

翰宇药业 (300199.SZ)

2017年3月7日

推出限制性股票激励计划，业绩目标高，未来三年有望高成长 增持（维持）

投资要点

一、事件

公司公告《第一期限限制性股票激励计划》(草案修订稿)，向激励对象授予不超过2,100万股限制性股票。

二、我们的观点

1、限制性股票业绩要求高，涉及范围广，彰显公司未来发展信心。

根据限制性股票激励计划(草案修订稿)，激励对象共计66人，包括公司董监高及核心技术人员。共发行股票数量2100万股，授予价格9.04元/股，涉及金额1.90亿元。

我们认为，公司高管及核心技术人员主动参与限制性股票，承诺业绩高，彰显了公司信心。公司在多肽领域研发多年，格拉替雷制剂、利拉鲁肽制剂目前都在申报中，两个大品种未来放量可期，有望带动公司未来三年高成长。

图表 1: 限制性股票参与人员及数量

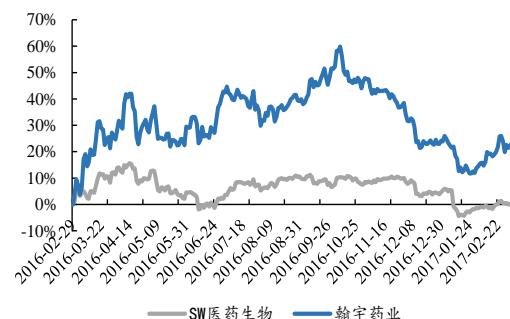
姓名	职务	授予数量(万)
袁建成	董事、总裁	180
陶安进	副总裁	60
YU PINXIANG	副总裁	60
CHEN SANYOU	副总裁	60
杨俊	副总裁	60
魏红	财务总监	60
朱文丰	董事、董秘、副总裁	60
刘剑	副总裁	60
其他管理人员、核心技术人员(58人)		1225
预留部分		275
合计(66人)		2100

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

证券分析师 全铭
执业资格证书号码: S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
010-66573567

证券分析师 焦德智
执业资格证书号码: S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn
021-60199780

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.20
一年最低价/最高价	14.69 / 23.54
市净率	5.74
流通 A 股市值(亿元)	101.82

基础数据

每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	21.90
总股本(亿股)	9.18
流通 A 股(亿股)	5.59

相关报告

《多肽原料药出口持续超预期，特利加压素有望进入国家医保目录》2016/10/29
《多肽原料药出口持续高增长，静待卡贝缩宫素招标放量》2016/08/05

图表 2: 限制性股票行权条件

	解除限售期	解锁比例	业绩考核指标
若 2017 年授予	2017	30%	2017 年公司营业收入不低于 12 亿元
	2018	25%	2018 年公司营业收入不低于 15 亿元
	2019	25%	2019 年公司营业收入不低于 19 亿元, 2018 年和 2019 年公司净利润合计不低于 13.5 亿元
	2020	20%	2020 年公司营业收入不低于 24 亿元, 2018 年、2019 年和 2020 年公司净利润合计不低于 24.5 亿元
	解除限售期	解锁比例	业绩考核指标
若 2018 年授予	2018	30%	2018 年公司营业收入不低于 15 亿元
	2019	40%	2019 年公司营业收入不低于 19 亿元, 2018 年和 2019 年公司净利润合计不低于 13.5 亿元
	2020	30%	2020 年公司营业收入不低于 24 亿元, 2018 年、2019 年和 2020 年公司净利润合计不低于 24.5 亿元

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2、特利加压素新进医保目录, 卡贝缩宫素、生长抑素取消使用限制, 三驾马车有望拉动国内制剂业务加速。

2017 年国家医保目录调整, 公司新进医保目录产品 3 个, 调整医保分类的产品 1 个, 取消限制和调整适应症的产品 5 个。其中我们尤其看好特利加压素、卡贝缩宫素及生长抑素三驾马车, 有望拉动国内制剂业务加速。

图表 3: 公司核心品种新进医保情况

品种	现在规模	潜在空间	竞争格局	17 年医保目录看点
特利加压素	~1.5 亿	10 亿	首仿	新进医保
卡贝缩宫素	~100 万	20 亿	主要与原研竞争, 国内 1 家竞争对手	取消“限抢救”的适应症限定范围
生长抑素	~800 万		独家规格 2mg	修改原适应症限定范围“限胰腺炎、食道静脉出血”为“限胰腺手术; 食道或胃静脉出血”

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3、海外制剂出口持续高增长, 预计 18 年利拉鲁肽原料药逐渐放量带动业绩高速增长。

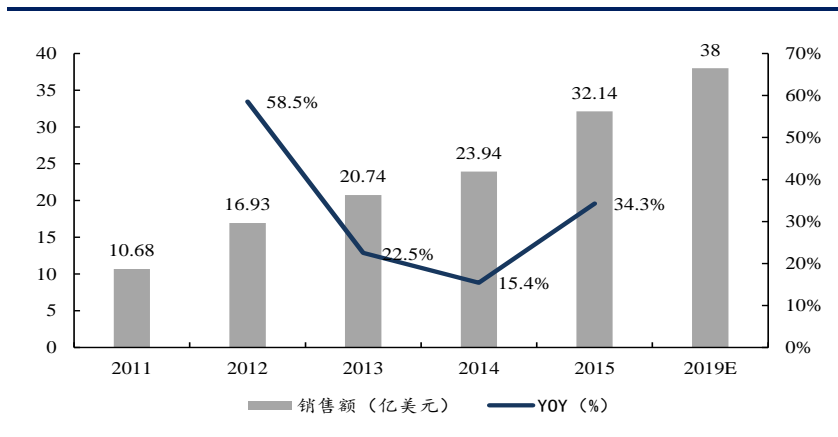
公司目前最具备看点、且最快实现效益的是利拉鲁肽原料药出口。利拉鲁肽是由诺和诺德公司研发, 目前有两个适应症 (II 型糖尿病和肥胖症, 两个适应症共享化合物和制剂专利保护), 化合物专利将于 2017 年 8 月 22 日到期。目前, 公司主要提供利拉鲁肽原料药, 公司的杂质处理方面优秀, 供货价远高于其他几家。我们预计 17 年 8 月专利到期后, 仿制药申报将带来原料药的需求放量, 预计 18 年将是公司原料药业绩的爆发年。

