

投资评级：推荐（首次）

分析师

赵浩然 0755-83511405

Email: zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号: S1070515110002

联系人（研究助理）:

彭学龄 0755-83515471

Email: pengxueling@cgws.com

从业证书编号: S1070115090023

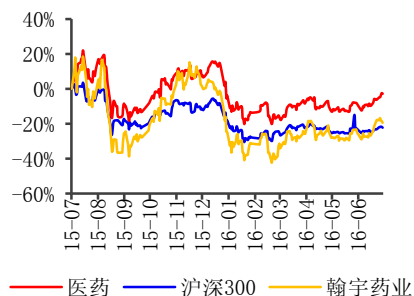
市场数据

目前股价	20.25
总市值（亿元）	180.23
流通市值（亿元）	172.93
总股本（万股）	89,002
流通股本（万股）	85,398
12 个月最高/最低	30.71/14.34

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	1080	1430	1770
(+/-%)	40.6%	32.4%	23.8%
净利润	438	582	719
(+/-%)	43.5%	32.9%	23.5%
摊薄 EPS	0.49	0.65	0.81
PE	41.14	30.95	25.07

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

原料药制剂国际化初具雏形

——翰宇药业（300199）公司调研简报

投资建议

公司制剂品种多元化，整体制剂业绩稳中有升；随着未来利拉鲁肽仿制药的上市，原料药出口将逐步放量，公司原料药+制剂国际化路线初具雏形；成纪药业整合完成，业绩保持平稳。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.49 元、0.65 元和 0.81 元，对应 PE 为 41X、31X 和 25X，给予“推荐”评级。

投资要点

■ 制剂多品种齐头并进

特利加压素为国内首仿，只有辉凌一家竞争对手，学术推广模式有助于放量，仍处于高速增长期；生长抑素为治疗性用药，其中 2mg 为独家规格，价格体系维护较好，将补齐胸腺五肽辅助性用药缺口，逐步替代奥曲肽市场份额，业绩稳步增长；去氨加压素作为基药，有望受益于分级诊疗政策，在基层市场中放量；新品种依替巴肽正进行市场推广，积极参与各地招标；下半年国家招标启动，缩宫素和卡贝缩宫素将逐步放量。整体上看，公司制剂品种多元化，营收和利润稳中有升。

■ 原料药和制剂国际化路线初具雏形

2015 年公司利拉鲁肽和格拉替雷原料药获得美国 DMF 文号，其中利拉鲁肽原研将于 2017 年到期，格拉替雷原研 2014 年专利到期，国外企业纷纷进行仿制药申报，注册验证的原料药需求使得一季度公司原料药出口业务抢眼。2015 年格拉替雷原研销售额为 40 亿美元，利拉鲁肽原研约 32 亿美元，仿制药的上市将使得公司原料药逐步放量，业绩弹性大。

公司正积极推进格拉替雷美国 ANDA 申报，并计划明年进行利拉鲁肽 ANDA 申报，同时布局生长抑素、卡贝缩宫素等品种在欧美等国家的注册申报，原料药+制剂国际化路线初具雏形。

■ 成纪药业整合完成，业绩保持平稳

公司已完成对成纪药业组织架构的调整，总部直接进行销售、人力资源和财务管理，员工队伍保持稳定。成纪药业生产车间自动化改造基本完成，主要产品包括医疗器械（卡氏注射笔、卡氏注射架）和药品组合包装，其中“二合一”产品将积极与肿瘤制药企业合作，实现打包招标。与去年同期相对，产品招标进展较为顺利。随着成纪药业管理和生产的整合完成，未来业绩有望保持平稳。

