肽药物领域龙头企业，研发实力雄厚，储备产品竞争小、潜力大，特利加压素今年有望放量延续业绩高成长，因此首次给予“推荐”评级。

三、核心信息附录

3.1 公司业务概要

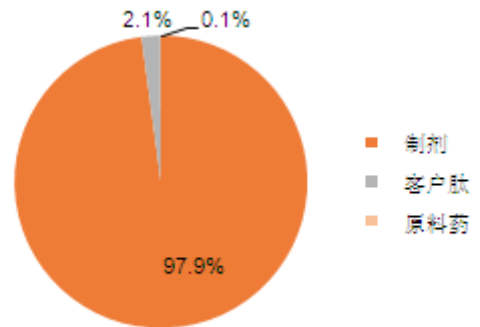
公司从事化学合成多肽药物的研发、生产和销售，主要产品为注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、注射用特利加压素等。公司通过自主研发的方式掌握了一系列多肽药物规模化生产的核心技术，公司现拥有发明专利 2 项，申请发明专利 29 项。

图表7 2011年上半年分产品收入构成



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

图表8 2011年上半年分产品毛利构成

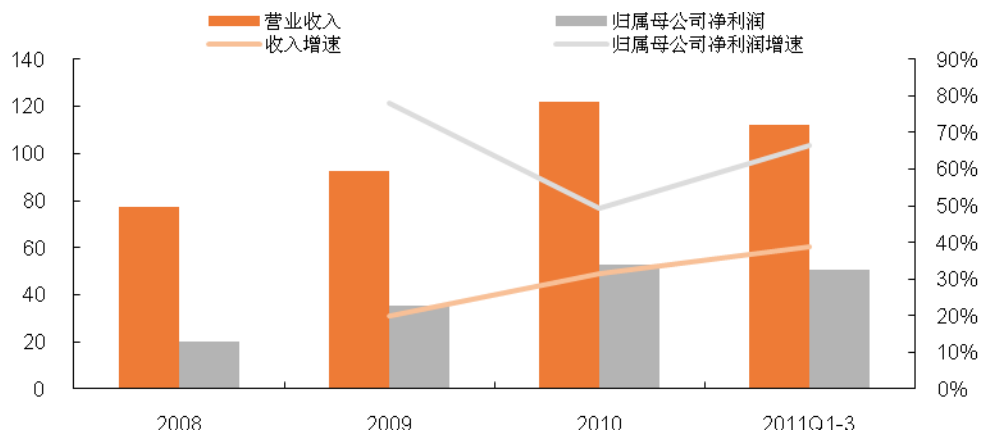


资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

3.2 公司前三季度业绩概要

公司前三季度实现主营业务收入 1.12 亿元，同比增长 38.99%；归属母公司净利润 5064.36 万元，同比增长 66.42%。

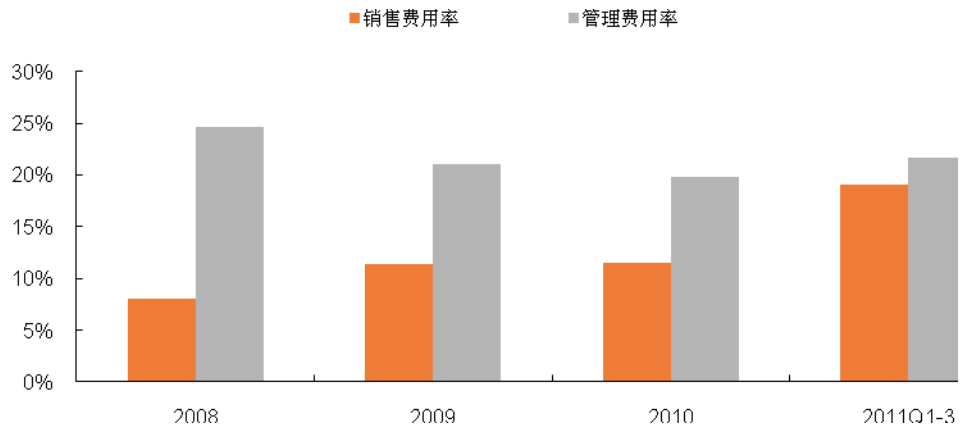
图表9 公司业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

前三季度公司销售费用 2128.79 万元，同比增长 146.71%，销售费用率为 19.02%，销售费用大幅增长主要系公司壮大营销团队，加大市场推广力度；公司管理费用 2431.28 万元，管理费用率为 21.72%。

