

2017年08月17日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

18.0

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2017/8/17)	15.51		
深证成指(2017/8/17)	10653.73		
股价 12 个月高/低	23.39/14.16		
总发行股数(百万)	934.69		
A 股数(百万)	562.68		
A 市值(亿元)	87.27		
主要股东	曾少贵 (25.36%)		
每股净值(元)	3.94		
股价/账面净值	3.94		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.8	5.1	-21.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

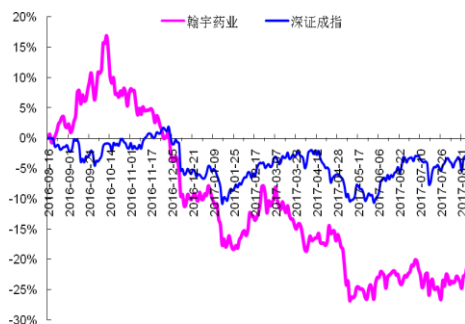
产品组合

制剂	39.5%
原料药	14.0%
器械及包装	33.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.3%
一般法人	4.3%

股价相对大盘走势



翰宇药业(300199.SZ)

buy 买入

制剂业务恢复，原料药业务即将放量

结论与建议：

- 公司业绩：**公司2017H1实现营业收入4.8亿元，YOY+39.4%，录得净利润1.6亿元，同比增长44.8%，折合ESP 为0.17元，公司业绩处在业绩预告的中位，符合预期。其中公司Q2单季实现营业收入2.7亿元，YOY+55.1%，录得净利润0.8亿元，YOY+57.2%。
- 国内制剂恢复，原料药继续大幅增长，成纪药业经营继续好转：**上半年公司国内制剂业务恢复较为明显，营收同比增长 19.7%，其中特利加压素上半年实现营收 1.0 亿元，YOY+49.1%；生长抑素上半年实现营收 0.56 亿元，YOY+33.6%；去氨加压素上半年实现营收 0.17 亿元，YOY+52.1%。此外受益于重磅产品利拉鲁肽、格拉替雷专利到期及客户制剂产品注册工作的有序推进，公司下游制剂企业对公司多肽原料药需求不断提升，从而带动公司上半年原料药业务实现销售收入 0.96 亿元，YOY 继续大幅增长 80.41%。成纪药业经营继续好转，实现营收 1.6 亿元（其中医疗器械业务实现营收 1.2 亿元，YOY+121.3%），录得净利 1.0 亿元，预计今年将有希望完成 2.4 亿的业绩承诺。
- 毛利率提升，销售费用率增加：**受益于出口原料药及高毛利的特利加压素营收占比增加，公司综合毛利率同比提升 0.9 个百分点。由于公司新品的学术推广力度增加，公司销售费用率同比提升 2.7 个百分点至 24.4%，但得益于管理费用率及财务费用率的下降，公司期间费用率实际同比下降 3.1 个百分点至 41.5%。
- 医保助力制剂业务增长，原料药即将放量：**公司特利加压素、依替巴肽均已纳入新版医保，去氨加压素由乙类变为甲类，卡贝缩宫素、生长抑素等产品取消或调整了适应症范围，预计随着下半年招标的落实后，公司国内制剂业务将会实现较快的增长。原料业务部分我们认为随着重磅产品申报黄金期的到来，下游制剂企业对公司的原料药产品需求量将会进一步扩大，并且在未来仿制药上市后，公司原料药的需求量将会成倍增长。公司更新的股权激励计划考核要求为 2017 至 2020 年营收分别不低于 12/15/19/24 亿元，2018 年和 2019 年净利润合计不低于 13.5 亿，2018-2020 年净利润不低于 24.5 亿元，可以看出公司对未来业绩的增长也充满了信心。
- 盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2017/2018 年实现净利润 4.1 亿元（YOY+39%）/5.6 亿元（YOY+39%），EPS 分别为 0.43 元/0.60 元，对应 PE 分别为 36 倍/26 倍。国内制剂业务将继续增长，海外原料药需求将会扩大，目前估值相对合理，维持“买入”投资建议。

年度截止 12月 31 日		2014	2015	2016E	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	172	305	292	405	563
同比增减	%	32.04	77.98	-4.39	38.82	38.89
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.43	0.34	0.33	0.43	0.60
同比增减	%	34.38	-20.93	-2.94	31.39	38.89
市盈率(P/E)	X	36.07	45.62	47.00	35.77	25.75
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.03	0.10	0.05	0.07
GON 股息率 (Yield)	%	0.64	0.16	0.64	0.34	0.47

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
营业收入	419	768	855	1201	1586
经营成本	72	147	169	233	300
营业税金及附加	5	11	12	19	25
销售费用	74	110	181	294	388
管理费用	82	130	132	181	235
财务费用	1	30	37	25	26
资产减值损失	3	19	49	53	55
投资收益	0	7	3	4	5
营业利润	183	329	278	400	563
营业外收入	4	12	35	35	40
营业外支出	1	3	4	5	5
利润总额	186	338	309	430	598
所得税	15	33	17	25	35
少数股东损益	0			0	0
归属于母公司所有者的净利润	172	305	292	405	563

## 附二：合并资产负债表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
货币资金	700	187	881	1013	1165
应收账款	186	618	732	879	1054
存货	49	121	137	130	123
流动资产合计	991	979	1842	2210	2652
长期股权投资	0	109	115	149	194
固定资产	350	846	855	941	1035
在建工程	188	72	110	132	158
非流动资产合计	707	2567	2615	3008	3459
资产总计	1697	3546	4457	5218	6111
流动负债合计	118	419	331	397	477
非流动负债合计	283	490	522	542	564
负债合计	401	909	852	939	1041
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1296	2637	3605	4278	5070
负债及股东权益合计	1697	3546	4457	5218	6111

## 附三：合并现金流量表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	153	139	296	326	359
投资活动产生的现金流量净额	-85	-1123	-131	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	184	467	524	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	252	-514	695	-3074	-3041

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。