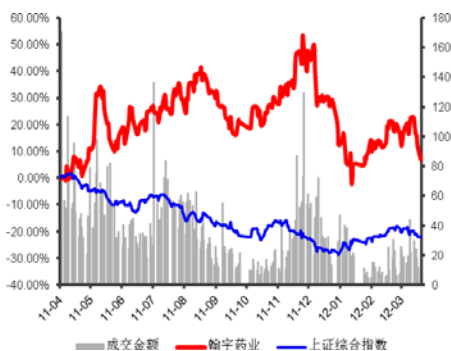


2012年4月10日

## 翰宇药业(300199)年报点评

评级: 谨慎推荐(维持)

### 最近52周走势:



### 相关研究报告:

《业绩增长符合预期, 新品营销仍需深耕》2012-1-17

《多肽制剂增长快速, 未来新品值得期待》2011-10-25

### 报告作者:

分析师: 周静

执业证书编号: S0590510120015

### 联系人:

刘生平

电话: 0510-82832380

Email: liusp@glsc.com.cn

### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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, 特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

公司2012年4月10日发布2011年年报, 2011年实现营业收入1.66亿元, 同比增长35.88%, 实现营业利润8092万元, 同比增长55.38%, 其中归属于母公司所有者的净利润为8047万元, 同比增长52.28%, 基本每股收益为0.86元, 业绩基本符合我们之前的预期。

### 点评:

- **2011年四季度持续较快增长, 销售区域逐步均衡发展。**公司第四季度实现营业收入5375万元, 同比增长30%, 环比增长36%。公司单季度业绩快速增长来自于上市后多肽制剂业务占比增加并持续快速放量所致。从主营业务分地区来看, 华西区仍为公司产品主要销售地区, 但是作为公司新兴战略布局重点的华东区和华南区产品销售增长喜人, 这三个重点区域快速均衡发展有利于公司业绩快速而健康的增长。
- **新老多肽制剂协同作用共推业绩快速增长。**公司2011年多肽制剂营业收入1.52亿元, 同比增长42%, 占公司营业收入比例92%。其中, 胸腺五肽、生长抑素、醋酸去氨加压素和特利加压素增长迅速, 同比增速分别为41%、33%、18%和116%。新老产品协同作用从而使得公司2011年业绩实现快速增长。根据公司产品销售现状, 我们预计: 公司的特利加压素经过两年多的学术推广, 认可度逐步增加, 有望在今年实现快速放量, 预计增速超过50%; 随着精细化市场营销的推进, 公司胸腺五肽和去氨加压素将保持在20%以上的平稳增速; 对于公司的生长抑素制剂, 虽然其下沉至基层医院有望实现销量快速增长, 但是其终端售价的降价将使得销售额增速有所放缓。因此, 我们预计公司2012年的多肽制剂业务营业收入将呈现平稳增长态势, 增速将维持在30%左右。
- **新品研发和上市营销促使销售费用和管理费用高企。**公司2011

年销售费用 2632 万元，同比增长 88%，占营业收入比例 15.89%；2011 年管理费用 3305 万元，同比增长 37%，占营业收入比例 19.95%。管理费用和销售费用大幅增加的原因在于公司新品研发费用和新品上市营销推广费用增加较多所致。随着未来公司后备新品的研发推进和上市推广，我们预计未来两年公司销售费用和管理费用占营业收入比例将分别维持在 15% 和 19% 以上。

- **即将上市的新品爱啡肽和卡贝缩宫素有望大力提振公司未来两年的业绩。**公司的爱啡肽和卡贝缩宫素均在生产批件申请阶段，其中，爱啡肽有望在今年年底前获批，卡贝缩宫素预计在 2013 年上半年获批。由于公司已做好两个新品上市销售的充分准备（爱啡肽已在做上市前的学术推广），因此我们预计这两个产品的上市销售将极大地提振公司未来业绩。
- **公司积极推进多肽产品国际化战略。**随着欧美等国对发展中国家物美价廉多肽制剂的日益青睐，多肽制剂出口前景大好。因此，公司也在大力推进其多肽制剂国际化进程，包括其近期在美国获取的比伐芦定 DMF 认证和在香港设立主营客户肽的子公司。我们认为，公司多肽制剂的出口将会进一步提升公司的盈利能力。
- **维持公司“谨慎推荐”的投资评级。**根据公司目前经营情况，我们下调公司 2012 年 EPS 至 1.04 元（先前预计 2012 年 EPS 1.10 元），并预计公司 2013 年和 2014 年 EPS 为 1.36 元和 1.77 元。以公司 2012 年 4 月 9 日股价 31.70 元来计算，其 2012 年-2014 年市盈率分别为 31 倍，23 倍和 18 倍。考虑到公司新品即将接踵上市和生长抑素降价风险，我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**1、生长抑素出厂价下滑较多； 2、新品获批进度不达预期。

