

新药和原料药空间巨大

增持 首次

目标价格：20.00 元

报告摘要：

- 📖 **多肽药品主业突出，发展稳健**
- 📖 **爱啡肽、卡贝缩宫素明年有望获批开始贡献业绩**
- 📖 **公司具有承接多肽原料药的技术储备和产能储备**

主要观点：

- **多肽药品主业突出，发展稳健：**胸腺五肽、生长抑素、去氨加压素、特利加压素等合计占公司销售收入的90%以上，综合毛利率80%。2011年和2012年的同比增速分别达到了41.6%和36.3%。未来这些品种将继续稳定贡献业绩。
- **综合研发、生产实力强：**公司是国内多肽药物生产规模最大、拥有化学合成多肽药物品种最多的企业之一，为国内少数几家能够规模化生产多肽原料药的企业之一。公司拥有广东省多肽药物工程技术研发中心；2万条规模的肽库，也代表了公司研发的历史积淀。
- **爱啡肽、卡贝缩宫素明年有望获批开始贡献业绩。**二者都会是超过10亿元的品种。爱啡肽是一种用于心肌梗死保守治疗和PCI手术的药物。我国PCI手术量逐年增长，增速在20~30%，目前全国大约50万例。而爱啡肽并没有进口到国内。所以一旦获批对公司业绩的贡献将会非常可观。
- **公司具有承接多肽原料药的技术储备和产能储备。**全球看销售额在10亿元以上的主要品种，公司都有准备。这些多肽原料药专利的到期，价格下降和需求释放同时出现，公司仿制药显著受益，可以实现从无到有的爆发力。过去公司原料药业务波动较大，但是毛利率很高，今年上半年达到了98.76%的水平。
- **投资建议：**公司主营的多肽药物具有高技术高壁垒的特性，需求稳健增长。未来新药获批和原料药出口将成为重大的业绩和估值催化剂。我们预计公司2013/2014/2015年EPS分别为0.27/0.38/0.53元，对应PE分别为65.5/46.4/33.3元，给予增持评级，目标价20元。

数据摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	165.7	226.0	268.5	385.0	551.0
YoY	35.9%	36.4%	18.8%	43.4%	43.1%
毛利率	76.7%	79.3%	81.0%	82.0%	82.0%
净利润	80.5	89.8	107.5	151.5	211.4
YoY	62.6%	11.6%	19.7%	41.0%	39.5%
EPS(元/股)	0.86	0.45	0.27	0.38	0.53
P/E(x)	21.9	39.2	65.5	46.4	33.3
P/B(x)	1.8	3.5	6.3	5.5	4.7

