

翰宇药业 (300199.SZ)

中长期看好公司向中高端升级

评级: **增持** 前次: **增持**

目标价(元): **18.76-19.41**

联系人

分析师

袁倩倩 CFA

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

生物医药小组

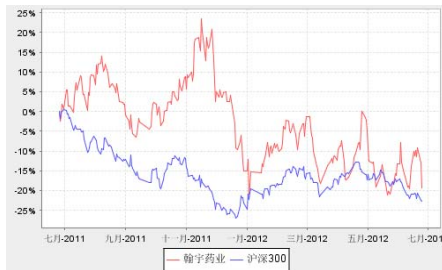
qiuqq@r.qlzq.com.cn

2012年7月11日

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 200.00 |
| 流通股本(百万股) | 92.57 |
| 市价(元) | 15.80 |
| 市值(百万元) | 3160.00 |
| 流通市值(百万元) | 1462.68 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 121.93 | 165.68 | 220.53 | 309.24 | 411.36 |
| 营业收入增速 | 31.51% | 35.88% | 33.10% | 40.23% | 33.02% |
| 净利润增长率 | 49.43% | 52.28% | 25.70% | 31.36% | 33.66% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.70 | 0.80 | 0.51 | 0.66 | 0.89 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市场) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 0.00 | 46.97 | 29.02 | 22.10 | 16.53 |
| PEG | 0.00 | 0.90 | 1.13 | 0.70 | 0.49 |
| 每股净资产(元) | 2.41 | 9.76 | 5.39 | 6.05 | 6.94 |
| 每股现金流量(元) | 0.73 | 0.72 | 0.39 | 0.47 | 1.21 |
| 净资产收益率 | 29.26% | 8.24% | 9.39% | 10.98% | 12.80% |
| 市净率 | 0.00 | 3.87 | 2.73 | 2.43 | 2.12 |
| 总股本(百万元) | 75.00 | 100.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 7月10日, 伴随医药指数下跌2.46%, 翰宇药业股价下跌7.09%, 收盘于14.68元。
- **点评:**
 - 翰宇药业是研发驱动型公司, 中长期我们看好公司的产品结构不断向首仿药和创新药高端升级, 而且我们看好化学合成多肽药物领域的增长潜能。
 - 从短期来看, 由于新产品获批的进程有不确定因素, 因此业绩和估值的催化剂需要等待。
 - 另外, 6月2日公司公告了财务投资者减持1%股权, 由于财务投资者尚有17.36%股权, 对市场心理有一定压力。
- **投资建议:** 我们看好公司中长期的高增长潜力和弹性, 近期股价调整, 估值开始具有吸引力, 建议投资者开始关注, 保持“增持”评级。预计公司 2012-14 年收入分别为 2.21、3.09、4.11 亿元, 增速为 33.1%、40.2%、33.0%; 净利润为 1.01、1.34、1.79 亿元, 增速为 25.70%、32.11%、34.05%, 2012-2014 年对应 EPS 为 0.51、0.66、0.89 元。
- **风险因素:**
 - A股估值水平整体下移的系统性风险。
 - 医药行业宏观政策的不确定性。
 - 新药获批进程的不确定性。

■ 翰宇药业产品储备的核心和基础是多肽药品。通过受让科信必成的 21 个控缓释制剂，公司将进入高端口服化学药制剂领域，契合化学药产业升级的机遇。

图表 1: 翰宇药业的产品线短中长期布局

| 适应症 | 已上市 | 短期(1-2年) | 中期(3-5年) | 长期(5年) |
|------|---------------------------------|-----------------------|-------------------------|---|
| 免疫调节 | 注射用胸腺五肽 | 注射用胸腺法新 | | 胸腺法新鼻喷剂 |
| 产科 | 注射用缩宫素 | 卡贝缩宫素注射液 醋酸阿托西班注射液 | | |
| 心脑血管 | 注射用奥扎格雷钠 | 爱啡肽注射液 | 科信必成转让的品种 | 注射用奈西立肽 注射用麝香甙素 |
| 消化系统 | 注射用特利加压素 注射用生长抑素 注射用奥美拉唑钠 | | 科信必成转让的品种 | |
| 糖尿病 | 注射用普罗瑞林 | | 醋酸普兰林肽注射液、 科信必成转让的品种 | 溴麦角环肽 |
| 抗肿瘤 | | | 醋酸注射用西曲瑞克、 科信必成转让的品种 | CB5005及制剂、注射 用曲普瑞林缓释微 球、布舍瑞林注射液 |
| 其他 | 醋酸去氨加压素注射 液 | | 科信必成转让的品种 | PP0301肽及制剂 B0202合成肽及制剂 格拉替雷注射液 注射用恩夫韦肽 |

来源：齐鲁证券研究所

■ 翰宇药业的产品结构从普通的仿制药到首仿再到创新药，不断升级。

图表 2: 翰宇药业产品结构升级



来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 翰宇药业的主要在研产品的研发进展和竞争格局

| 品名 | 药品类型 | 进展情况 | 竞争格局 |
|------------------|----------|---------|----------------|
| 卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液 | 化药 6 类 | 已申请注册 | 首仿, 2 家外资在国内上市 |
| 爱啡肽及爱啡肽注射液 | 化药 3 类 | 已申请注册 | 首仿, 原研未在国内上市 |
| 胸腺法新及注射用胸腺法新 | 化药 6 类 | 已申请注册 | 6 家企业(含原研)获得批文 |
| 醋酸阿托西班及醋酸阿托西班注射液 | 化药 3+6 类 | 已申请注册 | 首仿, 原研已经在国内上市 |
| 醋酸普兰林肽及醋酸普兰林肽注射液 | 化药 3 类 | 已获得临床批件 | 首仿, 原研未在国内上市 |
| 溴麦角环肽 | 新适应症补充 | 已合同独家引进 | 新适应症独家引进 |
| 醋酸西曲瑞克及醋酸注射用西曲瑞克 | 化药 3+6 类 | 即将申请注册 | 首仿, 原研已经在国内上市 |
| 奈西立肽及注射用奈西立肽 | 化药 3 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 格拉替雷及格拉替雷注射液 | 化药 3 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 醋酸布舍瑞林及醋酸布舍瑞林注射液 | 化药 3 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 恩夫韦肽及注射用恩夫韦肽 | 化药 3+6 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 注射用醋酸曲普瑞林缓释微球 | 化药 6 类 | 临床前研究阶段 | 剂型独家 |
| 胸腺法新鼻喷剂 | 化药 2 类 | 临床前研究阶段 | 剂型独家 |
| PP0301 肽及其制剂 | 化药 1.1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |
| B0202 合成肽及其制剂 | 化药 1.1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |
| CB5005 及其制剂 | 化药 1.1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |
| 麝香甙素及注射用麝香甙素 | 化药 1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 翰宇药业销售收入预测表 (百万元)

| 项 目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 产品I注射用胸腺五肽 | | | | | |
| 销售收入 | 49.61 | 70.17 | 93.40 | 124.23 | 155.81 |
| 增长率 (YOY) | 70.16% | 41.45% | 33.12% | 33.00% | 25.42% |
| 占总销售额比重 | 40.68% | 42.35% | 42.36% | 40.17% | 37.88% |
| 占主营业务利润比重 | 41.52% | 42.70% | 42.33% | 39.53% | 36.93% |
| 产品II注射用生长抑素 | | | | | |
| 销售收入 | 28.18 | 37.59 | 46.70 | 56.04 | 66.78 |
| 增长率 (YOY) | 17.71% | 33.36% | 24.25% | 20.00% | 19.15% |
| 占总销售额比重 | 23.12% | 22.69% | 21.18% | 18.12% | 16.23% |
| 占主营业务利润比重 | 25.91% | 25.14% | 23.14% | 19.49% | 17.24% |
| 产品III醋酸去氨加压素注射液 | | | | | |
| 销售收入 | 17.08 | 20.19 | 23.56 | 27.09 | 31.15 |
| 增长率 (YOY) | -12.06% | 18.19% | 16.68% | 15.00% | 15.00% |
| 占总销售额比重 | 14.01% | 12.19% | 10.68% | 8.76% | 7.57% |
| 占主营业务利润比重 | 10.35% | 8.90% | 7.71% | 6.21% | 5.33% |
| 产品IV注射用特利加压素 | | | | | |
| 销售收入 | 10.74 | 21.66 | 34.86 | 55.78 | 74.10 |
| 增长率 (YOY) | -22.99% | 101.64% | 60.93% | 60.00% | 32.86% |
| 占总销售额比重 | 8.81% | 13.07% | 15.81% | 18.04% | 18.01% |
| 占主营业务利润比重 | 10.69% | 16.19% | 19.21% | 21.47% | 21.30% |
| 产品V客户肽 | | | | | |
| 销售收入 | 13.48 | 11.93 | 14.00 | 16.10 | 18.52 |
| 增长率 (YOY) | 209.36% | -11.54% | 17.40% | 15.00% | 15.00% |
| 占总销售额比重 | 11.06% | 7.20% | 6.35% | 5.21% | 4.50% |
| 占主营业务利润比重 | 9.19% | 4.36% | 3.78% | 3.05% | 2.62% |
| 产品VI其他 | | | | | |
| 销售收入 | 2.83 | 4.15 | 8.00 | 30.00 | 65.00 |
| 增长率 (YOY) | 50.66% | 46.56% | 92.79% | 275.00% | 116.67% |
| 占总销售额比重 | 2.32% | 2.50% | 3.63% | 9.70% | 15.80% |
| 占主营业务利润比重 | 2.34% | 2.71% | 3.85% | 10.25% | 16.58% |
| 销售收入小计 | 121.9285 | 165.68 | 220.53 | 309.24 | 411.36 |
| 销售成本小计 | 29.46 | 38.58 | 49.95 | 66.31 | 86.03 |
| 毛利 | 92.47 | 127.10 | 170.58 | 242.94 | 325.33 |
| 平均毛利率 | 75.84% | 76.71% | 77.35% | 78.56% | 79.09% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 翰宇药业财务报表摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业总收入 | 122 | 166 | 221 | 309 | 411 | 货币资金 | 84 | 793 | 574 | 761 | 1,097 |
| 增长率 | 31.5% | 35.9% | 33.1% | 40.2% | 33.0% | 应收款项 | 24 | 62 | 64 | 89 | 119 |
| 营业成本 | -29 | -39 | -50 | -66 | -86 | 存货 | 17 | 16 | 18 | 22 | 28 |
| % 销售收入 | 24.2% | 23.3% | 22.6% | 21.4% | 20.9% | 其他流动资产 | 9 | 56 | 85 | 111 | 31 |
| 毛利 | 92 | 127 | 171 | 243 | 325 | 流动资产 | 133 | 928 | 740 | 983 | 1,274 |
| % 销售收入 | 75.8% | 76.7% | 77.4% | 78.6% | 79.1% | % 总资产 | 62.5% | 89.6% | 64.6% | 82.5% | 92.0% |
| 营业税金及附加 | 0 | -3 | -4 | -5 | -7 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 销售收入 | 0.3% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 固定资产 | 54 | 78 | 371 | 173 | 74 |
| 营业费用 | -14 | -26 | -35 | -50 | -66 | % 总资产 | 25.5% | 7.6% | 32.4% | 14.5% | 5.4% |
| % 销售收入 | 11.5% | 15.9% | 16.0% | 16.1% | 16.1% | 无形资产 | 22 | 24 | 29 | 30 | 32 |
| 管理费用 | -24 | -33 | -44 | -62 | -82 | 非流动资产 | 80 | 108 | 405 | 209 | 112 |
| % 销售收入 | 19.8% | 19.9% | 19.9% | 19.9% | 19.9% | % 总资产 | 37.5% | 10.4% | 35.4% | 17.5% | 8.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 54 | 65 | 88 | 127 | 171 | 资产总计 | 213 | 1,036 | 1,145 | 1,192 | 1,386 |
| % 销售收入 | 44.3% | 39.3% | 39.9% | 41.0% | 41.5% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -1 | 17 | 24 | 23 | 33 | 应付款项 | 8 | 15 | 19 | 26 | 34 |
| % 销售收入 | 0.5% | -10.1% | -10.8% | -7.6% | -7.9% | 其他流动负债 | 7 | 14 | 119 | 26 | 34 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -1 | -2 | -3 | 流动负债 | 16 | 30 | 138 | 52 | 68 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 17 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 32 | 60 | 168 | 82 | 98 |
| 营业利润 | 52 | 81 | 111 | 148 | 201 | 普通股股东权益 | 181 | 976 | 1,077 | 1,210 | 1,388 |
| 营业利润率 | 42.7% | 48.8% | 50.3% | 47.8% | 48.8% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 3 | 13 | 7 | 7 | 7 | 负债股东权益合计 | 213 | 1,036 | 1,245 | 1,292 | 1,486 |
| 税前利润 | 55 | 94 | 118 | 155 | 208 | 比率分析 | | | | | |
| 利润率 | 45.0% | 56.6% | 53.5% | 50.1% | 50.5% | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 所得税 | -2 | -13 | -17 | -22 | -30 | 每股指标 | | | | | |
| 所得税率 | 3.6% | 14.2% | 14.2% | 14.2% | 14.5% | 每股收益 (元) | 0.705 | 0.805 | 0.506 | 0.664 | 0.888 |
| 净利润 | 53 | 80 | 101 | 133 | 178 | 每股净资产 (元) | 2.408 | 9.761 | 5.386 | 6.051 | 6.939 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 (元) | 0.729 | 0.725 | 0.394 | 0.470 | 1.214 |
| 归属于母公司的净利润 | 53 | 80 | 101 | 133 | 178 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.500 | 0.500 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 43.3% | 48.6% | 45.9% | 43.0% | 43.2% | 回报率 | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | 净资产收益率 | 29.26% | 8.24% | 9.39% | 10.98% | 12.80% |
| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 总资产收益率 | 24.82% | 7.77% | 8.13% | 10.29% | 11.95% |
| 净利润 | 53 | 80 | 101 | 133 | 178 | 投入资本收益率 | 53.64% | 30.52% | 14.98% | 24.21% | 50.17% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | |
| 非现金支出 | 8 | 9 | 9 | 12 | 14 | 营业总收入增长率 | 31.51% | 35.88% | 33.10% | 40.23% | 33.02% |
| 非经营收益 | -1 | -2 | -7 | -7 | -7 | EBIT增长率 | 27.81% | 20.52% | 35.10% | 44.30% | 34.73% |
| 营运资金变动 | -5 | -15 | -25 | -44 | 58 | 净利润增长率 | 49.43% | 52.28% | 25.70% | 31.36% | 33.66% |
| 经营活动现金净流 | 55 | 72 | 79 | 94 | 243 | 总资产增长率 | 16.67% | 386.48% | 10.54% | 4.10% | 16.28% |
| 资本开支 | 23 | 78 | 298 | -193 | -93 | 资产管理能力 | | | | | |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 54.9 | 99.4 | 99.4 | 99.4 | 99.4 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 215.6 | 156.7 | 130.0 | 120.0 | 120.0 |
| 投资活动现金净流 | -23 | -78 | -298 | 193 | 93 | 应付账款周转天数 | 25.6 | 16.9 | 16.9 | 16.9 | 16.9 |
| 股权募资 | 0 | 725 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 143.4 | 108.4 | 84.3 | 63.0 | 48.9 |
| 债权募资 | -29 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 其他 | -2 | -8 | 0 | -100 | 0 | 净负债/股东权益 | -46.28% | -81.26% | -53.26% | -62.86% | -79.02% |
| 筹资活动现金净流 | -31 | 716 | 0 | -100 | 0 | EBIT利息保障倍数 | 87.6 | -3.9 | -3.7 | -5.4 | -5.3 |
| 现金净流量 | 1 | 711 | -219 | 187 | 336 | 资产负债率 | 15.17% | 5.75% | 13.46% | 6.32% | 6.60% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 过去一年内齐鲁证券对翰宇药业的系列报告

| 序号 | 日期 | 报告标题 |
|----|------------|------------------------------|
| 01 | 2012年5月11日 | 投资价值分析报告《化学合成多肽药物龙头, 有高增长潜力》 |
| 02 | 2012年7月11日 | 事件点评《中长期看好公司向中高端升级》 |

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308