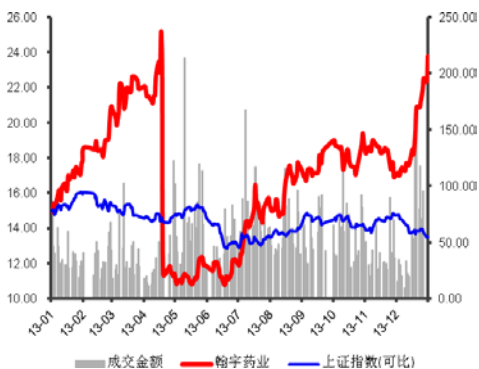


2014年3月20日

翰宇药业（300199）2013 年年报点评

评级：谨慎推荐（维持）

最近 52 周走势：

相关研究报告：

 《业绩超预期，并购步伐加快》
 2014-1-8

 《新老产品齐发力，四季度业绩超预期》
 2014-1-8

《内外并举，佳绩可期》2013-10-25

报告作者：

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

联系人：

刘生平 杨扬

电话：021-38991500 转 816

 Email: liusp@glsc.com.cn
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

公司 2014 年 3 月 20 日晚间发布 2013 年年报：公司 2013 年实现全年营业收入 3.01 亿元，同比增长 33.37%；实现营业利润 1.42 亿元，同比增长 36.29%；实现利润总额 1.48 亿元，同比增长 40.67%；归属于上市公司股东的净利润 1.30 亿元，同比增长 44.69%。公司业绩超出市场预期。

与此同时，公司也发布了 2014 年一季度业绩预告：公司预计 2014 年一季度归属于母公司净利润 2068 万元-2248 万元，同比增长 15%-25%。一季报业绩增长基本符合预期。

点评：

- **新品特利加压素销售放量推动公司 2013 年业绩超预期增长，2014 年公司业绩将因医药招标推动而持续快速增长。** 根据公司 2013 年年报数据，公司全年实现营业收入 3.01 亿元，同比增长 33.27%；归属于上市公司净利润 1.30 亿元，同比增长 44.69%。业绩超出市场预期。从公司分产品业务来看，主要是由于新品特利加压素的高速增长所致（2013 年特利加压素销售额 9252 万元，销量达到 30 万支左右，同比增长 90%）。特利加压素销售快速放量是受益于公司高端制剂销售队伍逐步稳固和大力学术推广。根据公司 2014 年经营战略和现状，我们对公司产品销售进行如下预计：老产品胸腺五肽和生长抑素将随着其在基层医疗市场逐步拓展而持续稳步增长；特利加压素将因高端制剂学术队伍进一步大力推广而保持在 30% 以上的销量增速；随着各省医药招标工作的进行，公司醋酸去氨加压素产品有望进入销售增长的快车道，未来两年销量增速有望保持在 30% 以上。
- **客户肽和原料药海外出口业务实施战略性布局。** 公司积极进行客户肽和多肽原料药的战略布局，在快速拓展海外客户的同时，也在进行多个多肽药物的 DMF 申请，目前已经有比伐卢定、爱啡

肽以及奈西立肽等3个品种获得DMF号。公司2013年客户肽业务销售收入3133万元，同比增长97%。这些都是海外订单快速增加所致。随着公司坪山生产基地和武汉生产基地的逐步投产，公司客户肽和多肽原料药业务有望快速提振未来业绩。

