

翰宇药业(300199.SZ)

业绩保持稳健，未来成长可期

评级： 增持
前次： 增持
目标价(元)：
12.6-13.36

联系人

分析师

袁倩倩 CFA
谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@r.qlzq.com.cn

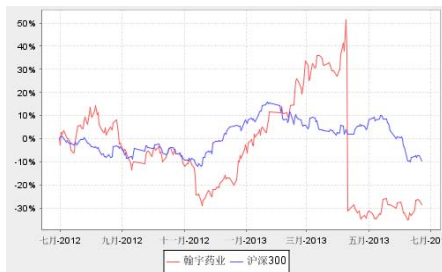
xiegang@r.qlzq.com.cn

2013年7月13日

基本状况

总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	185.15
市价(元)	11.90
市值(百万元)	4760.00
流通市值(百万元)	2203.27

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	165.68	226.00	295.69	384.16	485.94
营业收入增速	35.88%	36.40%	30.84%	29.92%	26.49%
净利润增长率	52.28%	11.59%	19.37%	27.74%	26.49%
摊薄每股收益(元)	0.80	0.45	0.27	0.34	0.43
前次预测每股收益(元)			0.28	0.36	0.44
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	46.97	30.71	44.40	34.76	27.48
PEG	0.90	2.65	2.29	1.25	1.04
每股净资产(元)	9.73	5.08	2.71	3.05	3.48
每股现金流量(元)	0.72	0.44	0.25	0.27	0.35
净资产收益率	8.27%	8.84%	9.90%	11.22%	12.43%
市净率	3.89	2.71	4.39	3.90	3.42
总股本(百万元)	100.00	200.00	400.00	400.00	400.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**7月13日，翰宇药业发布中报业绩预告，按照未经审计数据，预计2013上半年归属于上市公司股东的净利润同比增长5-15%，我们估计中报可能靠近预告的上限，低于我们的中报前瞻（20%）。
- **点评：**
- **2013H1，公司的业绩增长稳健，从品种结构来看，短期胸腺五肽和特利加压素是公司的主要增长引擎。**特利加压素在翰宇药业销售收入的占比已经超过21%，其增长对公司整体增长的带动将加强。特利加压素的四期临床正在稳步推进中，有利于加强医生的认可度。
- **6月5日公司股东大会审议通过《关于公司非公开发行公司债券的议案》，发行规模不超过人民币4亿元，我们预计资金到位后有助于推动公司加速发展。**
- **6月27-28日，公司控股股东董事长曾少贵先生、控股股东副董事长曾少强先生、董事财务总监蔡磊先生通过深圳证券交易所系统共增持公司股票378,500股，占公司总股本的0.095%，显示出对公司未来发展前景的信心。**
- **公司未来成长可期：**
- 一、新品种爱啡肽已经完成补充材料，通过绿色通道进入二审，有可能在年末通过评审。新品种卡贝缩宫素有望于2014年获批。
- 二、去氨加压素新进入2012年版国家基药目录，该品种只有3家企业获得批文，其中外资的辉凌制药原研，翰宇药业首仿，竞争相对缓和，通过新一轮基药招标后，有望在2014年放量。
- 三、公司通过受让科信必成的21个控缓释制剂，将进入高端口服化学药制剂领域，目前已经有3个缓释品种申报生产，预计到今年年底将有8个品种进入申报阶段，有望在2014-2015年陆续获批。
- 四、从长期来看，公司的产品储备以多肽药物为核心，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，产品结构从普通仿制药到首仿再到创新药，不断升级。

- **投资建议：**考虑到公司业绩的各项催化因素今年年底或明年才会逐步体现，我们小幅下调盈利预测，预计2013-2015年净利润分别为1.07、1.37、1.73亿元（前次：1.13、1.43、1.78亿元），增速为19.37%、27.74%、26.49%（前次：25.76%、26.91%、24.27%），2013-2015年对应EPS为0.27、0.34、0.43元（前次：0.28、0.36、0.44元）。我们看好公司中长期的高增长潜力和弹性，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，建议在估值上给予一定溢价，目标价保持12.6-13.36（10转增10股本扩大），维持“增持”评级。
- **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。

