研究所
证券分析师：马金良 S0350510120001
联系人：朱玮琳
0755- 88605169 zhuwl01@ghzq.com.cn
联系人：陈铁林
0755-83479710 chentl@ghzq.com.cn

业绩符合预期，逐步布局慢病管理领域

—翰宇药业（300199）半年报及重大资产重组事件点评

事件：

公司发布 2014 年半年报：报告期公司实现营收 1.57 亿元，同比增长 35.05%，归属母公司净利润 4936.69 万元，同比增长 18.43% ；扣非后归属母公司净利润 4782.05 万元，同比增长 17.69%。

公司公告发行股份及支付现金收购甘肃成纪生物药业有限公司：公司拟发行 2700.4908 万股收购成纪药业 50%股权，再支付 6.6 亿现金收购剩余 50%股权。同时向公司实际控制人曾少贵、曾少强和曾少彬非公开发行股票 18,003,273 股，募集配套资金 4.4 亿元，用于支付本次收购的现金对价及相关税费。本次发行股票价格为以 24.44 元/股。双方均做出业绩补偿安排：若交易 2014 年完成，成纪药业控股股东承诺 14、15 年净利润不低于 1.1 亿、1.485 亿元，公司实际控制人承诺 16 年净利润不低于 1.93 亿元；若交易 2015 年完成，公司实际控制人追加承诺 17 年净利润不低于 2.413 亿元。

评论：

一、中报业绩基本符合预期，特利加压素将保持高增长态势

中报业绩基本符合预期，特利加压素延续高增长态势。报告期内公司营收增长率维持在 35%左右，符合预期。公司净利润增长率约 18%，显著低于同期营收增长率，其原因是公司于今年 4 月定向发行 2 亿债券，财务费用显著上升。分产品来看，特利加压素依旧是增长最快的品种，实现营收 5220 万元，同比增加 90.77%。特利加压素作为公司首仿且国内独家品种，是目前已知的肝硬化出血治疗药物中唯一可以提高患者生存率的药物，目前已获市场广泛认可，预计将继续保持 80-90%的增长速率；传统产品胸腺五肽实现营收 6643 万元，同比增加 41.64%，我们判断主要是基层放量所致；其他品种如生长抑素、去氨加压素和客服肽增长低于预期。我们认为，注射用胸腺五肽和注射用生长抑素由于价格竞争的日益激烈，预计将进入稳定增长阶段；新进基药目录的去氨加压素，竞争格局良好，除进口外国内仅公司和海南中和药业获上市许可，预计有望随着招标的逐步开展执行实现放量增长。

爱啡肽、胸腺法新和溴麦角环肽等产品获批有望成为公司未来 2 年新的利润增长点。公司研发储备丰富，有 29 个产品处于研发的不同阶段，计 15 个研发品种处于在审评状态。重磅产品 3.1 类抗血栓药，爱啡肽及爱啡肽注射液于 2014 年 6 月通过生产现场检查，预计于年内获得新药证书及生产批件，将携首仿优势攻城掠地；胸腺五肽升级产品胸腺法新未来有望与胸腺五肽形成高低端产品互补优势。独家代理的溴麦角环肽，原理新颖，无心血管风险，有望成为新一代糖尿病用药，市场前景巨大。这几个产品未来 2 年有望陆续投产，成为公司新的利润增长点。

二、收购安全给药器械，迈向慢病综合管理

收购成纪药业、优势互补明显。成纪药业是国内为数不多的具有“药品”和“医疗器械”的双证企业。**在药品方面：**成纪药业药品剂型主要为注射剂，其新建的注射剂生产线拥有冻干粉针剂产能 8000 万支和小容量注射液 1.6 亿支，具有较强的生产规模优势和明显的地理成本优势。公司并购成纪药业后将形成深圳、武汉和天水三地生产布局，未来深圳基地生产高附加值制剂，天水基地生产低附加值制剂，充分发挥各自的比较优势，实现效益的最大化。**在医疗器械方面：**成纪药业拥有具有完全自主知识产权的卡式注射笔、卡式注射架及溶药器“二合一”等产品，专注于注射剂安全用药领域。卡式注射笔、架所适用的卡式瓶，作为注射剂包材已对安瓿瓶和西林瓶形成替代趋势。由于公司和成纪药业药物主要剂型为注射剂，并购后公司注射剂药物与安全给药器械的相互结合，可实现无菌配药和给药。我们认为，并购成纪药业将强化公司产品的竞争优势，延长产品生命周期，提升盈利水平。

切入安全给药领域，为慢性病综合管理的战略发展目标奠定基础。除传统产品外，公司目前正在注册以及正在研发的产品包括普兰林肽、艾塞那肽、利拉鲁肽、特立帕肽、格拉替雷、依替巴肽、比伐卢定等多个药品，积极布局糖尿病、心血管、多发性硬化症等慢性病领域。我们认为，公司将以安全给药器械为纽带，提升慢性病患者的生活质量和用药安全，增强用户粘性，为慢性病综合管理奠定发展基础。公司将积极探索成纪药业卡式注射笔功能的进一步开发，例如基于注射笔的微创检测、数据传输等；未来与移动互联网相结合，实现数据管理和应用等。注射剂型药品、安全给药器械与移动互联网的融合，将使公司的产品线覆盖慢性病患者的检测、治疗、康复和日常护理，实现公司慢性病管理专家的战略发展目标。

