证券研究报告

生物制品Ⅲ

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

长春高新 （000661）

增持 （首次）

新品推进渠道改革，短期因素不改长期向好

市场数据

报告日期	2014-11-11
收盘价（元）	93.30
总股本（百万股）	131.33
流通股本(百万股)	131.32
总市值（百万元）	12252.77
流通市值(百万元)	12252.51
净资产（百万元）	1312.91
总资产（百万元）	3108.56
每股净资产	10.00

相关报告

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2049	2256	2542	2944
同比增长(%)	16.3%	10.1%	12.6%	15.8%
净利润(百万元)	284	330	401	523
同比增长(%)	-5.3%	16.1%	21.7%	30.4%
毛利率(%)	81.2%	78.6%	79.3%	80.1%
净利润率(%)	13.9%	14.6%	15.8%	17.8%
净资产收益率（%）	23.8%	22.4%	21.4%	21.8%
每股收益(元)	2.16	2.51	3.05	3.98
每股经营现金流(元)	3.80	1.48	3.13	3.86

投资要点

近日，我们调研了长春高新，与公司高管就公司业务发展情况、产品研发等进行了交流。我们认为虽然多重因素影响了公司的短期业绩，但作为具有较强研发能力的国内生物药龙头企业之一，公司产品属性良好，长期发展具有较大空间，后续随着负面事件阶段性影响的逐步消除，新产品上市有望带来新的增量，长期趋势有望逐步向好。

- **核心管理层继续留任，管理架构经营方向不变**：公司董事长杨占民先生获得上级主管部门的批准延迟退休，将带领现有的团队继续引领公司成长。我们预计在年底公司董事会改选后公司大部分核心管理层将继续留任，在此基础上现有的管理架构和经营方向将基本保持不变。具体来说，公司在经营方向上仍将以生物制药产业为核心，并在现有领域之外积极通过合作和并购进行外延式拓张。生物制药业之外，公司现有的房地产业务也将会保留，未来还将充分利用高新区政府优势进行相关的合作。在管理架构方面，公司也将沿用现有的两级管理的模式，具体经营方面的决策主要有子公司管理层自主进行，上市公司层面仍维持投资控股型的管理模式不变。控股股东也十分看好公司的发展，由于资金问题减持公司股份后，待时机合适时立刻补回，由于其持股比例并不高，我们预计未来在公司进行相关资本运作时，控股股东也会积极参与避免股权进一步稀释。

- **产品降价+营销改革+长沙事件，核心产品增长阶段性减速**：公司今年年初出于竞争策略的角度，对于销售占比较小的生长激素粉针剂性进行了调价，并同时压缩了该产品在推广时的费用投入。但从目前来看，实际效果低于预期，虽然粉针剂型仅占到公司生长激素收入的约 10%，但由于其价

分析师：
李鸣
liming@xyzq.com.cn
S0190514070010

项军
xiangjun@xyzq.com.cn
S0190512040001

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

格相对较低，费用投入此消彼长之下，竞争对手抢占了公司一定的市场份额。此外，公司全球首创产品长效生长激素已经上市销售，该产品定价更高，在初期的学术推广过程中费用投入也较大。公司为了在其大规模上市后能够有合规风险更小、推广能力更强的销售队伍和渠道资源作为支撑，今年也进行了营销模式的大幅度调整，将原有的费用投放式的销售模式，改为学术推广为基础的绩效考核制。在销售模式调整之外，由于长沙事件的影响，公司也被动地部分改变了以往的渠道结构。而在产品降价、营销改革、长沙事件的共同作用之下，公司原有的营销团队出现了一定程度的流失，进而在一定程度上影响了核心产品的销售。公司也在积通过销售团队的人员更新以及团队营销的理念教育进行应对，目前销售团队已经基本稳定。受此影响，我们预计公司核心子公司金赛药业全年业绩与去年基本持平（虽然前三季度情况较好，但由于长沙事件在 4 月份开始影响了新患者的开发，由于患者用药平均时间约为 6-7 个月，因此这种影响将会从四季度开始显现，至明年一季度逐步恢复）。

