

翰宇药业 (300199)

2011年7月24日

医保产品放量，业绩快速增长

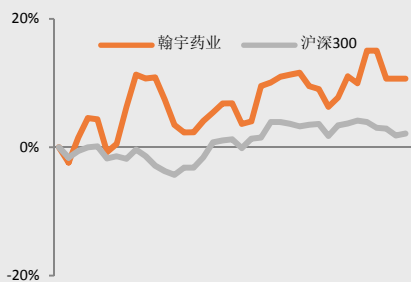
推荐 (首次)

现价: 36.89 元

主要数据

行业	医药制造业
公司网址	www.hybio.com.cn
大股东/持股	曾少贵 25.74%
实际控制人/持股	曾少贵/曾少强/曾少彬 46.8%
总股本(百万股)	100
流通 A 股(百万股)	25
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	36.89
流通 A 股市值(亿元)	9.22
每股净资产(元)	9.26
资产负债率(%)	4.49

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军 S1060511010016
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

投资要点

■ 医保助力，业绩大幅增长

2011 上半年公司实现收入和归属于母公司净利润分别为 7,243 万元和 3,006 万元，同比增长分别为 39.51%和 59.92%。扣非后净利润为 2,731 万元，同比增加 65.72%，按发行后股本 EPS 为 0.30 元。业绩大幅增长源于主要产品特利加压素进入医保后放量增长。预计特利加压素全年销售高于 5000 万，同比增长高于 400%。

■ 毛利率、期间费用率升高

制剂毛利率、收入占比同比分别提高 3.44%、10.09%。客户肽、原料药收入同比分别下降 12.41%、41.52%，毛利率同比下降 11.43%、55.68%。产品综合毛利率同比提高 2.03%。期间费用（三项费用）收入占比 40.66%，同比增长 10.79%。其中销售费用同比增长 95.60%，主要因为销售规模扩大、销售人员增加。财务费用同比大幅降低，主要是募集资金存款利息收入增加所致。

■ 缓速控制剂提升竞争力，新产品不断推出

公司与科信必成签订 21 项口服缓控释制剂品种的药品项目合同，11 年 12 月起至 13 年 5 月止分批次进行品种受让。多肽药物酶降解度高、半衰期短，缓控释制剂可以有效提高药品生物利用度并延长作用时间。合作业务有助于公司产品高端化转移。公司储备了多个高附加值在研产品，12 年卡贝缩宫素、爱啡肽、胸腺法新有望上市。

■ 盈利预测和投资评级

预计 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别 0.79、1.14 和 1.52 元，对应 7 月 22 日收盘价 38.89 元，2011-2013 年的市盈率为 46 倍、32 倍和 24 倍。考虑到进入医保产品持续放量增长、新产品陆续推出，给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	93	122	194	267	377
YoY(%)	31.51%	59.19%	37.55%	41.15%	31.51%
净利润(百万元)	35	53	79	114	152
YoY(%)	49.43%	50.19%	44.17%	32.46%	49.43%
毛利率(%)	78.1%	75.8%	72.7%	70.1%	69.6%
净利率(%)	38.1%	43.3%	40.9%	42.9%	40.2%
ROE(%)	27.7%	29.3%	8.1%	10.5%	12.2%
EPS(摊薄/元)	0.47	0.70	0.79	1.14	1.52
P/E(倍)	104.31	69.81	46.48	32.24	24.34
P/B(倍)	28.88	20.43	3.78	3.38	2.97

正文目录

一、 中报简况——业绩大幅增长，符合预期.....	4
二、 产品综合毛利率提高.....	4
三、 期间费用率略有升高.....	5
四、 未来关注事项.....	5
4.1 特利加压素销量有望大幅增加.....	5
4.2 制剂合作业务持续推进.....	5
4.3 新品种陆续上市.....	5
五、 盈利预测和投资评级.....	6
六、 核心信息附录.....	8
6.1 公司业务概要.....	8
6.2 股权结构.....	9
6.3 募投项目情况.....	10