■ 风险提示：利拉鲁肽仿制药注册进度不及预期；国内招标进度不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	419	768	1080	1430	1770	成长性					
营业成本	72	147	227	328	423	营业收入增长	39.2%	83.2%	40.6%	32.4%	23.8%
销售费用	74	110	151	193	230	营业成本增长	55.7%	103.9%	54.4%	44.9%	28.7%
管理费用	82	130	162	214	266	营业利润增长	28.9%	79.4%	53.8%	33.5%	23.8%
财务费用	1	30	5	-14	-21	利润总额增长	26.0%	81.6%	52.3%	32.9%	23.5%
投资净收益	0	7	0	0	0	净利润增长	32.0%	78.0%	43.5%	32.9%	23.5%
营业利润	183	329	506	676	836	盈利能力					
营业外收支	3	9	9	9	9	毛利率	82.8%	80.9%	79.0%	77.0%	76.1%
利润总额	186	338	515	685	846	销售净利率	40.9%	39.7%	40.6%	40.7%	40.6%
所得税	15	33	77	103	127	ROE	13.2%	11.6%	9.4%	11.3%	12.4%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	22.8%	33.2%	14.0%	18.3%	19.6%
净利润	172	305	438	582	719	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	17.6%	14.3%	14.0%	13.5%	13.0%
流动资产	896	833	2805	3572	4125	管理费用/营业收入	19.4%	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%
货币资金	605	41	2194	2289	3043	财务费用/营业收入	0.3%	3.9%	0.4%	-1.0%	-1.2%
应收账款	242	671	469	1044	831	投资收益/营业利润	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	49	121	141	239	250	所得税/利润总额	7.9%	9.8%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	0	0	0	0	0	应收账款周转率	1.77	1.16	2.46	1.41	2.25
非流动资产	692	2547	2377	2315	2239	存货周转率	1.48	1.21	1.61	1.38	1.69
固定资产	538	918	797	786	769	流动资产周转率	0.38	0.28	0.27	0.29	0.32
资产总计	1588	3381	5182	5887	6363	总资产周转率	0.26	0.23	0.21	0.24	0.28
流动负债	89	337	102	310	172	偿债能力					
短期借款	0	100	0	0	0	资产负债率	18.4%	22.0%	9.8%	12.2%	9.1%
应付款项	89	237	102	310	172	流动比率	9.64	2.43	26.26	11.34	23.38
非流动负债	203	406	406	406	406	速动比率	9.12	2.08	24.94	10.59	21.96
长期借款	0	398	398	398	398	每股指标 (元)					
负债合计	292	744	508	716	578	EPS	0.19	0.34	0.49	0.65	0.81
股东权益	1296	2637	4674	5171	5785	每股净资产	1.46	2.96	5.25	5.81	6.50
股本	400	890	961	961	961	每股经营现金流	0.28	-0.58	2.42	0.11	0.85
留存收益	479	751	1126	1623	2237	每股经营现金/EPS	1.47	-1.68	4.91	0.16	1.05
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1588	3381	5182	5887	6363	PE	105.05	59.03	41.14	30.95	25.07
现金流量表	(百万)					PEG	2.09	1.79	0.77	0.67	0.63
经营活动现金流	896	833	2805	3572	4125	PB	13.90	6.83	3.86	3.49	3.12
其中营运资本减少	605	41	2194	2289	3043	EV/EBITDA	35.16	40.65	26.59	21.37	16.96
投资活动现金流	242	671	469	1044	831	EV/SALES	18.54	24.07	16.54	12.47	9.69
其中资本支出	49	121	141	239	250	EV/IC	7.99	5.95	5.82	5.04	4.94
融资活动现金流	0	0	0	0	0	ROIC/WACC	0.23	0.33	0.13	0.18	0.19
净现金总变化	692	2547	2377	2315	2239	REP	34.97	17.93	43.68	28.34	25.99

研究员介绍及承诺

赵浩然：南开大学理学学士，天津大学理学硕士，曾在医药化工行业工作四年，2011-2015 年在中航证券金融研究所工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

彭学龄：中山大学理学硕士，2011-2015 年在深圳国家高新技术产业创新中心工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cgws.com>