



魏贇  
021-53519888-1960  
weiyun@shzq.com  
执业证书编号：S0870513090001

# 实现超预期增长 外延式发展起步

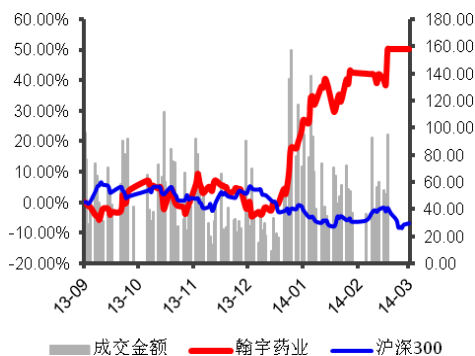
## 基本数据 (Y2013)

报告日股价 (元)	26.63
12mth A 股价格区间 (元)	26.74/9.31
总股本 (百万股)	400.00
无限售 A 股/总股本	46.22%
流通市值 (亿元)	49.23
每股净资产 (元)	2.66
PBR (X)	10.00
DPS (Y13, 元)	

## 收入结构 (2013H1)

制剂	95.91%
客户肽	3.87%
原料药	0.22%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：WY14-CT02

相关报告：翰宇药业 (300199) 公司深度研究报告：特利加压素高速增长 销售模式调整影响业绩

首次报告日期：

## ■ 报告目的

公司发布13年年度业绩快报，公司营业总收入3.01亿元，较上年同期增长33.37%；营业利润1.44亿元，较上年同期增长37.81%；利润总额1.49亿元，较上年同期增长42.18%；归属于上市公司股东的净利润1.31亿元，较上年同期增长46.20%。

## ■ 事项点评

### 四季度业绩超预期

根据业绩快报，公司第四季度营业收入11462.76万元，同比增长53.24%，营业利润6855.47万元，同比增长111.53%，利润总额6804.96万元，同比增长113.29%，净利润6159.75万元，同比增长122.59%，第四季度业绩超出预期。我们认为，这可能与公司特利加压素等高毛利品种增速较快有关。特利加压素前三季度增长45%左右，全年增速预计超过50%，公司采取学术推广方式进行新品种的销售，市场上主要竞争对手为辉凌公司，未来一段时期仍会高速增长。去氨加压素有两个规格产品进入新版基药目录，公司通过调整代理商进入基层市场，前三季度收入情况与去年持平，全年销量会有所增加。生长抑素同样面临降价压力，公司开拓二三线市场，以实现价减量增。

### 新品种获批较慢

公司新品种主要是爱啡肽和卡贝缩宫素，两者都有望成为过亿品种，原本预计去年能有至少1个品种获批上市，但获批进度慢于预期。今年卡贝缩宫素有望较快上市，二胎放开提升该品种市场需求，有利提升公司业绩。原料药方面，爱啡肽、比伐卢定、奈西立肽三个品种DMF获批，陆续还会有其他新品种申报。四季度业绩超预期可能与原料药有订单确认有关。武汉新建生产基地，未来主要是原料药及高端制剂业务发展，未来计划有10个多肽原料药和20个高端制剂投入生产，显示出公司对未来发展信心。

### 外延发展起步

公司目前处于停牌重组期，外延式发展起步，将是今年一大亮点。高端制剂生产项目，是公司未来十年战略发展目标的重要组成部分，尤其是部分高活性制剂、抗肿瘤制剂、生物制剂等。除了涉足高端制剂并逐步从首仿过渡到新药开发外，公司出口方面也考虑制剂出口，而非仅原料药出口，这也是公司十年战略之一。

## ■ 投资建议：

### 未来六个月内，调升至“谨慎增持”评级

预计公司 13 年、14 年实现每股收益 0.32 元、0.43 元，以停牌前收盘价 26.63 元计算，动态市盈率分别为 82.55 倍、62.56 倍。化学制剂行业上市公司 13 年、14 年平均市盈率中值分别为 44.18 倍和 33.55 倍，公司动态市盈率高于行业平均水平。我们认为，进入基药有利于老产品销量的增长，高毛利新产品增速快，制剂、原料药新品种是公司今年的看点。公司发展战略清晰，目前估值较高，考虑到外延式并购的影响，调升公司评级至“未来六个月，谨慎增持”。

#### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	226.00	301.50	409.71	569.02
年增长率	36.4%	33.4%	35.9%	38.9%
归属于母公司的净利润	89.80	129.03	170.26	223.55
年增长率	11.59%	43.69%	31.95%	31.30%
每股收益(元)	0.22	0.32	0.43	0.56
PER (X)	118.62	82.55	62.56	47.65

注：有关指标按当年股本摊薄

#### ■ 风险因素

新药审批速度慢；降价；中标情况不理想；并购整合不及预期。

**■ 附表**
**附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)**

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>一、营业总收入</b>	<b>165.68</b>	<b>226.00</b>	<b>301.50</b>	<b>409.71</b>	<b>569.02</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>84.99</b>	<b>122.45</b>	<b>158.18</b>	<b>224.74</b>	<b>320.92</b>
营业成本	38.58	46.72	54.77	76.42	104.12
营业税金及附加	2.68	3.06	3.92	4.92	6.26
销售费用	26.32	43.83	60.30	81.94	113.80
管理费用	33.05	46.09	63.31	86.04	119.49
财务费用	-16.74	-19.91	-24.12	-24.58	-22.76
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.23	0.81	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>80.92</b>	<b>104.35</b>	<b>143.31</b>	<b>184.97</b>	<b>248.10</b>
加: 营业外收入	14.17	3.31	15.00	15.00	15.00
减: 营业外支出	1.34	2.55	10.00	2.00	2.00
<b>五、利润总额</b>	<b>93.75</b>	<b>105.11</b>	<b>148.31</b>	<b>197.97</b>	<b>261.10</b>
减: 所得税	13.28	15.31	19.28	27.72	36.55
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<b>六、净利润</b>	<b>80.47</b>	<b>89.80</b>	<b>129.03</b>	<b>170.26</b>	<b>223.55</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>80.47</b>	<b>89.80</b>	<b>129.03</b>	<b>170.26</b>	<b>223.55</b>
<b>七、摊薄每股收益 (元)</b>	<b>0.20</b>	<b>0.22</b>	<b>0.32</b>	<b>0.43</b>	<b>0.56</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

### 分析师承诺

分析师 魏赞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。