图表目录

图表 1	wind 和平安证券全年预测 单位：元	4
图表 2	中报收入及成本明细表（单位：万元）	4
图表 3	主要产品毛利率变化	4
图表 4	期间费用率略有增加	5
图表 5	公司产品线	6
图表 6	主要可对比公司 EPS 及 PE	7
图表 7	主要产品收入明细预测表	7
图表 8	08-10 年业绩迅速成长	8
图表 9	产品收入占比	8
图表 10	产品毛利率（%）	8
图表 11	分地区收入占比	9
图表 12	发行人发行前的股权结构	9
图表 13	公开发行前后股权结构变化 单位：万股，%	10
图表 14	募集资金投资项目 单位：万元	10

一、中报简况——业绩大幅增长，符合预期

2011 上半年公司实现收入和归属于母公司净利润分别为 7,243 万元和 3,006 万元，同比增长分别为 39.51%和 59.92%。扣非后净利润为 2,731 万元，同比增加 65.72%，按发行后股本 EPS 为 0.30 元。业绩大幅增长源于主要产品特利加压素进入医保后放量增长。

图表1 wind和平安证券全年预测

单位：元

	2010	2011E	2012E	2013E
平安证券	0.70	0.79	1.14	1.52
Wind 资讯	0.53	0.82	1.19	1.64

资料来源：Wind资讯、平安证券研究所

二、产品综合毛利率提高

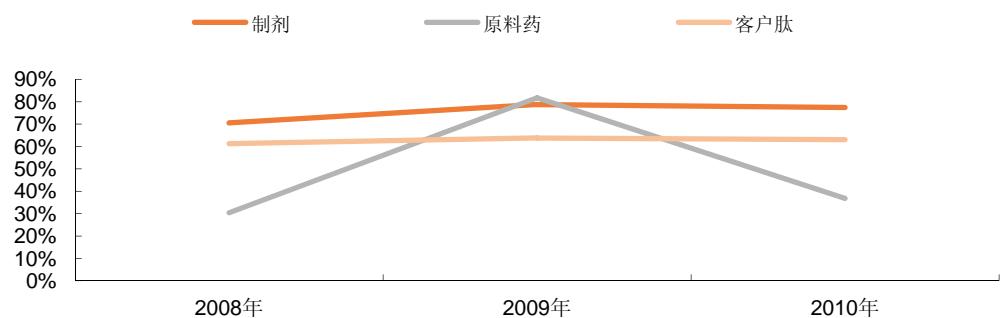
制剂毛利率同比提高 3.44%，制剂收入占比 92%，同比提高 10.09%。客户肽、原料药收入同比分别下降 12.41%、41.52%，毛利率同比下降 11.43%、55.68%。客户肽、原料药两项产品收入占比小于 10%，产品综合毛利率同比提高 2.03%。

图表2 中报收入及成本明细表（单位：万元）

	收入			成本		
	金额	同比增长	占比	金额	同比增长	占比
制剂	6,689.02	44.22%	92.34%	1,487.51	29.19%	82.25%
原料药	3.6	-41.52%	0.05%	0.6	65.36%	0.03%
客户肽	430.92	-12.41%	5.95%	320.43	54.56%	17.72%
其它服务	120		1.66%	0		0.00%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表3 主要产品毛利率变化

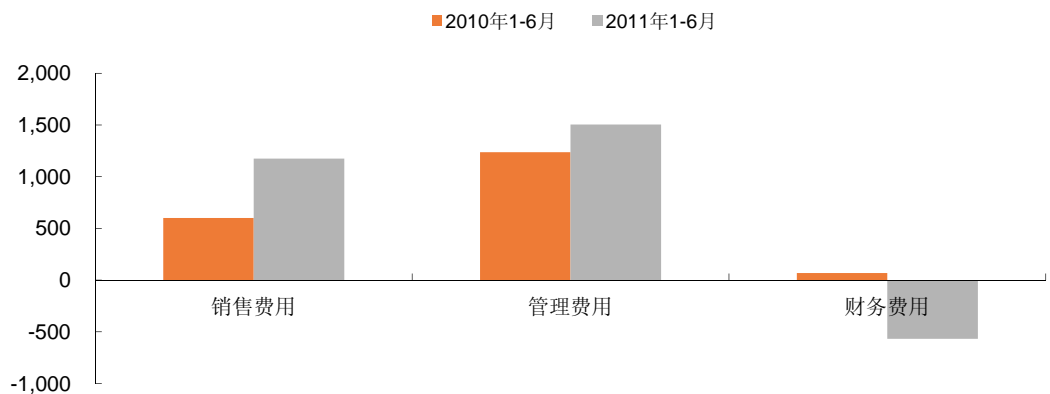


资料来源：公司资料、平安证券研究所

三、期间费用率略有升高

2011年1-6月期间费用(三项费用)收入占比40.66%，同比增长10.79%。其中销售费用同比增长95.60%，主要因为销售规模扩大、销售人员增加。财务费用同比大幅降低，主要是募集资金存款利息收入增加所致。

