

## 翰宇药业(300199.SZ)

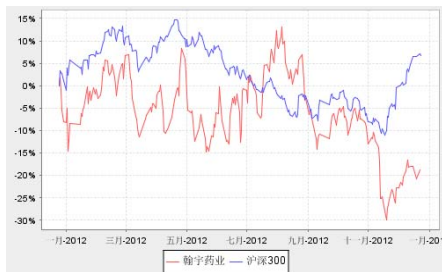
化学合成多肽龙头，契合生物产业规划发展方向

评级: **增持** 前次: **增持**  
 目标价(元): **20.16-21.70**  
 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  
 2013年1月8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)	13.64
市值(百万元)	2728.00
流通市值(百万元)	1262.72

### 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	221.25	302.82	402.90
营业收入增速	31.51%	35.88%	33.54%	36.87%	33.05%
净利润增长率	49.43%	52.28%	20.36%	28.55%	31.51%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.80	0.48	0.62	0.82
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)					
市盈率(倍)	0.00	46.97	28.47	22.15	16.84
PEG	0.00	0.90	1.40	0.78	0.53
每股净资产(元)	2.41	9.76	4.86	5.49	6.31
每股现金流量(元)	0.73	0.72	0.37	0.45	1.12
净资产收益率	29.26%	8.24%	9.96%	11.35%	12.98%
市净率	0.00	3.87	2.83	2.51	2.19
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:** 1月8日, 翰宇药业股价上涨9.97%, 报收于15.00。同日医药指数上涨2.08%, 上证指数下跌0.41%, 翰宇药业的涨幅强于大盘和医药股整体。
- **点评:** 我们推测翰宇药业今天的强劲涨幅主要和1月6日国务院发布《生物产业规划》的政策红利预期有关。翰宇药业的中长期发展有望受益于生物产业规划的逐步落实。
  - 一、**契合生物医药产业规划发展方向:** 翰宇药业是我国化学合成多肽龙头, 并且正在积极进入缓控释口服剂型领域, 其业务布局契合国务院生物产业规划发展方向。《生物产业规划》的“重点领域和主要任务”提出“突出高品质发展, 提升生物医药产业竞争力”, 并按生物药、化学药、中药进行了细化。在生物药方面, 将大力开展生物技术药物创制和产业化, 加速治疗性抗体等蛋白质和多肽药物的研制和产业化, 促进核酸类药物发展。翰宇药业是典型的研发驱动型企业, 其核心业务化学合成多肽是多肽药物的重要组成部分。在化学药方面, 规划提出推动化学药物品质全面提升, 加速化学创新药物的产业化, 高品质开发通用名药品, 开展基本药物临床使用综合评价。重点推进缓释、靶向、长效等新型制剂研发和关键工艺技术产业化。翰宇药业通过从北京科信必成受让21个缓控释制剂品种, 正在积极进入缓控释领域, 目前已经有4-5个品种进入申报阶段。
  - 二、**生物产业规划“保障措施”中的“需求激励”和“创新激励”如果落到实处, 将对翰宇药业的中长期发展形成有力推动。加强需求激励, 强化市场拉动:** 全面实施以优质优价、同质同价、竞争择价为原则的生物产品价格形成机制, 促进新产品、新技术的推广应用, 支撑高技术服务业和相关产业发展。扩大医疗保险覆盖范围, 规范药品采购行为, 发展商业健康保险, 支持临床必需、疗效确切、安全性高、价格合理的创新药物优先进入医疗保险目录。**完善创新激励, 促进持续发展:** 研究完善引导生物企业加大长期研发投入的财税激励机制。完善生物技术知识产权保护机制, 依法保障知识

产权所有者的权益，研究建立生物产业领域重大经济科技活动知识产权评议制度，提高创新效率和质量。

- **从短期来看，胸腺五肽和特利加压素是公司目前的主要增长引擎：**胸腺五肽作为免疫增强剂类处方药，用于病毒性肝炎、恶性肿瘤、重症感染以及免疫缺陷疾病等的治疗，2010年进入17个省市(新进7个)的地方医保目录，市场规模处在进一步扩大的阶段。我们认为今年国家发改委可能实施的免疫调节剂降价不影响胸腺五肽，因为国家发改委的降价针对国家医保目录品种，而胸腺五肽是地方医保品种。特利加压素是公司2009年7月获批的首仿品种，适应症为出血性食管静脉曲张。特利加压素半衰期长不需要持续静脉注射，而且不良反应比其他同类药品少。特利加压素过去没有进入医保，经增补进入2010版10个省市的地方医保，从终端销售的表现来看进入医保后放量明显。由于各个省市的医保是陆续开始执行而且非基药招标也相对滞后，特利加压素进入医保的利好将逐步体现。特利加压素在翰宇药业销售收入的占比达到约20%，我们估测该品种2012年增速约100%，随着在公司收入占比的提高，其增长对公司整体增长的带动将加强。
- **中长期看好公司的产品结构不断向首仿药和创新药高端升级：**翰宇药业的产品储备清晰地心脑血管、肿瘤、免疫调节、孕产、老年痴呆、糖尿病等领域展开，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。我们预见：公司的产品结构从普通仿制药到首仿再到创新药，不断升级；新产品上市和营销能力加强将推动公司快速成长。