图表 1：翰宇药业的产品结构升级


来源：翰宇药业公告，齐鲁证券研究所

图表 2：翰宇药业的产品储备梯队

短期（1-2年上市）	爱啡肽、卡贝缩宫素（首仿）、胸腺法新
中期（2-4年上市）	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
长期（4年以后上市）	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）、麝香蛞蝓素（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

图表 3: 翰宇药业销售收入预测表 (百万元)

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
产品I注射用胸腺五肽						
销售收入	49.61	70.17	85.28	102.85	123.95	150.88
增长率 (YOY)	—	41.45%	21.54%	20.60%	20.52%	21.73%
占总销售额比重	40.68%	42.78%	37.74%	34.78%	32.26%	31.05%
占主营业务利润比重	44.79%	46.58%	38.50%	34.71%	31.89%	30.27%
产品II注射用生长抑素						
销售收入	28.18	37.59	39.22	43.14	46.59	51.25
增长率 (YOY)	—	33.36%	4.34%	10.00%	8.00%	10.00%
占总销售额比重	23.12%	22.91%	17.35%	14.59%	12.13%	10.55%
占主营业务利润比重	25.30%	24.31%	16.58%	13.64%	11.23%	9.49%
产品III醋酸去氨加压素注射液						
销售收入	17.08	20.19	30.80	43.45	67.38	85.02
增长率 (YOY)	—	18.19%	52.57%	41.05%	55.07%	26.18%
占总销售额比重	14.01%	12.31%	13.63%	14.69%	17.54%	17.50%
占主营业务利润比重	8.31%	7.01%	10.47%	10.95%	12.95%	12.90%
产品IV注射用特利加压素						
销售收入	10.74	21.66	48.58	80.00	110.25	145.70
增长率 (YOY)	—	101.64%	124.25%	64.69%	37.81%	32.15%
占总销售额比重	8.81%	13.21%	21.50%	27.05%	28.70%	29.98%
占主营业务利润比重	11.38%	17.05%	26.82%	33.77%	35.47%	37.03%
产品V客户肽						
销售收入	13.48	11.93	15.87	18.25	20.99	23.09
增长率 (YOY)	—	-11.54%	33.11%	15.00%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	11.06%	7.27%	7.02%	6.17%	5.46%	4.75%
占主营业务利润比重	9.19%	4.42%	5.62%	4.91%	4.31%	3.74%
产品VI其他						
销售收入	2.83	2.50	6.22	8.00	15.00	30.00
增长率 (YOY)	—	-11.70%	148.80%	28.62%	87.50%	100.00%
占总销售额比重	2.32%	1.52%	2.75%	2.71%	3.90%	6.17%
占主营业务利润比重	1.02%	0.64%	2.01%	2.02%	4.15%	6.56%
销售收入小计	121.93	164.03	225.98	295.69	384.16	485.94
销售成本小计	29.45	38.48	46.72	61.62	77.11	97.19
毛利	92.47	125.55	179.25	234.07	307.05	388.75
平均毛利率	75.84%	76.54%	79.32%	79.16%	79.93%	80.00%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 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)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	166	226	296	384	486	货币资金	793	617	419	678	908
增长率	35.9%	36.4%	30.8%	29.9%	26.5%	应收款项	62	111	122	159	201
营业成本	-39	-47	-62	-77	-97	存货	16	22	25	32	40
% 销售收入	23.3%	20.7%	20.8%	20.1%	20.0%	其他流动资产	56	40	52	65	81
毛利	127	179	234	307	389	流动资产	928	790	619	934	1,230
% 销售收入	76.7%	79.3%	79.2%	79.9%	80.0%	% 总资产	89.6%	70.3%	49.7%	68.7%	79.2%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	-7	长期投资	0	0	0	0	0
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	78	284	571	369	265
营业费用	-26	-44	-62	-82	-104	% 总资产	7.6%	25.3%	45.9%	27.2%	17.1%
% 销售收入	15.9%	19.4%	21.1%	21.3%	21.5%	无形资产	24	40	44	46	47
