

医药 - 化学药

新产品将促进大发展

—翰宇药业(300199.SZ) 2013 年业绩预告点评

2014 年 3 月 3 日

评级: 中性(首次)

市场数据	2014 年 2 月 19 日
当前价格(元)	26.63
52 周价格区间(元)	10.80-26.63
总市值(百万)	10652.00
流通市值(百万)	4922.96
总股本(百万股)	400.00
流通股(百万股)	184.87
日均成交额(百万)	53.57
近一月换手(%)	25.92%
Beta(2 年)	
第一大股东	曾少贵
公司网址	http://www.hybio.com.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	226.00	301	392	502
净利润(百万元)	89.80	131	162	209
每股收益(元)	0.45	0.33	0.40	0.52
净利润增长率%	11.59%	46%	24%	29%
每股净资产(元)	5.08	2.82	3.15	3.57
市盈率	59.18	81.44	65.87	50.90
市净率	5.24	9.45	8.44	7.46
EV/EBITDA	113.21	64	46	34

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
翰宇药业	157.60	702.38	777.98%
沪深 300	-1.84%	-10.68%	-18.49%

相关报告

邓聪

执业证书号: S1030512070001
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

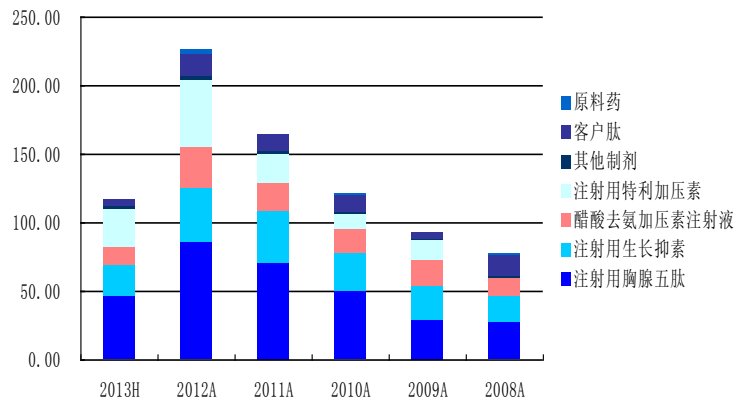
- 2014.2.28 翰宇药业发布 2013 年业绩快报, 2013 年预计净利润同比增长 46.2%, 实现归属于股东的净利润为 1.313 亿元, 超出市场预期。公司认为主要是由于主营业务大幅增长、合理控制费用以及营业外收入(主要是政府补助)增加。
- 现有产品高速增长。现有主要产品是胸腺五肽、缩宫素、特利加压素、去氨加压素。主营收入同比增加 33.37%, 根据 2013 年中报的数据以及各产品竞争状况, 我们推测增长主要来源于胸腺五肽, 同比增长超过 40%, 生长激素超过 20%, 而其他主要制剂也保持 10% 左右的增长。
- 新产品将在近期上市, 为公司长期发展提供新的动力。1-2 年内爱啡肽、卡贝缩宫素、阿托西班、胸腺法新等将给公司发展注入新的强大的引擎动力; 3-5 年内, 他替瑞林、艾塞那肽等重磅产品将显著提升公司的市场地位; 5 年以上, 公司原创产品将上市。
- “中性”评级。我们预计公司 2013-2015 年收入分别增长 33.4%、30%、28%, 归属母公司净利润增长 45.7%、23.6%、29.4%, EPS0.33 元、0.4、0.52 元。对应现有股价 26.63 元 PE 分别为 81.44 倍、65.87 倍与 50.9 倍。DCF 估值分析公司合理价值为 21.14 元/股, 现在价格 26.63 元/股, 短期有一定程度的高估, 首次给予“中性”评级。
- 风险提示: 新药研发风险、市场风险、宏观经济风险、政策风险。

1. 现有业务高速发展

2014.2.28 翰宇药业发布 2013 年业绩快报, 2013 年预计净利润同比增长 46.2%, 实现归属于股东的净利润为 1.313 亿元, 超出市场预期。公司认为主要是由于主营业务大幅增长、合理控制费用以及营业外收入(主要是政府补助)增加。

现有产品高速增长。现有主要产品是胸腺五肽、缩宫素、特利加压素、去氨加压素。主营收入同比增加 33.37%, 根据 2013 年中报的数据以及各产品竞争状况, 我们推测增长主要来源于胸腺五肽, 同比增长超过 40%, 生长激素超过 20%, 其他主要制剂保持 10% 左右的增长。

Figure 1 翰宇药业主要产品销售收入



数据来源: WIND、世纪证券研究所

2. 新产品上市将为公司发展提供新的动力

Figure 2 翰宇药业在研产品布局

适应症	已上市	短期1-2年	中期3-5年	长期5年以上
免疫调节	注射用胸腺五肽	注射用胸腺法新 格拉替雷		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		
神经系统			注射用他替瑞林	
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 艾塞那肽注射液 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, 注射用曲谱瑞林缓释微球, 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, 注射用恩夫韦肽