图表10 公司销售、管理费用率变化

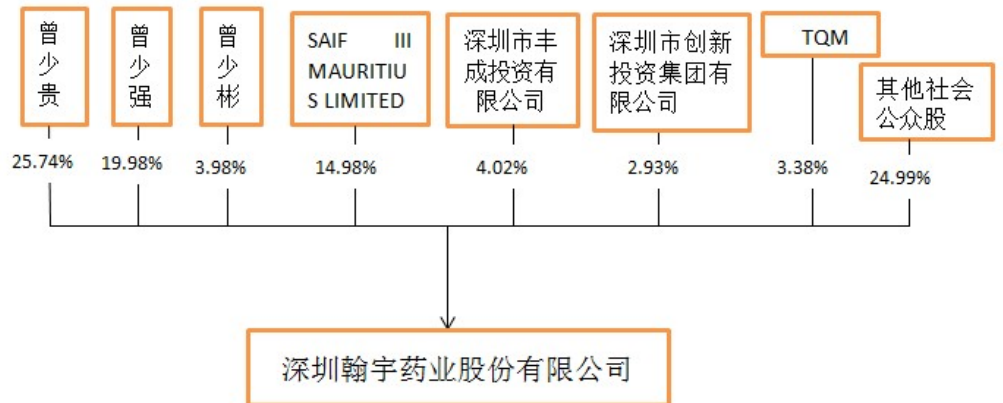


资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

3.3 股权结构

公司总股本 1 亿股，曾少贵、曾少强、曾少彬三兄弟直接持有 49.7%的股权，曾氏三兄弟为公司实际控制人。公司中高层管理人员及其他核心人员通过丰成投资共持有公司 4.02%股权。

图表11 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	133	924	1014	1149	营业收入	122	164	230	315
现金	84	860	924	1026	营业成本	29	37	51	71
应收账款	22	30	42	57	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	0	1	1	1	营业费用	14	32	44	55
预付账款	9	11	15	21	管理费用	24	35	49	63
存货	17	21	29	40	财务费用	1	-17	-33	-36
其他流动资产	1	2	2	3	资产减值损失	1	2	2	3
非流动资产	80	87	113	136	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	49	53	73	92	营业利润	52	75	115	159
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	3	20	22	27
其他非流动资产	19	21	27	31	营业外支出	1	2	3	3
资产总计	213	1010	1127	1285	利润总额	55	93	135	183
流动负债	16	17	19	21	所得税	2	14	20	27
短期借款	0	0	0	0	净利润	53	79	114	156
应付账款	1	1	1	2	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	15	16	17	19	归属母公司净利润	53	79	114	156
非流动负债	17	17	17	17	EBITDA	53	63	89	133
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.79	1.14	1.56
其他非流动负债	17	17	17	17					
负债合计	32	33	35	38	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	75	100	100	100	成长能力				
资本公积	23	715	715	715	营业收入	31.5%	34.5%	40.2%	37.0%
留存收益	82	162	276	432	营业利润	30.7%	44.5%	53.1%	38.2%
归属母公司股东权益	181	977	1091	1247	归属于母公司净利润	49.4%	50.0%	44.4%	36.0%
负债和股东权益	213	1010	1127	1285	获利能力				
					毛利率(%)	75.8%	77.7%	77.6%	77.6%
					净利率(%)	43.3%	48.3%	49.8%	49.4%
					ROE(%)	29.3%	8.1%	10.5%	12.5%
					ROIC(%)	28.1%	5.0%	6.4%	8.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	15.2%	3.3%	3.1%	2.9%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.47	54.86	54.20	54.40
					速动比率	7.41	53.63	52.65	52.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.27	0.22	0.26
					应收账款周转率	6	5	5	5
					应付账款周转率	14.27	40.12	42.33	41.89
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	0.79	1.14	1.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.51	0.62	0.96
					每股净资产(最新摊薄)	1.81	9.77	10.91	12.47
					估值比率				
					P/E	62.44	41.64	28.83	21.20
					P/B	18.27	3.38	3.02	2.65
					EV/EBITDA	61	51	36	24

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	55	51	62	96
净利润	53	79	114	156
折旧摊销	0	5	7	10
财务费用	1	-17	-33	-36
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-18	-30	-37
其他经营现金流	1	2	3	3
投资活动现金流	-23	-9	-30	-30
资本支出	23	9	30	30
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-31	734	33	36
短期借款	-29	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	692	0	0
其他筹资现金流	-2	17	33	36
现金净增加额	1	776	65	102

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257