

投资评级：买入(维持)

长春高新(000661)

目标价:386.4元

业绩符合预期，生长激素长期向好趋势不变

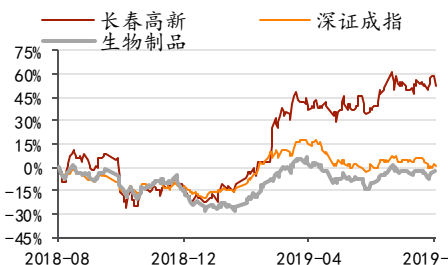
市场数据 2019-08-13

收盘价(元)	331.01
一年内最低/最高(元)	150.18/356.62
市盈率	49.5
市净率	10.40

基础数据

净资产收益率(%)	20.85
资产负债率(%)	32.8
总股本(亿股)	1.7

最近12月股价走势



联系信息

张文录 分析师
SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

- 《长春高新(000661):金赛经营者股权流通有利于长远发展》 2019-03-08
- 《长春高新(000661):业绩符合预期,中长期增长确定性强》 2018-10-22
- 《长春高新(000661):业绩持续超预期,生长激素市场无天花板》 2018-08-22

● 业绩略低于市场预期,符合我们之前的预期

近日,长春高新发布2019H1财报,实现营收33.92亿元(+23.36%),实现净利润7.27亿元(+32.60%),扣非后净利润7.18亿元(+39.47%),稀释每股收益4.27元(+32.61%),ROE12.81%(+0.98%),业绩符合我们的预期,略低于市场预期。分业务,以生长激素、促卵泡素为主的金赛药业营收21.40亿元(+41.63%),净利润8.23亿元(+47.76%),增速较2019Q1有所放缓的原因与2018Q2基数较高有关;以水痘和狂犬疫苗为主的百克生物收入4.06亿元(-29.17%),净利润0.96亿元(-30.43%),主要原因是受工艺提升导致的短期产品供应不足所致;房地产业务收入5.39亿元(+37.85%),净利润1.19亿元(+88.89%);中药为主的华康药业预计收入3.07亿元,利润预计在盈亏平衡附近。

● 生长激素仍有较大的成长空间

我们在年度策略里提到,“生长激素在研发上已经到了很高的层次,目前大家共同的利益就是把生长激素销售继续做上一个台阶,共同分享成长的果实。共赢的办法是将经营者的权益变成流通股,同时大股东不失去控制能力。”目前扫除发展的障碍将彻底解决,公司无发展后顾之忧。2019年国内生长激素销售规模约55亿元,据此测算市场渗透率仅为3.7%,生长激素适用人群超过500万人。对比欧美发达市场15-20%的渗透率,我们认为国内10%的渗透率较为合理,国内生长激素市场规模150亿元,仍有3倍成长空间。按新生儿人口高峰在2016年出现,那么生长激素使用的高峰将出现在2026年前后。虽然目前市场在水针方面已出现竞品,但市场导入期应需至少3年以上时间。金赛的长效生长激素领先一代,仍能从容应对。生长激素独大局很难改变。公司较为务实与保守的研发和投资策略,投入精准,成功率高,鼻喷冻干流感减毒活疫苗已经申报生产,公司与冰岛Alvotect成立合资公司引进6个生物类似物项目进展顺利。

盈利预测: 预计公司2019-2021年EPS分别为7.67/9.49/11.79元,考虑到金赛少数股权2020年并表(假设总股本2.02亿股),对应EPS分别为7.67/11.04/13.76元,对应PE为43/30/24倍,给予2020年35倍PE,目标价386.4元,维持“买入”的投资评级。

风险提示: 金赛药业业绩增速低于预期

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4,102	5,375	6,451	7,843	9,434
增长率	41.6%	31.0%	20.0%	21.6%	20.3%
归属母公司股东净利润(百万)	662	1,006	1,305	1,615	2,006
增长率	36.5%	52.1%	29.6%	23.8%	24.2%
每股收益(元)	3.89	5.92	7.67	9.49	11.79
市盈率(倍)	88.4	58.2	44.9	36.2	29.2