- **新产品研发上市进展顺利，积极推进产品销售终端服务合作**：整体来看，公司如长效重组人生长激素、促卵泡激素、艾塞那肽等新产品研发上市进展较为顺利。具体来说，长效成长激素作为全球首创药物已经获批上市，同时该产品的四期临床试验也同步开始进行，我们认为以公司现有的渠道及医患资源，患者入组预计相对较快，但整体数据收集及分析过程预计将耗时 3 年。四期临床试验上市后安全性评价完成前，公司还不适合对长效生长激素进行大规模的市场推广。长效生长激素在使用方面较为方便，可以减少患者注射痛苦，提高依从性，但由于该产品定价相对较高（预计整体用药成本相比现有的水针制剂将提升近一倍），预计短期内并不会飞跃性发展。目前来看，由于公司产品上市时间较短，渠道开发还需要一个过程，因此主要的销售方式为现有患者的转换（即现有水针患者改用长效生长激素）。促卵泡激素方面，我们预计公司有望于 2015 年二季度获得 GMP 证书，2015 年下半年产品上市（预计对公司收入的贡献主要将从 2016 年起开始）。虽然该产品放量需要一定时间，但从市场空间来看，细分市场全国市场规模约为 20 亿，公司现有产品曲普瑞林也有相关应用，公司也计划通过自建队伍与代理销售同步进行推广，前景依然看好。在产品结构不断丰富的背景下，鉴于长沙事件的影响，公司也在积极调整渠道结构，未来将积极推进在儿科、妇科（包括辅助生殖）等领域与终端服务的合作，一方面避免产品在小门诊出售却造成舆论压力的影响，另一方面也通过包括合作科室建设、股权合作等方式对终端产生更强的控制力，也能够为患者提供更好的售后服务。

- **狂犬疫苗业务仍旧有所拖累，适应症拓宽打开新空间**：从目前来看，百克生物狂犬疫苗事件的影响依然没有完全结束，药检所报告显示公司产品质量并没有问题，但问题出现后也需要做相关的善后处理，预计今年年底将解决好绝大部分善后工作。同时调整生产工艺的工作也在同步进行，目前相关部门处于谨慎的考虑，要求公司采用小规模生产的方式，逐步恢复产品供应，我

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

慢慢预计明年公司狂苗能够逐步开始放量生产。但由于狂犬疫苗从投料到最终上市大概需要 9 个月的时间，因此放量生产对业绩的影响具有较长的滞后。在其他疫苗品种方面，公司在积极通过适应症的扩大打开新的成长空间，对于水痘疫苗，原先主要针对 3 岁以下儿童，现在专家认为 6-8 岁间还需要进行补充接种；此外，公司也在申请针对 12 岁以上人群的补充申请。同时，由于水痘和带状疱疹为同一病毒引起，公司也在积极申请预防带状疱疹的成人应用适应症，如果获批将进一步增加 50 岁以上的适用人群。鼻喷减毒流感疫苗方面，公司也已经申报临床待批。生长激素方面，公司也将积极推进长效生长激素产品针对中老年人群生长素缺乏的适应症申报。