图表4 期间费用率略有增加



资料来源：公司资料、平安证券研究所

四、未来关注事项

4.1 特利加压素销量有望大幅增加

09年上市产品特利加压素适应症是门外高压出血和胰腺炎，未来替代奥曲肽和生长抑素可能性较大。10年进入10个省医保，11年有望继续放量。预计全年销售高于5000万，同比增长高于400%。

4.2 制剂合作业务持续推进

公司与北京科信必成签订21项口服缓控释制剂品种的药品项目合同，涉及技术转让费总额为9000万元。11年12月起至13年5月止分批次进行品种受让。多肽药物酶降解度高、半衰期短，缓控释制剂可以有效提高药品生物利用度并延长作用时间。合作业务有助于公司产品高端化转移。

4.3 新品种陆续上市

公司是一家典型的研发驱动型企业。不但取得7个国家新药证书，而且储备了多个高附加值在研产品。其中包括针对老年痴呆和癌症类化药1.1类产品，产品高端化趋势明显。12年卡贝缩宫素、爱啡肽、胸腺法新有望上市。

图表5 公司产品线

项目名称	类别	适应症	进展情况	拟达成目标
爱啡肽及爱啡肽注射液	化药 3 类	心血管疾病	已申请注册	新药证书及药品注册批件
硫普罗宁片	化药 6 类	保肝	美国赛生、成都地奥、海南中和	药品注册批件
醋酸普兰林肽及醋酸普兰林肽	化药 3 类	糖尿病	已申报临床	临床批件
胸腺法新及注射用胸腺法新	化药 6 类	免疫调节	已申请注册	药品注册批件
卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液	化药 6 类	助产, 降低产后出血	已申请注册	药品注册批件
阿托西班及阿托西班注射液	化药 3+6 类	预防早产	即将申请注册	药品注册批件
西曲瑞克及注射用西曲瑞克	化药 3+6 类	抗癌	即将申请注册	药品注册批件
PP0301 肽及其制剂	化药 1.1 类	老年痴呆	临床前研究阶段	获得临床批件
B0202 合成肽及其制剂	化药 1.1 类	内毒素休克合并肝损伤	临床前研究阶段	获得临床批件
CB5005 及其制剂	化药 1.1 类	抗癌	临床前研究阶段	获得临床批件
胸腺法新鼻喷剂	化药 2 类	免疫调节	临床前研究阶段	获得临床批件
奈西立肽及注射用奈西立肽	化药 3 类	心血管疾病	临床前研究阶段	获得临床批件
格拉替雷及注射用格拉替雷	化药 3 类	免疫调节	临床前研究阶段	获得临床批件
注射用醋酸曲普瑞林缓释微球	化药 6 类	缓控释注射剂抗癌	临床前研究阶段	获得临床批件
布舍瑞林及布舍瑞林注射液	化药 3 类	前列腺癌、乳腺癌	临床前研究阶段	获得临床批件
恩夫韦肽及注射用恩夫韦肽	化药 3+6 类	抗艾滋	临床前研究阶段	获得临床批件
麝香甙素及注射用麝香甙素	化药 1 类	降血压	临床前研究阶段	获得临床批件

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

五、盈利预测和投资评级

预计 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别 0.79、1.14 和 1.52 元，对应 7 月 22 日收盘价 38.89 元，2011-2013 年的市盈率为 46 倍、32 倍和 24 倍。考虑到进入医保产品持续放量增长、新产品陆续推出，给予“推荐”评级。

图表6 主要可对比公司EPS及PE

	每股收益/EPS			市盈率/PE		
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
恒瑞医药	0.64	0.82	1.04	51.55	40.47	31.94
华东医药	0.73	0.95	1.20	36.93	28.33	22.49
莱美药业	0.40	0.51	0.73	54.65	42.90	30.26
双鹭药业	0.89	1.16	1.46	43.84	33.63	26.65
翰宇药业	0.70	0.79	1.14	69.81	46.48	32.24
平均	0.67	0.85	1.11	51.36	38.36	28.72