以巨头 Hospira 为榜样，有继续外延式成长预期。公司学习的榜样为全球领先的注射药品和输注技术专业巨头 Hospira，Hospira 从雅培独立后，2004 年在纽交所上市，目前市值已达 92 亿美元。Hospira 在药品领域专注应用于镇痛、麻醉、肿瘤、心血管、抗感染等领域注射剂药物，在安全给药领域提供包括卡式注射笔、架在内的安全用药器械；生产输液系统、静脉注射等安全用药设备；提供相应软件涉足医院和病人用药安全管理。我们认为，公司未来将围绕慢病综合管理专家战略目标进行一系列的产业布局，未来外延式扩张预期强烈。

实际控制人增持和业绩承诺彰显对公司发展信心。本次交易公司拟向实际控制人曾少贵、曾少强、曾少彬非公开发行 1800 万股，募集相关配套资金 4.4 亿元。并购增持后，三兄弟合计持股 2.19 亿股，占总股本 49.10%，仅比发行前降低 1.03%，仍为公司实际控制人。这次并购双方均承诺成纪药业连续四年净利润不低于 1.1、1.485、1.93 和 2.413 亿元，即同比增长 114%、35%、30%和 25%。我们认为实际控制人参与定增和业绩承诺彰显对公司发展信心。

投资建议：我们预计公司（不含成纪药业）2014-2016 年的净利润分别为 1.53、2.11 及 2.86 亿元，成纪药业按业绩承诺计 2014-2016 年的净利润分别为 1.1、1.485 和 1.93 亿元。若 2015 年开始并表，2015-2016 年公司备考净利润分别为 3.592 和 4.785 亿元，考虑增发摊薄后 EPS 分别为 0.81 元和 1.08 元，对应当前股价的 PE 分别为 33 倍和 24.8 倍，维持“增持”评级。

风险提示：1.资产重组获批受阻；2.公司整合失败，合并报表业绩低于预期；3.药物器械研发进度低于预期。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	301	425	593	770
增长率(%)	33.4%	41.0%	39.5%	29.8%
净利润（百万元）	130	153	211	286
增长率(%)	44.7%	17.7%	37.8%	35.5%
成纪药业净利润（百万元）	51.36	110.00	148.50	193.00
备考并表净利润（百万元）	N/A	N/A	359.20	478.52
摊薄每股收益（元）	N/A	N/A	0.81	1.08

图 1、翰宇药业盈利预测（不含成纪药业，且股本不变）

证券代码：	300199.SZ	股票价格：	26.63	投资评级：	买入	日期：	2014/8/19

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
ROE	12%	15%	16%	17%
毛利率	85%	83%	82%	83%
期间费率	37%	42%	42%	40%
销售净利率	43%	36%	36%	37%
成长能力				
收入增长率	33%	41%	40%	30%
利润增长率	45%	18%	38%	36%
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.26	0.32	0.37
应收账款周转率	1.71	1.71	1.71	1.71
存货周转率	1.63	1.63	1.63	1.63
偿债能力				
资产负债率	13%	24%	24%	23%
流动比	8.73	8.55	7.05	6.57
速动比	8.36	8.13	6.62	6.16

每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标				
EPS	0.32	0.38	0.53	0.71
BVPS	2.81	3.10	3.49	4.03
估值				
P/E	82.0	69.7	50.6	37.3
P/B	9.5	8.6	7.6	6.6
P/S	35.3	25.1	18.0	13.8

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	447	654	679	760
应收款项	176	248	346	449
存货净额	28	47	67	85
其他流动资产	15	22	30	39
流动资产合计	**667**	**972**	**1123**	**1334**
固定资产	340	378	410	439
在建工程	162	172	182	192
无形资产及其他	12	12	21	29
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**1289**	**1641**	**1844**	**2102**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	5	8	11	14
预收帐款	23	33	46	59
其他流动负债	48	73	102	129
流动负债合计	**76**	**114**	**159**	**203**
长期借款及应付债券	0	200	200	200
其他长期负债	88	88	88	88
长期负债合计	**88**	**288**	**288**	**288**
负债合计	**164**	**402**	**448**	**491**
股本	400	400	400	400
股东权益	1124	1239	1397	1611
负债和股东权益总计	**1289**	**1641**	**1844**	**2102**

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**301**	**425**	**593**	**770**
营业成本	46	74	104	131
营业税金及附加	1	4	6	8
销售费用	60	85	113	139
管理费用	57	85	119	154
财务费用	(8)	4	10	9
其他费用/（-收入）	(3)	0	0	0
营业利润	**142**	**174**	**242**	**329**
营业外净收支	6	5	5	5
利润总额	**148**	**179**	**247**	**334**
所得税费用	18	26	36	49
净利润	130	153	211	286
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**130**	**153**	**211**	**286**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	**153**	**136**	**178**	**253**
净利润	130	153	211	286
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	13	44	48	53
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	10	(60)	(81)	(86)
投资活动现金流	**(303)**	**(91)**	**(91)**	**(92)**
资本支出	(218)	(91)	(91)	(92)
长期投资	0	0	0	0
其他	(84)	0	0	0
筹资活动现金流	**(19)**	**162**	**(53)**	**(71)**
债务融资	0	200	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	(19)	(38)	(53)	(71)
现金净增加额	**(168)**	**207**	**34**	**89**

资料来源：国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

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。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓　名	固话	手机	邮箱
林　莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
郭　强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈　蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹　莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡　超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜　彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王　帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn