

投资评级：推荐（维持）

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

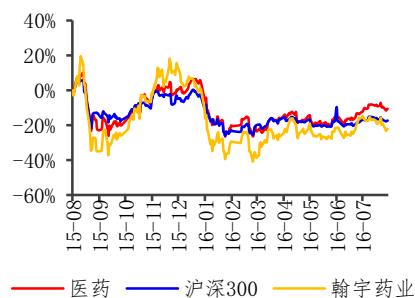
从业证书编号:S1070115090023

市场数据

目前股价	19.07
总市值（亿元）	169.73
流通市值（亿元）	162.85
总股本（万股）	89,002
流通股本（万股）	55,943
12 个月最高/最低	30.49/14.34

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万)	1080	1430	1770
(+/-%)	40.6%	32.4%	23.8%
净利润 (百万)	438	582	719
(+/-%)	43.5%	32.9%	23.5%
EPS	0.49	0.65	0.81
PE	38.74	29.15	23.61

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

业绩平稳增长，原料药持续放量

——翰宇药业（300199）2016 年中报点评

投资建议

公司整体业绩保持平稳增长，其中制剂业务逐步回暖，原料药有望持续放量，制剂国际化持续推进，成纪药业完成整合，业绩保持平稳；公司定增获批，实际控制人和高管参与，目前股价低于定增价 23.3 元。不考虑增发摊薄，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 39X、29X 和 24X，维持“推荐”评级。

投资要点

■ 业绩整体平稳增长，制剂业务逐步回暖

公司 2016 年上半年营收 3.44 亿元，同比增长 29.43%，实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 23.37%，EPS0.12 元，基本符合预期；分拆看，上半年制剂收入 1.72 亿元，同比小幅下降 5.37%，二季度制剂收入 9,419 万元，环比增长 20.94%，制剂销售情况逐步向好。

1) 受原料药采购成本升高和国家辅助用药医保控费影响，注射用胸腺五肽同比下滑 25.03%，随着公司调整销售策略，二季度环比实现快速增长，下半年有望缩小市场下跌幅度；2) 注射用特利加压素同比增长 35.08%，品种目前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；3) 注射用生长抑素同比下降 14.89%，公司重点推广 2mg 独家规格，价格体系维护较好，下半年仍有望实现增长；4) 去氨加压素收入同比下降 17.6%，随着地方基药招标工作进程的展开和分级诊疗的推行，有望敲开基层市场。

我们认为，随着下半年国家招标陆续启动，新品种依替巴肽和卡贝缩宫素等有望逐步放量，公司整体制剂业务将实现平稳增长。

■ 原料药持续放量，制剂国际化持续推进

公司上半年原料药实现收入 5,326 万元，超过 2015 年全年原料药的收入，同比增长 237.2%，一季度已实现 4,779 万元的收入，我们认为，随着国外企业利拉鲁肽和格拉替雷仿制药申报持续推进，注册验证用的原料药需求维持高位，下半年原料药出口将保持高增长。

2014 年 6 月爱菲肽开始进行 ANDA 申报，预计 2017 年可获批准，同时公司正积极推进格拉替雷 ANDA 申报，并计划明年进行利拉鲁肽 ANDA 申报，制剂国际化正持续推进。

■ 成纪药业完成整合，业绩保持平稳

公司 2015 年完成成纪药业的并购，药品组合包装产品、器械类产品分别实现营业收入 3,986 万元和 5,330 万元，同比增长 320.49% 和 259.29%，我们认

为，成纪药业管理和生产的整合完成有助于业绩保持平稳。

■ **实际控制人和高管参与定增**

公司定增 5 月获核准批复，发行股份 7,127.96 万股，发行价 23.32 元/股，募集 16.62 亿元，其中实际控制人曾少贵、曾少强、曾少彬和“第二期员工持股计划”计划认购 3.42 亿元和 2.7 亿元，彰显管理层对公司未来发展的信心。

■ **风险提示：**制剂销售不及预期；成纪药业无法完成业绩承诺。

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						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	98.93	55.59	38.74	29.15	23.61
现金流量表						PEG	1.97	1.68	0.73	0.63	0.60
经营活动现金流	154	139	651	278	958	PB	13.09	6.44	3.63	3.28	2.93
其中营运资本减少	246	-311	2207	559	691	EV/EBITDA	33.03	38.34	24.90	20.01	15.84
投资活动现金流	-85	-1123	8	-113	-120	EV/SALES	17.42	22.71	15.49	11.68	9.05
其中资本支出	65	72	0	121	128	EV/IC	7.51	5.61	5.45	4.72	4.62
融资活动现金流	184	467	1493	-71	-84	ROIC/WACC	0.23	0.33	0.13	0.18	0.19
净现金总变化	252	-514	2153	95	754	REP	32.85	16.91	40.90	26.53	24.27

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>