资料来源：平安证券研究所

图表7 主要产品收入明细预测表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
制剂	6,116.55	8,808.44	10,731.66	17,744.36	24,780.32	35,572.32
YOY (%)	-	44.01%	21.83%	65.35%	39.65%	43.55%
注射用胸腺五肽	2,711.15	2,915.29	4,960.64	7,192.93	8,371.08	10,045.30
YOY (%)	-	7.53%	70.16%	45.00%	30.00%	25.00%
注射用生长抑素	1,986.51	2,394.49	2,818.46	3,156.68	3,409.21	3,613.76
YOY (%)	-	20.54%	17.71%	12.00%	8.00%	6.00%
醋酸去氨加压素注射液	1,250.17	1,942.44	1,708.21	1,844.87	1,955.56	2,033.78
YOY (%)	-	55.37%	-12.06%	8.00%	6.00%	4.00%
注射用特利加压素	-	1,395.16	1,074.26	5,371.30	8,056.95	11,682.58
YOY (%)	-	-	-23.00%	400%	50%	45%
其他制剂	168.72	161.06	170.09	178.59	187.52	196.90
YOY (%)	-	-4.54%	5.61%	5.00%	5.00%	5.00%
爱啡肽	-	-	-	-	2,000.00	5,000.00
YOY (%)	-	-	-	-	-	150%
卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液	-	-	-	-	800.00	2,000.00
YOY (%)	-	-	-	-	-	150%
阿托西班及阿托西班注射液	-	-	-	-	-	1,000.00
YOY (%)	-	-	-	-	-	-
客户肽	1,473.13	435.79	1,348.15	1,617.78	1,860.45	2,046.50
YOY (%)	-	-70.42%	209.36%	20.00%	15.00%	10.00%
原料药	146.17	26.87	37.74	47.18	56.61	65.10
YOY (%)	-	-81.62%	40.48%	25.00%	20.00%	15.00%

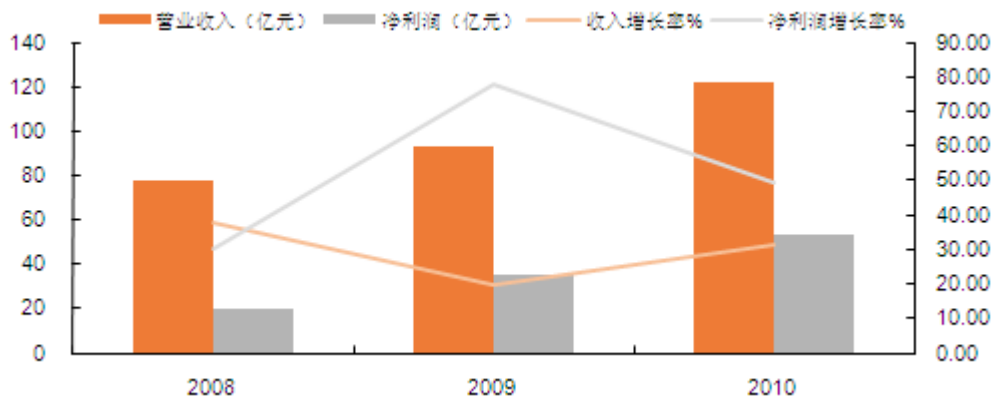
资料来源：公司资料、平安证券研究所

六、核心信息附录

6.1 公司业务概要

公司研发平台来源于 2002 年成立的深圳市多肽合成工程技术研究开发中心。通过不断引进国内外人才以及与国内研发领先的科研单位合作，营造了丰富的产品线。主要产品包括多肽药物制剂、多肽药物原料药和客户肽三个系列。自第一个产品 2005 年上市以来，业绩迅速增长。08-10 年收入、净利润复合增长率分别为 25%、63%。其中 10 年营业收入达到 1.22 亿元。