管理费用	-33	-46	-60	-78	-98	非流动资产	108	334	626	425	323
% 销售收入	19.9%	20.4%	20.5%	20.2%	20.2%	% 总资产	10.4%	29.7%	50.3%	31.3%	20.8%
息税前利润 (EBIT)	65	86	107	142	180	资产总计	1,036	1,123	1,244	1,359	1,553
% 销售收入	39.3%	38.2%	36.2%	37.1%	36.9%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	17	20	13	14	20	应付款项	15	27	35	44	56
% 销售收入	-10.1%	-8.8%	-4.4%	-3.6%	-4.1%	其他流动负债	18	22	69	36	46
资产减值损失	-1	-3	0	-2	-2	流动负债	33	49	103	81	102
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	1	0	0	0	其他长期负债	30	58	58	58	58
% 税前利润	0.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	63	107	161	139	160
营业利润	81	104	120	155	198	普通股股东权益	973	1,016	1,083	1,220	1,393
营业利润率	48.8%	46.2%	40.6%	40.2%	40.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	13	1	5	5	5	负债股东权益合计	1,036	1,123	1,244	1,359	1,553
税前利润	94	105	125	160	203	比率分析					
利润率	56.6%	46.5%	42.3%	41.5%	41.7%		2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-13	-15	-18	-23	-29	每股指标					
所得税率	14.2%	14.6%	14.2%	14.2%	14.5%	每股收益 (元)	0.805	0.449	0.268	0.342	0.433
净利润	80	90	107	137	173	每股净资产 (元)	9.727	5.080	2.708	3.050	3.483
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.725	0.436	0.255	0.271	0.347
归属于母公司的净利润	80	90	107	137	173	每股股利 (元)	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	48.6%	39.7%	36.3%	35.6%	35.6%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	8.27%	8.84%	9.90%	11.22%	12.43%
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.77%	7.99%	8.61%	10.08%	11.15%
净利润	80	90	107	137	173	投入资本收益率	31.09%	18.48%	13.84%	22.55%	31.61%
少数股东损益	0	0	0	0	0	增长率					
非现金支出	9	14	13	16	18	营业总收入增长率	35.88%	36.40%	30.84%	29.92%	26.49%
非经营收益	-2	-5	-5	-5	-5	EBIT增长率	20.52%	32.67%	24.20%	32.85%	26.05%
营运资金变动	-15	-11	-13	-40	-48	净利润增长率	52.28%	11.59%	19.37%	27.74%	26.49%
经营活动现金净流	72	87	102	108	139	总资产增长率	386.48%	8.48%	10.77%	9.20%	14.30%
资本开支	78	221	300	-191	-91	资产管理能力					
投资	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	95.8	137.0	137.0	137.0	137.0
其他	0	1	0	0	0	存货周转天数	156.7	150.2	150.2	150.2	150.2
投资活动现金净流	-78	-221	-300	191	91	应付账款周转天数	16.9	33.1	33.1	33.1	33.1
股权募资	725	0	0	0	0	固定资产周转天数	108.4	110.1	105.2	78.8	60.1
债权募资	0	0	0	0	0	偿债能力					
其他	-8	-43	0	-40	0	净负债/股东权益	-81.54%	-60.73%	-38.68%	-55.59%	-65.16%
筹资活动现金净流	716	-43	0	-40	0	EBIT利息保障倍数	-3.9	-4.3	-8.3	-10.4	-9.1
现金净流量	711	-176	-198	259	230	资产负债率	6.07%	9.56%	12.95%	10.21%	10.30%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 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》
08	2013年2月28日	业绩快报点评《终端销售提速, 新品种值得期待》
09	2013年4月25日	季报点评《业绩符合预期, 未来看点颇多》
10	2013年7月14日	业绩预告点评《业绩保持稳健, 未来成长可期》

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。