数据来源: WIND、招股说明书、世纪证券研究所

3. 盈利预测

3.1 盈利预测

我们预计公司 2013-2015 年收入分别增长 33.4%、30%、28%，归属母公司净利润增长 45.7%、23.6%、29.4%，EPS0.33 元、0.4、0.52 元。对应现有股价 26.63 元 PE 分别为 81.44 倍、65.87 倍与 50.9 倍。

3.2 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 21.14 元/股，现在价格 26.63 元/股，有一定程度的高估，给予“中性”评级。

Figure 3 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	4.10%	法定所得税	12.50%
BETA	0.89	债务成本	6.54%
市场预期收益率	10.00%	债务比例	13.04%
股权成本	9.35%	WACC	8.98%
永续增长率	2.00%		

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 4 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.98%	49.55	64.00	93.05	181.24	-9426.24	-162.10
4.98%	37.72	45.66	58.92	85.57	166.49	-8648.05
5.98%	29.98	34.84	42.12	54.30	78.77	153.07
6.98%	24.56	27.74	32.20	38.90	50.09	72.57
7.98%	20.58	22.78	25.70	29.80	35.96	46.25
8.98%	17.56	19.13	21.14	23.84	27.61	33.28
9.98%	15.19	16.35	17.79	19.65	22.13	25.61
10.98%	13.30	14.17	15.24	16.57	18.28	20.57
11.98%	11.77	12.44	13.24	14.23	15.45	17.03
12.98%	10.51	11.03	11.65	12.39	13.30	14.43
13.98%	9.45	9.87	10.35	10.92	11.60	12.44
14.98%	8.56	8.89	9.28	9.72	10.25	10.88

数据来源：世纪证券研究所

4.风险提示

风险提示：

- (1)产品质量风险。
- (2)新产品研发风险
- (3)政策风险，产品降价风险。
- (4)坏账风险。

Figure 5 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	790	773	876	898	营业收入	226	301	392	502
现金	617	601	636	584	营业成本	47	60	80	100
应收账款	102	88	123	166	营业税金及附加	3	2	3	5
其他应收款	2	2	3	4	营业费用	44	50	63	80
预付账款	38	42	61	80	管理费用	46	57	74	90
存货	22	32	42	51	财务费用	-20	-12	-9	-8
其他流动资产	9	8	11	14	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	334	473	571	658	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	87	274	407	503	营业利润	104	144	180	234
无形资产	12	12	11	11	营业外收入	3	6	6	6
其他非流动资产	235	187	153	145	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1123	1246	1447	1556	利润总额	105	149	186	240
流动负债	49	88	151	92	所得税	15	19	24	31
短期借款	0	6	91	22	净利润	90	131	162	209
应付账款	6	6	7	9	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	44	77	52	61	归属母公司净利润	90	131	162	209
非流动负债	58	31	34	36	EBITDA	95	156	220	296
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.33	0.40	0.52
其他非流动负债	58	31	34	36					
负债合计	107	119	185	128					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	200	400	400	400					
资本公积	617	417	417	417					
留存收益	199	310	444	611					
归属母公司股东权益	1016	1127	1261	1428					
负债和股东权益	1123	1246	1447	1556					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	87	136	120	203
净利润	90	131	162	209
折旧摊销	11	24	49	70
财务费用	-20	-12	-9	-8
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-10	24	-99	-73
其他经营现金流	17	-31	16	5
投资活动现金流	-221	-150	-151	-151
资本支出	221	150	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-0	-1	-1
筹资活动现金流	-42	-2	67	-104
短期借款	0	6	86	-70
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	100	200	0	0
资本公积增加	-96	-200	0	0
其他筹资现金流	-46	-8	-19	-35
现金净增加额	-176	-16	35	-52

主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	36.4%	33.4%	30.0%	28.0%
营业利润	29.0%	37.9%	25.0%	30.0%
归属于母公司净利润	11.6%	45.7%	23.6%	29.4%
获利能力				
毛利率(%)	79.3%	80.0%	79.5%	80.0%
净利率(%)	39.7%	43.4%	41.3%	41.7%
ROE(%)	8.8%	11.6%	12.8%	14.7%
ROIC(%)	15.3%	20.2%	19.3%	21.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	9.6%	9.6%	12.8%	8.2%
净负债比率(%)	0.00%	4.87%	49.38%	17.03%
流动比率	15.96	8.74	5.79	9.74
速动比率	15.51	8.38	5.51	9.19
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.25	0.29	0.33
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	11.04	10.57	12.21	12.02
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.33	0.40	0.52
每股经营现金流(最新)	0.22	0.34	0.30	0.51
每股净资产(最新摊)	2.54	2.82	3.15	3.57
估值比率				
P/E	118.62	81.44	65.87	50.90
P/B	10.48	9.45	8.44	7.46
EV/EBITDA	105	64	46	34

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.