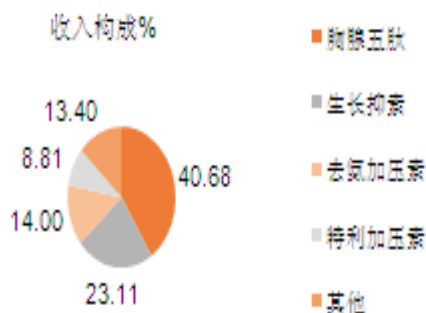
图表8 08-10年业绩迅速成长



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

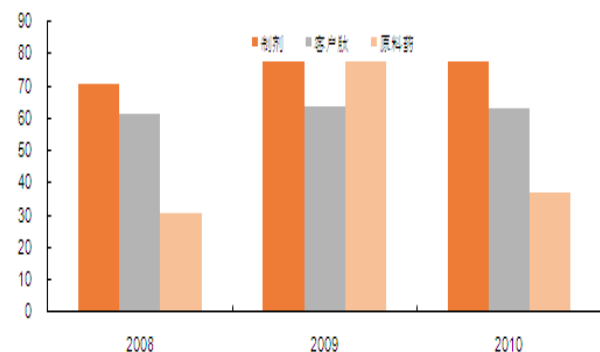
目前，公司的主要收入来源于多肽制剂注射用胸腺五肽、注射用生长抑素和醋酸去氨加压素注射液类的生产销售，以上三者的销售收入占比为 88.01%。08-10 年制剂业务毛利率分别为 70.51%、78.74%、77.41%。

图表9 产品收入占比



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

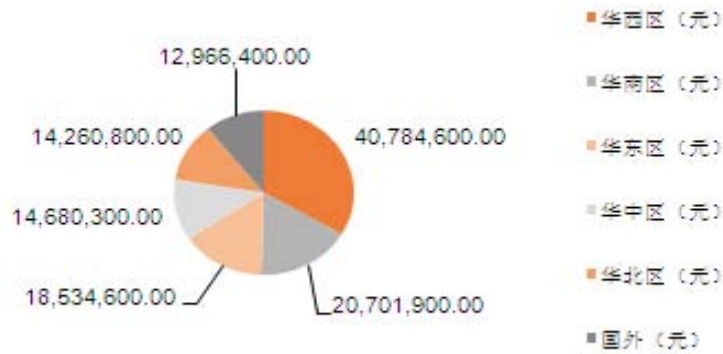
图表10 产品毛利率 (%)



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

从销售区域上看，国内收入占比约为 90%。其中华西区为公司产品主要销售区域，2010 年销售额突破 4,000 万元。

图表11 分地区收入占比

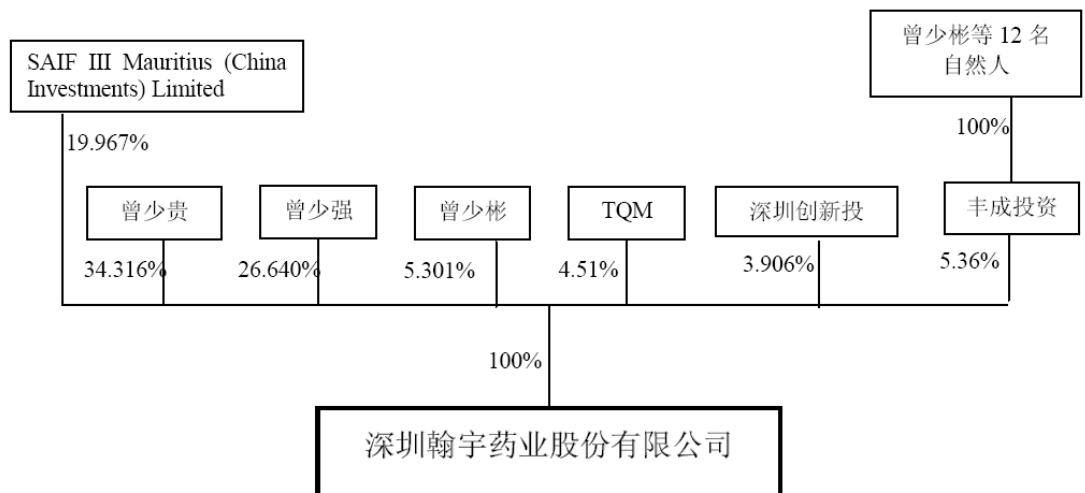


资料来源：招股说明书，平安证券研究所

6.2 股权结构

本次发行前总股本为 7,500 万股，曾少贵、曾少强、曾少彬三兄弟直接持有 66.26% 的股权。IPO 计划发行 2,500 万股，总股本为 1 亿股，曾氏三兄弟仍为实际控制人。