中小市值公司研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

2012年新财富最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

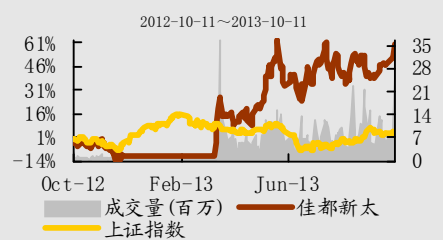
Email: wangfenghua@hysec.com

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

市场表现



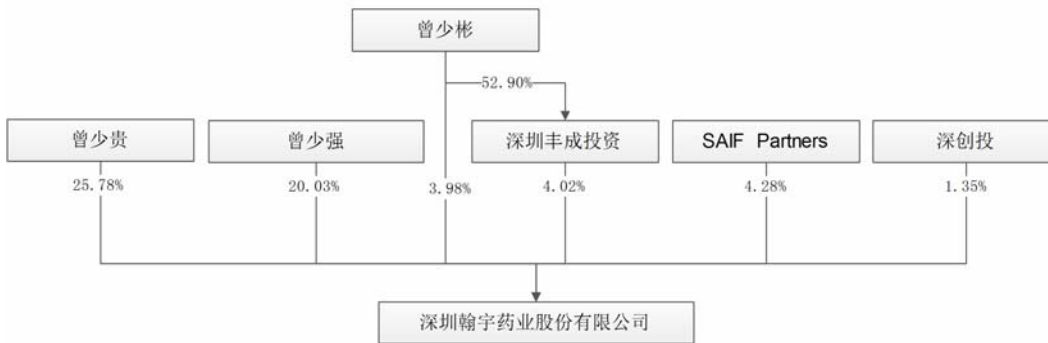
基本数据

当前股价(元)	15.51
总股本(亿股)	3.628
流通A股(亿股)	3.628
总市值(亿元)	56.27
最近1个月涨幅(%)	13%

相关研究

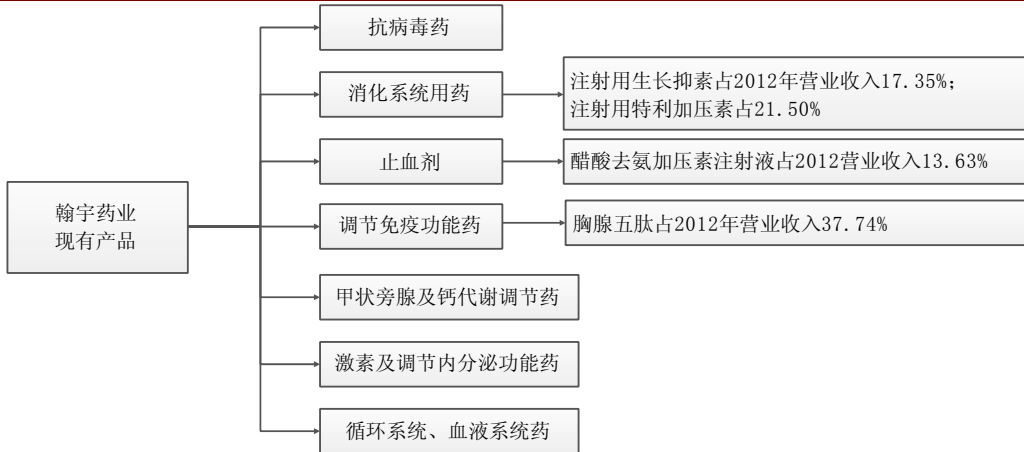
- 《科力远：专心做电池，承载中国梦》
2013-10-16
- 《佳都新太：收购壮大主业，布局民营银行》
2013-10-11
- 《易联众：民生信息化全产业链领导者》
2013-9-4

图 1: 翰宇药业股权结构示意图



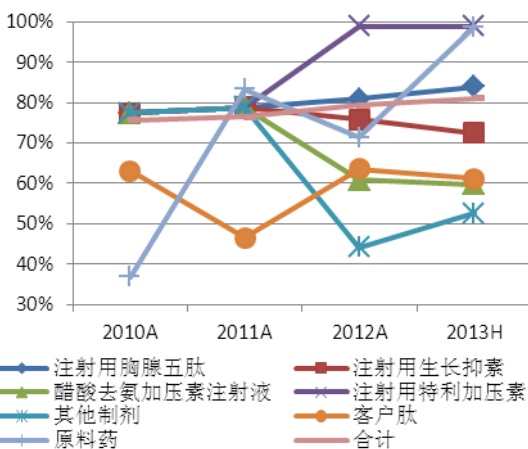
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 2: 翰宇药业主要产品示意图



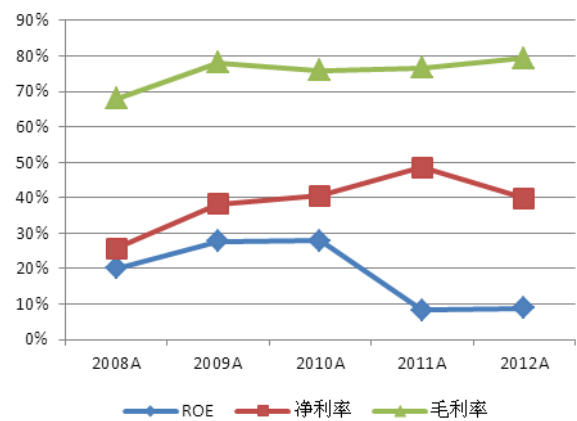
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 3: 多肽产品毛利率及趋势