- **盈利预测**：我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 为 2.51、3.05 和 3.98，对应动态市盈率为 37、31 和 23 倍。公司生长激素业务在销售模式调整完成、队伍稳定、事件影响逐步消除之后增速有望逐步恢复，狂犬疫苗业务也有望在明年减亏，新上市的长效生长激素产品尽管短期内销售策略相对谨慎，但长期来看空间巨大；促卵泡激素明年也将上市，公司也在积极进行相关的销售筹备，未来成长空间广阔有望成为公司又一核心产品；艾塞那肽、水痘疫苗扩展适应症等在未来也都将为公司带来新的增量。内生性增长之外，公司在外延式拓张方面的潜力也值得我们期待，前期公司控股股东增持公司股份也显示出对公司未来发展的信心。总体来看，我们认为虽然多重因素影响了公司的短期业绩，但作为具有较强研发能力的国内生物药龙头企业之一，公司产品属性良好，长期发展具有较大空间，后续随着负面事件阶段性影响的逐步消除，新产品上市有望带来新的增量，我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**新产品推广慢于预期、媒体负面报道。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1669	2006	2281	2882
货币资金	608	677	833	1231
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	287	325	366	426
其他应收款	133	180	199	232
存货	444	607	635	721
非流动资产	1136	1182	1206	1229
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	18	0	0	0
投资性房地产	54	54	54	54
固定资产	709	851	943	1003
在建工程	172	105	63	40
油气资产	0	0	0	0
无形资产	137	128	113	99
资产总计	2805	3189	3487	4111
流动负债	998	1125	1016	1113
短期借款	98	134	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	81	135	140	153
其他	818	856	876	960
非流动负债	103	84	89	93
长期借款	21	21	21	21
其他	83	63	68	72
负债合计	1101	1208	1105	1206
股本	131	131	131	131
资本公积	262	262	262	262
未分配利润	714	958	1319	1790
少数股东权益	511	511	511	511
股东权益合计	1704	1981	2382	2905
负债及权益合计	2805	3189	3487	4111

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	284	330	401	523
折旧和摊销	68	75	86	96
资产减值准备	-30	-52	1	1
无形资产摊销	14	18	17	17
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	-3	-8	-17
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	137	0	0	0
营运资金的变动	-8	130	83	97
经营活动产生现金流量	482	195	411	507
投资活动产生现金流量	-168	-111	-128	-126
融资活动产生现金流量	-92	-14	-126	17
现金净变动	222	69	156	398
现金的期初余额	440	608	677	833
现金的期末余额	662	677	833	1231

利润表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2049	2256	2542	2944
营业成本	385	483	526	585
营业税金及附加	81	36	41	47
销售费用	745	948	1068	1209
管理费用	312	384	427	489
财务费用	4	-3	-8	-17
资产减值损失	-30	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	552	408	487	630
营业外收入	15	10	15	15
营业外支出	49	30	30	30
利润总额	518	388	472	615
所得税	97	58	71	92
净利润	421	330	401	523
少数股东损益	137	0	0	0
归属母公司净利润	284	330	401	523
EPS（元）	2.16	2.51	3.05	3.98

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性（%）				
营业收入增长率	16.3%	10.1%	12.6%	15.8%
营业利润增长率	17.6%	-26.1%	19.4%	29.4%
净利润增长率	-5.3%	16.1%	21.7%	30.4%
盈利能力（%）				
毛利率	81.2%	78.6%	79.3%	80.1%
净利率	13.9%	14.6%	15.8%	17.8%
ROE	23.8%	22.4%	21.4%	21.8%
偿债能力（%）				
资产负债率	39.3%	37.9%	31.7%	29.3%
流动比率	1.67	1.78	2.24	2.59
速动比率	1.23	1.24	1.62	1.94
营运能力（次）				
资产周转率	0.80	0.75	0.76	0.78
应收帐款周转率	7.57	7.16	7.36	7.43
每股资料（元）				
每股收益	2.16	2.51	3.05	3.98
每股经营现金	3.80	1.48	3.13	3.86
每股净资产	9.08	11.19	14.25	18.23
估值比率（倍）				
PE	43.16	37.18	30.54	23.42
PB	10.27	8.34	6.55	5.12

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推　　荐：相对表现优于市场；

中　　性：相对表现与市场持平

回　　避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为：

买　　入：相对大盘涨幅大于 15% ；

增　　持：相对大盘涨幅在 5%～15%之间

中　　性：相对大盘涨幅在-5%～5%;

减　　持：相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨　忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王　政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王　溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾　超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李　丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖　霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴　磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033） 传真：010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李　昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨　剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐　皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此