

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

翰宇药业 (300199)

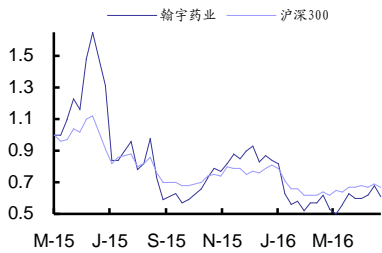
增持

2015 年年报及 16 年一季报点评

(维持评级)

2016 年 04 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	890/854
总市值/流通 (百万元)	17,044/16,354
上证综指/深圳成指	2,954/10,174
12 个月最高/最低元)	52.76/14.36

相关研究报告:

- 《翰宇药业-300199-重大事件快评: 卡贝缩宫素获批助力公司成长》——2016-03-09
- 《翰宇药业-300199-技术及模式创新的多肽制剂龙头企业》——2015-12-15
- 《翰宇药业-300199-重大事件快评: 与腾讯强强联手, 建立“互联网+“慢病管理平台”》——2015-06-26
- 《翰宇药业-300199-动态报告: 定增加快“互联网+慢病管理平台”战略实施》——2015-05-18
- 《翰宇药业-300199-基本面优良, 但仍需等待》——2011-09-28

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157
E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 万明亮

电话: 13917314297
E-MAIL: wanml@guosen.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, 特此声明。

财报点评

极具潜力的多肽原料药制剂龙头

● 2015 年报低于预期, 2016 一季报略超预期

2015 年收入 7.68 亿 (+83.2%), 归母净利润 3.05 亿 (+78.0%), 扣非净利润 2.97 亿 (+75.9%), 低于预期 (预期归母利润+100.5%)。公司拟每 10 股派发股息 0.25 元。2016 年 Q1 收入 1.67 亿 (+36.0%), 归母净利润 5800 万 (+55.3%), 扣非净利润 5758 万 (+55.1%), 略超预期。

● 原有主业强劲增长, 成纪低于预期

排除成纪并表, 2015 年原有主业收入+22.3%, 利润+10.9%, 符合预期。展望未来, 特利加压素、生长抑素、原料药出口快速增长, 新产品卡贝缩宫素、依替巴肽放量, 胸腺五肽、去氨加压素基本持平, 16 年原有主业将有 50% 以上的增长。15 年成纪并表收入 2.58 亿, 净利润 1.15 亿, 不达预期 (承诺业绩 1.48 亿)。成纪原实际控制人将补足实现业绩与承诺业绩的差额。公司 15 年应收账款大幅增加至 6.17 亿 (14 年为 1.86 亿), 预计与成纪产品积压在代理商有关, 未来成纪收入及产品终端销售情况还有待观察。

● 无创血糖手环及多肽原料药制剂出口极具潜力

普迪无创血糖手环 III 期临床已在欧盟开展, 手环也将在国内做同步验证。目前手环的静态检测准确率高, 但尚需解决动态检测 (患者剧烈运动或环境突变) 和患者长期配戴致使皮肤过敏等问题。格拉替雷和利拉鲁肽原料药分别于 2015 年 3 月和 12 月获得美国 FDA DMF 注册号, 推动公司注册级原料药出口强劲增长, 同时公司将进一步申报格拉替雷和利拉鲁肽仿制药注册 (ANDA)。2015 年格拉替雷和利拉鲁肽的全球市场为 42.2 亿和 27.0 亿美元。若 ANDA 通过, 将给业绩带来很大弹性。

● 风险提示

两票制对公司业绩影响; 成纪业绩不达预期; 商业减值风险。

● 极具潜力的多肽原料药制剂龙头, 维持“增持”评级

我们预测公司 2016-18 年 EPS 为 0.51/0.67/0.83 元, 同比增长 49%/32%/24%。目前的股价对应的估值为 38/28/23x。考虑公司业务快速增长, 多肽原料药及制剂出口市场空间广阔极具潜力, 维持对公司的“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	419	768	1,037	1,280	1,515
(+/-%)	39.2%	83.2%	35.0%	23.4%	18.4%
净利润(百万元)	172	305	455	600	741
(+/-%)	32.0%	78.0%	49.0%	31.9%	23.5%
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.34	0.51	0.67	0.83
EBIT Margin	44.8%	47.9%	51.0%	52.8%	53.9%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	11.6%	15.4%	17.8%	19.0%
市盈率 (PE)	99.3	55.8	37.5	28.4	23.0
EV/EBITDA			27.8	22.0	18.3
市净率 (PB)	13.1	6.5	5.8	5.0	4.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司收入分拆及关键假设的说明

展望未来，特利加压素（销售团队及策略调整完成）、生长抑素（独家规格）、原料药出口（格拉替雷与利拉鲁肽）快速增长，新产品卡贝缩宫素、依替巴肽放量，胸腺五肽、去氨加压素基本持平。成纪产品由于渠道压货及终端销售不明朗等因素，我们预测其销售继续持平或小幅增长。