资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 4: 公司综合盈利能力分析



资料来源: 宏源证券, 公司公告

表 1: 未来三年业绩预测及财务分析表

单位:百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	226	269	385	551	经营活动现金流				
YoY	36%	19%	43%	43%	净利润	90	107	152	211
营业成本	47	51	69	99	折旧与摊销	11	24	48	67
营业税金及附加	3	4	6	8	财务费用	0	-13	-13	-15
销售费用	44	50	72	103	非经常性/非经营性损益	-4	-5	-5	-5
管理费用	46	55	79	113	营运资金的减少	-10	5	-36	-74
EBITDA	97	132	207	295	长期经营性负债的增加	0	-8	0	0
YoY	32%	36%	57%	42%	经营活动现金流净额	87	111	146	185
EBIT	86	108	159	228	投资活动现金流				
财务费用	(20)	(13)	(13)	(15)	固定资产购建	-221	-100	-100	-100
非经营性/经常性损益	(1)	5	5	5	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	105	126	177	247	非经常性或非经营性损益	1	5	5	5
所得税费用	15	18	26	36	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	90	107	152	211	投资活动现金流量净额	-221	-105	-105	-105
YoY	12%	20%	41%	40%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	90	107	152	211	长期借款增加	4	0	0	0
YoY	12%	20%	41%	40%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-46	13	13	15
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	-42	13	13	15
资产					现金及现金等价物净增加额	-176	18	54	95
货币资金	617	635	688	784	现金及现金等价物期末余额	617	635	688	784
应收款项	112	107	154	220	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
预付款项	38	27	21	32	盈利能力				
存货	22	16	13	19	ROE	8.8%	9.6%	11.9%	14.2%
其他流动资产	0	0	0	0	净利率	39.7%	40.0%	39.4%	38.4%
流动资产合计	790	786	876	1055	毛利率	79.3%	81.0%	82.0%	82.0%
固定资产	87	213	291	339	营业费用率	19.4%	18.7%	18.7%	18.7%
在建工程	197	149	124	112	管理费用率	20.4%	20.5%	20.5%	20.5%
无形资产	14	23	31	37	财务费用率	-8.8%	-4.7%	-3.4%	-2.7%
非核心资产	36	36	36	36	资本结构				
非流动资产合计	334	420	482	525	资产负债率	9.6%	6.9%	6.1%	5.9%
资产总计	1123	1206	1358	1580	权益乘数	1.11	1.07	1.06	1.06
负债					流动资产/总资产	70.3%	65.1%	64.5%	66.8%
短期借款	0	0	0	0	流动负债/总负债	46.1%	39.5%	39.7%	46.5%
应付款项	27	14	10	16	偿债能力				
预收款项	7	8	12	17	流动比率	15.96	24.04	26.55	24.27
其他应付款	15	10	10	10	速动比率	15.51	23.54	26.17	23.83
其他流动负债	1	1	1	1	产权比率	0.11	0.07	0.07	0.06
流动负债合计	49	33	33	43	归属母公司股东权益/负债	9.46	13.59	15.37	15.90
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
长期经营性负债	0	0	0	0	存货周转率	2.43	2.66	4.80	6.27
其他非流动负债	58	50	50	50	应收账款周转率	2.51	2.44	2.95	2.94
非流动负债合计	58	50	50	50	流动资产周转率	0.26	0.34	0.46	0.57
负债合计	107	83	83	93	固定资产周转率	3.32	1.79	1.53	1.75
股本	200	400	400	400	总资产周转率	0.21	0.23	0.30	0.38
资本公积金	617	417	417	417	每股和估值指标				
留存收益	199	306	458	669	EPS(元)	0.45	0.27	0.38	0.53
归属母公司股东权益	1016	1124	1275	1487	BPS(元)	5.08	2.81	3.19	3.72
少数股东权益	0	0	0	0	P/E(x)	39.18	65.46	46.43	33.28
股东权益合计	1016	1124	1275	1487	P/B(x)	3.46	6.26	5.52	4.73
负债和股东权益合计	1123	1206	1358	1580					

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、围海股份、山大华特等。

机构销售团队

类别	姓名	电话1	电话2	邮箱	
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
银行/信托					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。