翰宇药业（300199）

公司研究/简评报告

AMW 并购落实，海外布局再下一城

— 对外投资点评

简评报告/医药　　2018 年 06 月 15 日

一、事件概述

6 月 14 日，公司发布公告：公司参与设立的投资管理基金共青城磐亿基金近日与上海云锋麒泰签署协议成立深圳源石生物，同时深圳源石通过 100%全资控股的德国孙公司海云公司并购 AMW GmbH 全部 16.8 万股股份。

二、分析与判断

➢ **两期交割完成收购，收购总价 1.2~1.5 亿欧元**

本次收购将分两期进行交割，在全面摊薄的基础上，首次交割的股份约占 AMW 流通股本权益的 49%，第二次交割的股份约占 51%。海云公司将期权授予 AMW 的其中一名股东 eTheris，eTheris 将在第二次交割后保留其当前股权的 10%。收购总价在 1.2~1.5 亿欧元之间（原则上 1.5 亿欧元，根据 AMW 业绩完成情况在实际交割时向上或向下调整 0.3 亿欧元），总交易对价分为两个交割期支付。

➢ **专注高端缓控释制剂，协同公司现有业务，促进海外市场布局**

AMW 位于德国巴伐利亚州瓦恩高市，主营业务为先进给药制剂产品的开发、生产和销售，包括如透皮给药缓释贴片、皮下生物可降解缓释植入剂等高端缓控释制剂产品，覆盖了生殖系统肿瘤、神经性疾病、皮肤病、糖尿病、镇痛等潜力领域，目前已有戈舍瑞林植入剂、亮丙瑞林植入剂、丁丙诺啡透皮贴剂、卡巴拉汀透皮贴剂和夜间修复疤痕贴等重磅品种上市销售，研发管线亦有丰富储备。AMW 的技术有效改进了患者的用药依从性，未来应用前景广泛；公司获得相关技术，一方面有助于多肽药物新型给药方式的探索，搭建药物缓控释领域平台，且和公司此前自科信必成获得的口服缓控释制剂形成协同，另一方面有望加速公司在全球医疗领域的产业布局，有利于公司海外业务的发展。

➢ **海外业务蓄势待发，国内业务反弹，公司步入回升轨道**

公司业绩步入回升轨道。海外业务即将进入加速增长期，利拉鲁肽原料药订单充足，19 年仿制药上市后原料药的级别转换促进需求跨越式增长；格拉替雷申报进展顺利，有望 19 年下半年上市。国内业务逐步回暖，随着地方医保对接逐步落实，特利加压素和依替巴肽有望加速增长；缩宫素质量和原料药资源优势显著，现处于强势上量阶段；卡贝缩宫素、去氨加压素受益医保调整，销量稳步增长。研发梯队进展顺利，打造未来成长空间，利拉鲁肽即将展开临床，有望首仿上市；西曲瑞克、阿托西班、曲美他嗪缓释片等品种均有望今年上市，特立帕肽预计年底展开临床。此外，公司充分布局注射剂一致性评价，有望凭借自身技术优势和原料药资源占得先机。

三、盈利预测与投资建议

本次收购与公司现有业务协同，促进海外产业布局。公司海外业务进入窗口期，国内业务反弹，数个重磅在研品种和一致性评价打造未来业绩弹性。预计 18~20 年 EPS 0.54、0.91、1.17 元；对应 PE 为 30X、18X 和 14X，18 年 PE 低于化药行业 PE，维持“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

国内制剂销售不及预期；海外原料药销售不及预期；研发进程不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,246	1,541	1,948	2,476
增长率（%）	45.8%	23.7%	26.4%	27.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	330	501	853	1,098
增长率（%）	12.9%	51.9%	70.3%	28.7%
每股收益（元）	0.36	0.54	0.91	1.17
PE（现价）	44.4	29.9	17.5	13.6
PB	3.8	3.6	3.1	2.6