图表 4: 利拉鲁肽专利情况

	美国	中国
化合物专利	2017/8/22	2017/8/22
制剂专利	2025/8/13	无效
注射专利保护 (Victoza)	2019/1/28	2019/1/28
注射专利保护 (Saxenda)	2032/2/1	2029/10/21

资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图表 5: 利拉鲁肽全球销售额 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图表 6: 利拉鲁肽 DMF 信息

序号	编号	项目内容	持有者	注册时间
1	27215	利拉鲁肽、非无菌、原料药成分	Ambiopharm Inc	2013/06/12
2	29711	利拉鲁肽	Alp Pharm Beijing Co Ltd	2015/9/10
3	29302	利拉鲁肽	Chengdu Shengnuo Biopharma Co Ltd	2015/10/07
4	30095	利拉鲁肽、非无菌、原料药成分	Hybio Pharmaceutical Co Ltd	2015/12/07

资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

三、投资建议:

考虑到成纪资产减值, 我们下调盈利预测, 预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.49 元、0.70 元, 对应 PE 分别为 37 倍、26 倍。公司深耕多肽领域, 业务具备爆发力, 业绩超预期可能性高。我们维持“买入”评级。

四、风险提示:

成纪商誉减值超预期, 海外原料药业务低于预期, 国内招标进度低于预期。

翰宇药业 (300199) 主要财务数据及估值 (百万元)

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	768	882	1194	1525	毛利率	81%	83%	83%	83%
营业成本	147	152	205	262	三费/销售收入	35%	36%	32%	32%
营业税金及附加	11	13	17	22	EBIT/销售收入	48%	42%	45%	49%
营业费用	110	145	179	229	EBITDA/销售收入	59%	66%	63%	60%
管理费用	130	159	203	259	销售净利率	40%	34%	38%	42%
财务费用	30	16	5	(7)	ROE	12%	10%	14%	17%
资产减值损失	19	40	50	0	ROA	11%	11%	13%	17%
投资收益	7	0	0	0	ROIC	36%	10%	18%	22%
营业利润	329	357	534	759	销售收入增长率	83%	15%	35%	28%
其他非经营损益	9	0	0	0	EBIT 增长率	96%	1%	44%	40%
利润总额	338	357	534	759	EBITDA 增长率	106%	28%	28%	22%
所得税	33	54	80	114	净利润增长率	78%	-1%	50%	42%
净利润	305	303	454	645	总资产增长率	113%	0%	19%	10%
少数股东损益	0	0	0	0	股东权益增长率	103%	10%	14%	18%
归属母公司股东净利润	305	303	454	645	经营营运资本增长率	177%	-56%	260%	-32%
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	22%	14%	17%	12%
货币资金	41	776	805	1841	投资资本/总资产	91%	75%	72%	55%
应收和预付款项	671	255	999	602	带息债务/总负债	67%	86%	57%	76%
存货	121	46	180	109	流动比率	243%	1714%	660%	2046%
其他流动资产	0	0	0	0	速动比率	208%	1640%	600%	1958%
长期股权投资	109	109	109	109	股利支付率	15%	10%	10%	10%
固定资产和在建工程	918	769	611	503	收益留存率	85%	90%	90%	90%
无形资产和开发支出	1397	1342	1287	1232	总资产周转率	23%	26%	30%	34%
其他非流动资产	124	77	30	30	固定资产周转率	91%	115%	195%	303%
资产总计	3381	3374	4021	4426	应收账款周转率	116%	371%	122%	265%
短期借款	100	0	0	0	存货周转率	121%	328%	114%	241%
应付和预收款项	237	58	296	120	EBIT	368.47	373.12	539.14	752.56
长期借款	398	398	398	398	EBITDA	455.03	583.66	749.67	915.85
其他负债	8	8	8	8	NOPLAT	322.93	317.15	458.27	639.67
负债合计	744	464	702	526	净利润	305.34	303.24	453.91	645.50
股本	890	890	890	890	EPS	0.332	0.330	0.494	0.703
资本公积	996	996	996	996	BPS	2.872	3.169	3.614	4.247
留存收益	751	1024	1433	2014	PE	54.74	55.12	36.82	25.89
归属母公司股东权益	2637	2910	3319	3900	PEG	1.93	N/A	N/A	N/A
少数股东权益	0	0	0	0	PB	6.34	5.74	5.04	4.29
股东权益合计	2637	2910	3319	3900	PS	21.76	18.96	14.00	10.96
负债和股东权益合计	3381	3374	4021	4426	PCF	120.52	18.96	210.52	15.28
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E	EV/EBIT	45.15	42.35	29.26	19.59
经营性现金净流量	139	881	79	1094	EV/EBITDA	36.56	27.08	21.05	16.10
投资性现金净流量	(1123)	0	0	0	EV/NOPLAT	51.52	49.83	34.43	23.05
筹资性现金净流量	467	(147)	(50)	(58)	EV/IC	5.41	6.28	5.44	6.03
现金流量净额	(514)	735	29	1036	ROIC-WACC	36.13%	9.40%	17.43%	21.14%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>