表 1: 公司收入分拆关键假设的说明 (单位: 百万)

项目	2015A	2016E	2017E	2018E	备注
营业总收入	768	1,037	1,280	1,515	
制剂收入	411	625	807	984	
其中					
胸腺五肽	135	128	122	122	
特利加压素	133	232	348	453	
生长抑素	92	119	143	165	
去氨加压素	25	27	28	29	
卡贝缩宫素		70	105	137	
依替巴肽		20	30	45	
其他制剂	26	29	31	34	
客户肽	84	118	142	163	
原料药	53	74	88	102	
技术服务费	3	3	3	3	
药品包装组合	103	103	114	125	
器械类	111	111	122	134	
固体类	3	3	3	3	
收入增速	84.2%	35.0%	23.4%	18.4%	
制剂增速	25.7%	52.2%	29.2%	21.9%	
其中					
胸腺五肽	-6.9%	-5.0%	-5.0%	0.0%	招标降价压力大，但采用降价增量预计收入小幅下滑
特利加压素	44.0%	75.0%	50.0%	30.0%	销售团队及策略调整完成后快速增长
生长抑素	63.3%	30.0%	20.0%	15.0%	独家剂型，继续快速增长
去氨加压素	-15.8%	5.0%	5.0%	5.0%	基药品种，有望随基药招标放量后维持小幅增长
卡贝缩宫素	0.0%	0.0%	50.0%	30.0%	新产品，目前经销商预收款已达 7000 万，收入有望超预期
依替巴肽	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	新产品，随着学术推广稳步增长
其他制剂	641.4%	10.0%	10.0%	10.0%	
客户肽	34.4%	40.0%	20.0%	15.0%	格拉替雷和利拉鲁肽客户肽原料药海外需求快速增长
原料药	90.5%	40.0%	20.0%	15.0%	格拉替雷和利拉鲁肽客户肽原料药海外需求快速增长
技术服务费	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
药品包装组合	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	成纪 16 年消化经销商库存，未来小幅增长。目前保守预测，业绩有待观察
器械类	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	成纪 16 年消化经销商库存，未来小幅增长。目前保守预测，业绩有待观察
固体类	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	

注：黄色标亮部分为关键假设

资料来源：国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	187	187	219	342
应收款项	666	699	862	1020
存货净额	121	116	118	118
其他流动资产	5	6	8	9
流动资产合计	979	1008	1207	1490
固定资产	918	1186	1467	1761
无形资产及其他	373	359	346	332
投资性房地产	1167	1167	1167	1167
长期股权投资	109	109	109	109
资产总计	3546	3829	4295	4858
短期借款及交易性金融负债	100	100	100	100
应付款项	26	25	26	26
其他流动负债	293	258	304	348
流动负债合计	419	383	430	474
长期借款及应付债券	398	398	398	398
其他长期负债	92	92	92	92
长期负债合计	490	490	490	490
负债合计	909	873	919	964
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2637	2956	3376	3894
负债和股东权益总计	3546	3829	4295	4858

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.34	0.51	0.67	0.83
每股红利	0.08	0.15	0.20	0.25
每股净资产	2.96	3.32	3.79	4.38
ROIC	16%	15%	18%	19%
ROE	12%	15%	18%	19%
毛利率	81%	82%	83%	84%
EBIT Margin	48%	51%	53%	54%
EBITDA Margin	59%	62%	64%	65%
收入增长	83%	35%	23%	18%
净利润增长率	78%	49%	32%	23%
资产负债率	26%	23%	21%	20%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	55.8	37.5	28.4	23.0
P/B	6.5	5.8	5.0	4.4
EV/EBITDA	39.6	27.8	22.0	18.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	768	1037	1280	1515
营业成本	147	188	212	238
营业税金及附加	11	10	13	15
销售费用	110	156	192	227
管理费用	130	154	187	218
财务费用	30	20	19	17
投资收益	7	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(19)	(21)	(23)	(25)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	329	489	634	774
营业外净收支	9	28	48	68
利润总额	338	517	682	842
所得税费用	33	62	82	101
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	305	455	600	741

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	305	455	600	741
资产减值准备	16	6	5	6
折旧摊销	82	115	140	168
公允价值变动损失	19	21	23	25
财务费用	30	20	19	17
营运资本变动	(1286)	(58)	(115)	(110)
其它	(16)	(6)	(5)	(6)
经营活动现金流	(879)	532	648	824
资本开支	(433)	(396)	(435)	(479)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(542)	(396)	(435)	(479)
权益性融资	424	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(74)	(136)	(180)	(222)
其它融资现金流	633	0	0	0
融资活动现金流	908	(136)	(180)	(222)
现金净变动	(513)	0	33	122
货币资金的期初余额	700	187	187	219
货币资金的期末余额	187	187	219	342
企业自由现金流	(1302)	126	185	297
权益自由现金流	(669)	109	168	282

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				