**图表 1: 翰宇药业的产品储备梯队**

<b>短期 (1-2年上市)</b>	爱啡肽 (首仿)、卡贝缩宫素 (首仿)、胸腺法新
<b>中期 (2-4年上市)</b>	醋酸普兰林肽 (首仿)、西曲瑞克 (首仿)、科信必成转让的21个缓控释制剂品种
<b>长期 (4年以后上市)</b>	新型II型糖尿病治疗药物溴麦角环肽 (新适应症)、胸腺法新鼻喷剂 (剂型独家)、奈西立肽 (首仿)、布舍瑞林 (首仿)、格拉替雷 (首仿)、恩夫韦肽 (首仿)、麝香甾素 (创新)、CB5005及制剂 (创新)、曲普瑞林缓释微球 (剂型独家)、PP0301肽及制剂 (创新)、B0202合成肽及制剂 (创新) 等多肽品种

来源：公司公告，齐鲁证券研究所整理

- **投资建议：**我们看好公司中长期的高增长潜力和弹性，维持“增持”评级。预计公司2012-2014年收入分别为2.21、3.03、4.03亿元，增速为33.54%、36.87%、33.05%；2012-2014年净利润分别为0.97、1.25、1.64亿元，增速为20.36%、28.55%、31.51%，2012-2014年对应EPS为0.48、0.62、0.82元。基于公司的化学合成多肽龙头地位和新产品预期带来的业绩弹性，我们建议在估值上给予一定溢价，按2012年×42，2013年×35，根据我们对2012-2013年业绩的预测，公司相对估值的合理区间是20.16-21.70元。
- **风险因素：**
  - 胸腺五肽、生长抑素等老品种批文较多，新一轮非基药招标中面临降价压力。
  - 公司新品种储备丰富，但新药获批进程存在不确定性。
  - 财务投资者减持对市场心理的压力。

