

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

翰宇药业(300199)

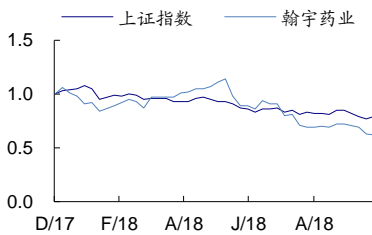
增持

2018年三季度报点评

(维持评级)

2018年10月29日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	928/553
总市值/流通(百万元)	9,228/5,498
上证综指/深圳成指	2,599/7,505
12个月最高/最低(元)	19.63/8.96

相关研究报告:

《翰宇药业-300199-2018年半年报点评:业绩符合预期,静待出口放量》——2018-08-09

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

联系人: 张智聪

电话: 021-60933151

E-MAIL: zhangzhicong@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

海外业务高增长,成纪药业拖累业绩

● 三季度业绩低于预期,经营状况有所改善

2018年前三季度公司实现营业收入9.05亿(+26.67%),归母净利润2.94亿(+25.27%),经营性现金流净额1.93亿。其中,第三季度营业收入2.58亿(+9.63%),归母净利润0.84亿(+13.03%),业绩低于预期。三季报应收账款11.04亿,比中报减少1.35亿元,经营状况有所改善。

● 海外出口业务保持高增长,武汉基地进入试运行阶段

前三季度海外市场实现营业收入2.72亿(+70.28%),对应第三季度实现营业收入1.01亿,保持高增长。海外订单主要来自于利拉鲁肽仿制药申报客户。公司争取在2018年底向FDA提交格拉替雷ANDA申报材料,以早日实现制剂出口。武汉生产基地进入试运行阶段,未来可缓解原料药产能压力。

● 国内制剂增长有所放缓,成纪药业拖累业绩

前三季度国内制剂产品实现营业收入4.64亿元(+50.88%),对应第三季度收入1.22亿,相比前两个季度增速放缓。主要是由于2017年下半年实行两票制后低开转高开,前三季度公司销售费用3.56亿(+86.45%),推动营业收入大幅增加,而三季报销售费用率39.33%(+12.61pct),与中报持平,说明销售模式转换的影响已逐步淡化。预计特利加压素和生长抑素增速在20%左右,去氨加压素在10%左右增长,胸腺五肽仍处于下滑趋势。卡贝缩宫素、依替巴肽等基数较小,随各地招标工作推进,有望贡献部分业绩。成纪药业的器械类产品和药品组合包装前三季度收入分别为0.99亿(-42.86%)和0.64亿(-7.95%)低于预期,拖累业绩。前三季度公司研发投入5565.70万元(+9.50%),利拉鲁肽3.1类仿制药有望在年内完成BE试验,2019年有望获批。未来随着利拉鲁肽等注射剂新品种上市,有望带动成纪药业注射笔等业务收入改善。

● 风险提示

药品招标降价;海外出口业绩低于预期;在研产品研发进展低于预期。

● 投资建议

公司国内经营状况改善,多肽原料药出口有望放量,我们预计2018-2020年归母净利润4.70/6.04/8.14亿,对应EPS为0.50/0.65/0.87元,对应PE为20.6/15.0/11.0倍,维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	855	1,246	1,511	1,923	2,372
(+/-%)	11.3%	45.8%	21.2%	27.3%	23.3%
净利润(百万元)	292	330	448.12	615.78	841.67
(+/-%)	-4.4%	12.9%	35.9%	37.4%	36.7%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.36	0.48	0.66	0.91
EBIT Margin	42.2%	33.1%	31.5%	36.2%	39.6%
净资产收益率(ROE)	8.1%	8.5%	10.7%	13.3%	16.1%
市盈率(PE)	31.3	28.0	20.6	15.0	11.0
EV/EBITDA	22.1	20.9	18.0	12.4	9.5
市净率(PB)	2.53	2.38	2.20	1.99	1.77

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

**表 1: 翰宇药业业绩拆分和关键假设**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2
总营业收入	768.26	855.05	1246.23	1506.67	1912.50	2432.75				
增速		11.30%	45.75%	20.90%	26.94%	27.20%				
国内制剂	410.59	337.79	621.70	831.67	972.50	1147.75				
增速		-17.73%	84.05%	33.77%	16.93%	18.02%				
特利加压素	132.63	139.18	212.25	272.34	354.04	460.25	101.94	110.31	123.42	148.9185
增速		4.94%	52.50%	28.31%	30.00%	30.00%			21.07%	35.00%
生长抑素	91.89	87.06	188.94	255.35	306.42	367.70	56.11	132.83	89.31	166.0375
增速		-5.26%	117.02%	35.15%	20.00%	20.00%			59.17%	25.00%
胸腺五肽	134.74	39.28	117.67	139.80	125.82	106.95	40.69	76.98	58.97	80.829
增速		-70.85%	199.57%	18.81%	-10.00%	-15.00%			44.93%	5.00%
去氧加压素	25.41	24.58	52.83	60.20	66.22	72.85	17.69	35.14	21.55	38.654
增速		-3.27%	114.93%	13.96%	10.00%	10.00%			21.82%	10.00%
其他制剂	25.92	47.68	50.01	103.98	120	140	-10.54	60.55	48.98	55
原料药出口收入 (客户肽+原料药)	137.07	230.68	274.38	360	600	900	115.89	158.49	168.34	
增速		68.29%	18.94%	31.20%	66.67%	50.00%				
成纪药业收入	257.93	291.9	352.45	315	340	385				
器械类	111.08	156.98	210.56	180	200	240				
药品组合包装产品	103.3	124.74	133.78	130	135	140				
固体类	3	3.62	3.39	3	3	3				
技术服务费	3.22	1.25		2	2	2				
其他业务			2.42							