## 盈利预测表:

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	166	224	311	422	现金	793	722	708	759
营业成本	39	50	66	89	应收款项净额	62	86	115	150
营业税金及附加	3	2	2	3	存货	16	98	132	173
销售费用	26	36	50	68	其他流动资产	56	76	105	143
管理费用	44	43	59	80	<b>流动资产总额</b>	<b>928</b>	<b>982</b>	<b>1,060</b>	<b>1,225</b>
<b>EBIT</b>	<b>65</b>	<b>94</b>	<b>134</b>	<b>182</b>	固定资产	50	77	137	199
财务费用	-17	-17	-15	-14	无形资产	12	12	12	12
资产减值损失	-1	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	其他长期资产	17	17	17	17
<b>营业利润</b>	<b>81</b>	<b>111</b>	<b>149</b>	<b>196</b>	<b>资产总额</b>	<b>1,036</b>	<b>1,162</b>	<b>1,305</b>	<b>1,518</b>
营业外净收入	13	10	10	10	短期借款	0	16	16	38
<b>利润总额</b>	<b>94</b>	<b>121</b>	<b>159</b>	<b>206</b>	应付款项	3	3	5	10
所得税	13	17	23	30	其他流动负债	27	35	45	61
<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>104</b>	<b>136</b>	<b>177</b>	<b>流动负债</b>	<b>30</b>	<b>57</b>	<b>71</b>	<b>116</b>
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>80</b>	<b>104</b>	<b>136</b>	<b>177</b>	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	30	30	30	31
					<b>负债总额</b>	<b>60</b>	<b>87</b>	<b>101</b>	<b>146</b>
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	976	1,075	1,204	1,371
					<b>负债和股东权益</b>	<b>1,036</b>	<b>1,162</b>	<b>1,305</b>	<b>1,518</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>成长能力</b>					税后利润	80	104	136	177
营业收入	35.9%	35.3%	38.9%	35.5%	加: 少数股东损益	0	0	0	0
营业利润	55.4%	36.9%	34.5%	31.7%	公允价值变动	1	0	0	0
净利润	52.3%	28.7%	31.1%	30.0%	折旧和摊销	7	10	11	14
<b>获利能力</b>					营运资金的变动	-61	-113	-77	-89
毛利率(%)	76.7%	77.8%	78.8%	78.8%	<b>经营活动现金流</b>	<b>27</b>	<b>1</b>	<b>70</b>	<b>101</b>
净利率(%)	48.6%	46.2%	43.6%	41.8%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	8.2%	9.6%	11.3%	12.9%	长期股权投资	0	0	0	0
ROA(%)	7.8%	8.9%	10.4%	11.6%	固定资产投资	-31	-25	-28	-30
<b>偿债能力</b>					<b>投资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>	<b>-30</b>
流动比率	31.35	17.17	14.93	10.59	股权融资	711	0	0	0
速动比率	30.80	15.46	13.07	9.09	负债净变化	0	0	0	0
资产负债率%	5.8%	7.5%	7.8%	9.6%	支付股利、利息	0	-5	-7	-9
<b>营运能力</b>					其它融资现金流	2	16	0	22
总资产周转率	16.0%	19.3%	23.9%	27.8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>713</b>	<b>11</b>	<b>-7</b>	<b>13</b>
应收账款周转天数	137.05	140.00	135.00	130.00	<b>现金净变动额</b>	<b>710</b>	<b>-14</b>	<b>35</b>	<b>84</b>
存货周转天数	175.10	160.00	155.00	150.00					
<b>每股收益</b>	<b>0.86</b>	<b>1.04</b>	<b>1.36</b>	<b>1.77</b>					
每股净资产	9.76	10.75	12.04	13.71					
<b>P/E</b>	<b>44.3</b>	<b>30.6</b>	<b>23.3</b>	<b>17.9</b>					
<b>P/B</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>					

资料来源: 国联证券研究所

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。