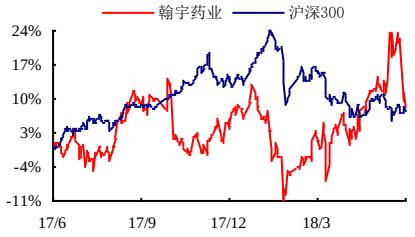
资料来源：公司公告、民生证券研究院

谨慎推荐　维持评级

当前价格（元）：16.00 元

交易数据	2018-6-14
近 12 个月最高/最低	18.22/13.55
总股本（百万股）	934.69
流通股本（百万股）	564.28
流通股比例（%）	60%
总市值（亿元）	149.55
流通市值（亿元）	90.28

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号：S0100517080005

电话：021-60876722

邮箱：xiaohanshan@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

相关研究

1.《翰宇药业（300199）：业绩符合预期，看好国内制剂逐步加速放量》20180426

2.《翰宇药业（300199）：血糖监测手环完成 3 期临床，逐步完善糖尿病产业链布局》2180411

3.《翰宇药业（300199）：主力品种步入放量期，海外研发双重布局》20180316

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,246	1,541	1,948	2,476
营业成本	197	239	245	280
营业税金及附加	22	27	34	44
销售费用	409	438	449	596
管理费用	206	257	298	378
EBIT	413	580	922	1,178
财务费用	16	25	21	17
资产减值损失	59	31	4	7
投资收益	0	2	2	2
营业利润	354	527	898	1,156
营业外收支	(4)	5	8	11
利润总额	351	532	906	1,166
所得税	21	31	53	68
净利润	330	501	853	1,098
归属于母公司净利润	330	501	853	1,098
EBITDA	513	671	1,007	1,262

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1268	1769	2256	2946
应收账款及票据	1130	1238	1552	1979
预付款项	5	9	9	9
存货	143	169	175	199
其他流动资产	16	16	16	16
流动资产合计	2599	3243	4075	5249
长期股权投资	110	114	114	114
固定资产	803	752	747	743
无形资产	331	271	250	233
非流动资产合计	2699	2632	2583	2520
资产合计	5298	5875	6657	7769
短期借款	320	320	320	320
应付账款及票据	49	66	75	95
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	865	1132	1246	1447
长期借款	256	251	253	253
其他长期负债	292	292	292	292
非流动负债合计	548	544	546	546
负债合计	1413	1676	1792	1993
股本	935	935	935	935
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3885	4199	4865	5776
负债和股东权益合计	5298	5875	6657	7769

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	45.8%	23.7%	26.4%	27.1%
EBIT 增长率	14.6%	40.5%	58.9%	27.8%
净利润增长率	12.9%	51.9%	70.3%	28.7%
盈利能力				
毛利率	84.2%	84.5%	87.4%	88.7%
净利润率	26.5%	32.5%	43.8%	44.3%
总资产收益率 ROA	6.2%	8.5%	12.8%	14.1%
净资产收益率 ROE	8.5%	11.9%	17.5%	19.0%
偿债能力				
流动比率	3.0	2.9	3.3	3.6
速动比率	2.8	2.7	3.1	3.5
现金比率	1.5	1.6	1.8	2.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	265.9	273.3	270.8	271.7
存货周转天数	259.1	257.2	261.2	259.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.5	0.9	1.2
每股净资产	4.2	4.5	5.2	6.2
每股经营现金流	0.2	0.6	0.8	1.0
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	44.4	29.9	17.5	13.6
PB	3.8	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	28.2	20.8	13.4	10.1
股息收益率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	330	501	853	1,098
折旧和摊销	160	121	90	91
营运资金变动	(290)	(69)	(236)	(290)
经营活动现金流	214	581	733	922
资本开支	221	39	28	11
投资	(1)	(4)	(0)	(0)
投资活动现金流	(223)	(41)	(26)	(9)
股权募资	148	0	0	0
债务募资	356	(4)	2	0
筹资活动现金流	408	(39)	(220)	(222)
现金净流量	398	501	486	690

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。