**图表 2: 翰宇药业销售收入预测表 (百万元)**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>产品I注射用胸腺五肽</b>					
销售收入	49.61	70.17	89.96	115.15	141.77
增长率 (YOY)	70.16%	41.45%	28.22%	28.00%	23.11%
占总销售额比重	40.68%	42.35%	40.66%	38.03%	35.19%
占主营业务利润比重	41.52%	42.70%	40.38%	37.08%	33.96%
<b>产品II注射用生长抑素</b>					
销售收入	28.18	37.59	45.38	53.10	61.00
增长率 (YOY)	17.71%	33.36%	20.74%	17.00%	14.87%
占总销售额比重	23.12%	22.69%	20.51%	17.53%	15.14%
占主营业务利润比重	25.91%	25.14%	22.27%	18.69%	15.92%
<b>产品III醋酸去氨加压素注射液</b>					
销售收入	17.08	20.19	23.96	27.55	31.68
增长率 (YOY)	-12.06%	18.19%	18.65%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	14.01%	12.19%	10.83%	9.10%	7.86%
占主营业务利润比重	10.35%	8.90%	7.79%	6.39%	5.48%
<b>产品IV注射用特利加压素</b>					
销售收入	10.74	21.66	39.95	63.92	84.94
增长率 (YOY)	-22.99%	101.64%	84.42%	60.00%	32.89%
占总销售额比重	8.81%	13.07%	18.06%	21.11%	21.08%
占主营业务利润比重	10.69%	16.19%	21.92%	25.16%	24.80%
<b>产品V客户肽</b>					
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%	6.33%	5.32%	4.60%
占主营业务利润比重	9.19%	4.36%	3.78%	3.12%	2.67%
<b>产品VI其他</b>					
销售收入	2.83	4.15	8.00	27.00	65.00
增长率 (YOY)	50.66%	46.56%	92.79%	237.50%	140.74%
占总销售额比重	2.32%	2.50%	3.62%	8.92%	16.13%
占主营业务利润比重	2.34%	2.71%	3.86%	9.56%	17.16%
<b>销售收入小计</b>	<b>121.9285</b>	<b>165.68</b>	<b>221.25</b>	<b>302.82</b>	<b>402.90</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>29.46</b>	<b>38.58</b>	<b>49.04</b>	<b>62.75</b>	<b>81.01</b>
<b>毛利</b>	<b>92.47</b>	<b>127.10</b>	<b>172.21</b>	<b>240.07</b>	<b>321.89</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>75.84%</b>	<b>76.71%</b>	<b>77.83%</b>	<b>79.28%</b>	<b>79.89%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 3: 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	303	403	货币资金	84	793	572	756	1,075
增长率	31.5%	35.9%	33.5%	36.9%	33.1%	应收款项	24	62	64	87	116
营业成本	-29	-39	-49	-63	-81	存货	17	16	17	21	27
% 销售收入	24.2%	23.3%	22.2%	20.7%	20.1%	其他流动资产	9	56	84	106	29
毛利	92	127	172	240	322	流动资产	133	928	736	969	1,247
% 销售收入	75.8%	76.7%	77.8%	79.3%	79.9%	% 总资产	62.5%	89.6%	64.5%	82.3%	91.8%
营业税金及附加	0	-3	-4	-5	-6	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	-44	-60	-82	% 总资产	25.5%	7.6%	32.5%	14.7%	5.5%
% 销售收入	11.5%	15.9%	19.8%	19.8%	20.4%	无形资产	22	24	29	30	32
管理费用	-24	-33	-44	-60	-80	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%	35.5%	17.7%	8.2%
息税前利润 (EBIT)	54	65	81	115	153	资产总计	213	1,036	1,141	1,178	1,359
% 销售收入	44.3%	39.3%	36.5%	38.0%	38.0%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	-1	17	24	23	32	应付款项	8	15	19	26	34
% 销售收入	0.5%	-10.1%	-10.8%	-7.7%	-8.0%	其他流动负债	7	14	119	25	33
资产减值损失	-1	-1	-1	-2	-3	流动负债	16	30	138	51	67
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	81	97
营业利润	52	81	104	136	183	普通股股东权益	181	976	973	1,097	1,261
营业利润率	42.7%	48.8%	47.0%	45.0%	45.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	3	13	9	9	9	负债股东权益合计	213	1,036	1,141	1,178	1,359
税前利润	55	94	113	145	192	比率分析					
利润率	45.0%	56.6%	51.0%	47.9%	47.5%		2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-2	-13	-16	-21	-28	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	0.484	0.623	0.819
净利润	53	80	97	125	164	每股净资产 (元)	2.408	9.761	4.865	5.487	6.306
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.729	0.725	0.372	0.447	1.119
归属于母公司的净利润	53	80	97	125	164	每股股利 (元)	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
净利率	43.3%	48.6%	43.8%	41.1%	40.6%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	29.26%	8.24%	9.96%	11.35%	12.98%
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	24.82%	7.77%	8.49%	10.57%	12.05%
净利润	53	80	97	125	164	投入资本收益率	53.64%	30.52%	17.28%	28.90%	70.24%
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%	33.54%	36.87%	33.05%
非经营收益	-1	-2	-9	-9	-9	EBIT增长率	27.81%	20.52%	24.26%	42.27%	33.11%
营运资金变动	-5	-15	-22	-38	55	净利润增长率	49.43%	52.28%	20.36%	28.55%	31.51%
经营活动现金净流	55	72	74	89	224	总资产增长率	16.67%	386.48%	10.19%	3.27%	15.28%
资本开支	23	78	296	-195	-95	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	-296	195	95	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	84.0	64.3	50.0
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%	-58.75%	-68.89%	-85.23%
筹资活动现金净流	-31	716	0	-100	0	EBIT利息保障倍数	87.6	-3.9	-3.4	-4.9	-4.8
现金净流量	1	711	-222	184	319	资产负债率	15.17%	5.75%	14.74%	6.87%	7.17%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4: 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》
03	2012年7月12日	事件点评《中报预增 20-30%符合预期, 看好持续发展》
04	2012年8月15日	中报点评《研发驱动未来增长》
05	2012年9月16日	研究简报《从相对估值的角度, 具有吸引力》
06	2012年10月21日	季报点评《业绩稳健增长, 新品种值得期待》
07	2013年1月8日	事件点评《化学合成多肽龙头, 契合生物产业规划发展方向》

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。