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理。2017H2和2018H1受低开转高开影响,收入增速大于净利润增速(实际可比增速),2018H2开始逐渐恢复正常。胸腺五肽受辅助用药限制,预计未来两年仍然承压。

**表 2: 国内原料药出口企业估值对比**

代码	公司简称	股价 10/28	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (18E)	投资评 级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
600521	华海药业	11.57	145	0.51	0.49	0.73	0.98	22.6	23.6	15.8	11.8	13.1	1.0	买入
002019	亿帆医药	9.82	119	1.08	0.79	0.83	1.02	9.1	12.5	11.9	9.6	26.8	-6.7	未评级
300199	翰宇药业	9.94	92	0.36	0.48	0.66	0.91	28.0	20.6	15.0	11.0	8.5	0.6	增持
300630	普利制药	49.99	92	0.54	0.97	1.84	2.95	93.1	51.7	27.2	17.0	14.6	0.7	未评级
300497	富祥股份	15.51	35	0.79	1.03	1.28	1.56	19.6	15.0	12.1	9.9	19.9	0.6	未评级

资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理、预测(未评级公司数据采用万得一致预期)

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1268	1291	976	1179	营业收入	1246	1511	1923	2372
应收款项	1167	1415	1802	2223	营业成本	197	198	244	295
存货净额	143	115	147	194	营业税金及附加	22	23	28	33
其他流动资产	20	24	31	38	销售费用	409	589	692	806
<b>流动资产合计</b>	<b>2599</b>	<b>2845</b>	<b>2956</b>	<b>3633</b>	管理费用	206	225	263	298
固定资产	1060	1082	1019	903	财务费用	16	(32)	2	4
无形资产及其他	331	318	305	291	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1198	1198	1198	1198	资产减值及公允价值变动	(59)	(42)	(50)	(51)
长期股权投资	110	120	130	140	其他收入	17	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5298</b>	<b>5563</b>	<b>5608</b>	<b>6166</b>	营业利润	354	466	644	884
短期借款及交易性金融负债	320	140	277	204	营业外净收支	(4)	10	10	10
应付款项	49	40	51	68	<b>利润总额</b>	<b>351</b>	<b>476</b>	<b>654</b>	<b>894</b>
其他流动负债	496	627	82	97	所得税费用	21	28	39	53
<b>流动负债合计</b>	<b>865</b>	<b>807</b>	<b>410</b>	<b>369</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	455	455	455	455	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>330</b>	<b>448</b>	<b>616</b>	<b>842</b>
其他长期负债	93	103	113	123					
<b>长期负债合计</b>	<b>548</b>	<b>558</b>	<b>568</b>	<b>578</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1413</b>	<b>1365</b>	<b>979</b>	<b>947</b>	净利润	330	448	616	842
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	11	16	(3)	(7)
股东权益	3885	4199	4630	5219	折旧摊销	96	112	129	136
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5298</b>	<b>5563</b>	<b>5608</b>	<b>6166</b>	公允价值变动损失	59	42	50	51
					财务费用	16	(32)	2	4
关键财务与估值指标					营运资本变动	(167)	(76)	(952)	(440)
每股收益	0.36	0.48	0.66	0.91	其它	(11)	(16)	3	7
每股红利	0.14	0.14	0.20	0.27	<b>经营活动现金流</b>	<b>319</b>	<b>526</b>	<b>(157)</b>	<b>588</b>
每股净资产	4.18	4.52	4.99	5.62	资本开支	(115)	(180)	(100)	(50)
ROIC	10%	11%	14%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	11%	13%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(110)</b>	<b>(190)</b>	<b>(110)</b>	<b>(60)</b>
毛利率	84%	87%	87%	88%	权益性融资	148	0	0	0
EBIT Margin	33%	32%	36%	40%	负债净变化	236	0	0	0
EBITDA Margin	41%	39%	43%	45%	支付股利、利息	(128)	(134)	(185)	(253)
收入增长	46%	21%	27%	23%	其它融资现金流	(185)	(180)	137	(73)
净利润增长率	13%	36%	37%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>179</b>	<b>(314)</b>	<b>(48)</b>	<b>(325)</b>
资产负债率	27%	25%	17%	15%	<b>现金净变动</b>	<b>388</b>	<b>22</b>	<b>(315)</b>	<b>203</b>
息率	1.4%	1.5%	2.0%	2.7%	货币资金的期初余额	881	1268	1291	976
P/E	28.0	20.6	15.0	11.0	货币资金的期末余额	1268	1291	976	1179
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	203	304	(268)	529
EV/EBITDA	20.9	18.0	12.4	9.5	权益自由现金流	255	155	(132)	453

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032