- **公司期间费用保持稳定。**根据公司2013年年报数据，公司销售费用5951万元，占营业收入比例19.75%；同比上升0.35个百分点；公司管理费用5745万元，占营业收入比例19.06%，同比下降1.33个百分点。公司销售费用和管理费用均表现出稳定增长势头，其销售费用率和管理费用率均保持稳定。随着公司近年来的新品不断上市销售和众多在研品种持续投入，我们预计公司期间费用与营业收入保持同比例的快速增长势头，其费用率也将继续保持稳定。
- **公司储备的重磅多肽新品即将步入上市收获期。**公司研发实力出色，有众多重磅多肽新品储备，其中，3类新药爱啡肽注射液、6类新药醋酸阿托西班注射液（其原料药属3类新药）、6类新药注射用西曲瑞克（其原料药属3类新药）、6类新药卡贝缩宫素、6类新药胸腺法新等均在生产批件申请，并进入审评环节。公司专注多肽新药的研发，其产品也将在近年逐步获批上市，公司多肽新品也即将步入收获期。这些新产品的上市，将会大幅提振公司未来业绩，也将推动公司多肽业务快速做大做强。
- **2014年一季度业绩基本符合预期。**公司预计2014年一季度盈利2068万元-2248万元，同比增长15%-25%。公司一季度业绩实现稳步增长是由于特利加压素持续较快增长和各省医药招标进度所致。随着未来各省医药招标进度加速，公司醋酸去氨加压素和特利加压素有望实现快速增长，其业绩也有望逐步向好。
- **维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。**根据公司目前的经营状况，我们调整之前的盈利预测(暂不考虑其收购的外延增长)，预计公司2014年-2016年的EPS分别为0.43元，0.58元和0.77元。以公司2014年2月19日收盘价26.63元来计算，其2014年-2016年市盈率分别为62倍,46倍和35倍。虽然公司目前估值较高，但是公司未来众多重磅多肽新药值得期待，因此我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**1、特利学术推广不力；2、新药获批不达预期。

盈利预测表:

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	301	432	570	743	现金	447	369	297	297
营业成本	46	74	95	121	应收款项净额	176	248	320	428
营业税金及附加	1	2	2	3	存货	28	63	82	98
销售费用	60	84	110	142	其他流动资产	15	22	29	38
管理费用	44	81	103	129	流动资产总额	667	702	728	861
EBIT	137	191	259	348	固定资产	340	553	705	861
财务费用	-8	-4	-2	0	无形资产	12	12	12	12
资产减值损失	-3	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	其他长期资产	107	107	107	107
营业利润	142	195	261	348	资产总额	1,289	1,447	1,631	1,904
营业外净收入	6	2	2	2	短期借款	0	16	16	38
利润总额	148	197	263	350	应付款项	5	12	15	21
所得税	18	25	32	43	其他流动负债	72	80	96	123
净利润	130	172	231	307	流动负债	76	114	136	194
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	130	172	231	307	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	88	88	88	89
					负债总额	164	202	224	283
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	1,124	1,245	1,407	1,622
					负债和股东权益	1,289	1,447	1,631	1,904
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					税后利润	130	172	231	307
营业收入	33.4%	43.3%	31.9%	30.5%	加: 少数股东损益	0	0	0	0
营业利润	36.3%	37.1%	34.1%	33.0%	公允价值变动	3	0	0	0
净利润	45.7%	32.7%	34.0%	32.9%	折旧和摊销	13	10	11	14
获利能力					营运资金的变动	-58	-91	-74	-96
毛利率(%)	84.7%	82.9%	83.2%	83.7%	经营活动现金流	88	91	168	225
净利率(%)	43.1%	39.9%	40.6%	41.3%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	11.6%	13.9%	16.4%	18.9%	长期股权投资	0	0	0	0
ROA(%)	10.1%	11.9%	14.2%	16.1%	固定资产投资	-230	-150	-150	-150
偿债能力					投资活动现金流	-230	-150	-150	-150
流动比率	8.73	6.18	5.37	4.44	股权融资	-169	0	0	0
速动比率	8.36	5.63	4.76	3.93	负债净变化	0	0	0	0
资产负债率%	12.8%	14.0%	13.7%	14.8%	支付股利、利息	-19	-52	-69	-92
营运能力					其它融资现金流	180	16	0	22
总资产周转率	23.4%	29.8%	34.9%	39.0%	融资活动现金流	-27	-36	-69	-70
应收账款周转天数	213.13	210.00	205.00	210.00	现金净变动额	-170	-95	-51	5
存货周转天数	301.38	270.00	275.00	260.00					
每股收益	0.32	0.43	0.58	0.77					
每股净资产	2.81	3.11	3.52	4.05					
P/E	44.3	61.8	46.1	34.7					
P/B	9.5	8.6	7.6	6.6					

资料来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。