图表12 发行人发行前的股权结构



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表13 公开发行前后股权结构变化

单位：万股，%

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	持股数量	所占比例	持股数量	所占比例
(一) 发行前股东				
曾氏三兄弟	4,969	66%	4,969	50%
SAIF	1,498	20%	1,498	15%
丰成投资	402	5%	402	4%
TQM	338	4.5%	338	3.38%
深创投	293	3.9%	293	2.93%
(二) 社会公众股				
合计	75,000	100%	100,000	100%

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

6.3 募投项目情况

本次募集资金主要用于公司多肽生产基地建设和中试平台建设。

图表14 募集资金投资项目

单位：万元

序号	项目	总投资	拟投入募集资金	募集资金使用计划（万元）			核准文号
				T	T+1	T+2	
1	多肽药物生产基地建设	28,300	28,300	7,000	12,800	8,500	深发改核准 [2010]0049号
2	多肽药物制剂中试技术 平台建设	3,130	3,130	1,000	1,500	630	深发改核准 [2010]0048号
3	其他与主营业务相关的 运营资金项目	-	-	-	-	-	-

资料来源：招股说明书，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	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	113	133	939	1061	营业收入	93	122	194	267
现金	81	84	857	939	营业成本	20	29	53	80
应收账款	9	22	30	43	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	0	0	1	1	营业费用	11	14	22	31
预付账款	0	9	11	19	管理费用	19	24	41	55
存货	18	17	36	54	财务费用	-0	1	-19	-37
其他流动资产	4	1	4	5	资产减值损失	2	1	2	2
非流动资产	70	80	74	71	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	47	49	49	48	营业利润	40	52	95	136
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	2	3	0	0
其他非流动资产	10	19	12	11	营业外支出	3	1	2	2
资产总计	182	213	1013	1132	利润总额	38	55	93	135
流动负债	54	16	27	31	所得税	3	2	14	20
短期借款	29	0	0	0	净利润	35	53	79	114
应付账款	3	1	0	4	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	22	15	27	27	归属母公司净利润	35	53	79	114
非流动负债	0	17	8	10	EBITDA	40	53	78	102
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.70	0.79	1.14
其他非流动负债	0	17	8	10					
负债合计	55	32	36	41					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	75	75	100	100	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
资本公积	23	23	715	715	成长能力				
留存收益	30	82	162	276	营业收入	19.8%	31.5%	59.2%	37.5%
归属母公司股东权	128	181	977	1091	营业利润	59.3%	30.7%	83.2%	43.0%
负债和股东权益	182	213	1013	1132	归属于母公司净利润	78.1%	49.4%	50.2%	44.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	78.1%	75.8%	72.7%	70.1%
					净利率(%)	38.1%	43.3%	40.9%	42.9%
					ROE(%)	27.7%	29.3%	8.1%	10.5%
					ROIC(%)	23.7%	23.5%	6.6%	7.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.0%	15.2%	3.5%	3.6%
					净负债比率(%)	52.98%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.07	8.47	34.65	34.22
					速动比率	1.74	7.41	33.34	32.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.62	0.32	0.25
					应收账款周转率	8	6	6	6
					应付账款周转率	6.67	14.27	130.36	38.38
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.00	0.00	0.00	0.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.22	1.94	2.67
					每股净资产(最新摊薄)	0.35	0.53	0.79	1.14
					估值比率				
					P/E	0.43	0.18	0.04	0.04
					P/B	104.31	69.81	46.48	32.24
					EV/EBITDA	141	67	99	83

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	26	55	37	44
净利润	35	53	79	114
折旧摊销	0	0	3	3
财务费用	-0	1	-19	-37
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-24	-41
其他经营现金流	-9	1	-2	5
投资活动现金流	-9	-23	0	0
资本支出	9	23	0	0
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	20	-31	736	37
短期借款	29	-29	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	9	0	25	0
资本公积增加	19	0	692	0
其他筹资现金流	-37	-2	19	37
现金净增加额	37	1	774	82

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）

分析师声明及风险提示：

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。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替行使独立判断。

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