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,102	5,375	6,451	7,843	9,434	成长性					
减: 营业成本	741	801	903	1,082	1,274	营业收入增长率	41.6%	31.0%	20.0%	21.6%	20.3%
营业税费	103	99	119	145	175	营业利润增长率	40.6%	58.7%	21.3%	24.5%	25.0%
销售费用	1,565	2,095	2,523	3,027	3,557	净利润增长率	36.5%	52.1%	29.6%	23.8%	24.2%
管理费用	581	351	813	1,004	1,226	EBITDA 增长率	37.9%	81.1%	3.1%	22.6%	23.2%
财务费用	-9	-32	-50	-82	-130	EBIT 增长率	41.5%	85.6%	3.0%	23.5%	23.9%
资产减值损失	46	16	21	22	26	NOPLAT 增长率	42.8%	60.0%	20.0%	23.5%	23.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.7%	17.1%	7.9%	20.4%	-6.3%
投资和汇兑收益	52	65	68	82	100	净资产增长率	16.8%	21.6%	24.7%	25.4%	25.5%
营业利润	1,138	1,806	2,190	2,726	3,407	利润率					
加: 营业外净收支	-20	-73	10	10	10	毛利率	81.9%	85.1%	86.0%	86.2%	86.5%
利润总额	1,119	1,733	2,200	2,736	3,417	营业利润率	27.8%	33.6%	34.0%	34.8%	36.1%
减: 所得税	191	270	352	438	547	净利润率	16.1%	18.7%	20.2%	20.6%	21.3%
净利润	662	1,006	1,305	1,615	2,006	EBITDA/营业收入	29.4%	40.6%	34.9%	35.2%	36.0%
						EBIT/营业收入	27.3%	38.7%	33.2%	33.7%	34.7%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	1,390	1,868	2,842	3,963	6,771	固定资产周转天数	81	77	65	50	39
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	164	133	119	123	112
应收帐款	616	717	1,612	1,220	1,925	流动资产周转天数	424	395	406	408	439
应收票据	75	89	162	143	172	应收帐款周转天数	58	45	65	65	60
预付帐款	281	439	313	589	473	存货周转天数	110	123	98	97	95
存货	1,840	1,833	1,680	2,530	2,423	总资产周转天数	595	561	568	544	554
其他流动资产	1,054	1,589	1,394	1,346	1,443	投资资本周转天数	279	241	225	212	186
可供出售金融资产	144	162	145	145	145	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	15.0%	19.0%	20.7%	21.2%	21.6%
长期股权投资	74	69	143	226	321	ROA	12.6%	15.5%	16.9%	18.0%	17.7%
投资性房地产	86	83	113	143	173	ROIC	30.7%	45.2%	46.3%	53.1%	54.6%
固定资产	1,116	1,191	1,131	1,066	989	费用率					
在建工程	165	537	637	737	827	销售费用率	38.2%	39.0%	39.1%	38.6%	37.7%
无形资产	169	235	235	234	236	管理费用率	14.2%	6.5%	12.6%	12.8%	13.0%
其他非流动资产	341	600	529	444	349	财务费用率	-0.2%	-0.6%	-0.8%	-1.1%	-1.4%
资产总额	7,351	9,413	10,937	12,784	16,247	三费/营业收入	52.1%	44.9%	50.9%	50.3%	49.3%
短期债务	60	255	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	851	187	1,168	455	1,420	资产负债率	29.3%	32.8%	27.9%	22.6%	23.6%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	41.4%	48.8%	38.7%	29.3%	30.9%
其他流动负债	1,063	2,472	1,722	2,278	2,262	流动比率	2.66	2.24	2.77	3.58	3.59
长期借款	12	12	-	-	-	速动比率	1.73	1.61	2.19	2.66	2.93
其他非流动负债	165	161	160	160	155	利息保障倍数	-120.26	-65.30	-42.78	-32.08	-25.20
负债总额	2,151	3,087	3,050	2,894	3,837	分红指标					
少数股东权益	774	1,031	1,574	2,258	3,123	DPS(元)	0.80	0.80	1.59	1.73	2.06
股本	170	170	170	170	170	分红比率	20.6%	13.5%	20.7%	18.3%	17.5%
留存收益	4,256	5,125	6,143	7,463	9,117	股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.6%
股东权益	5,200	6,326	7,887	9,891	12,410	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	3.89	5.92	7.67	9.49	11.79
净利润	928	1,463	1,305	1,615	2,006	BVPS(元)	26.02	31.13	37.11	44.87	54.60
加: 折旧和摊销	88	107	108	114	119	PE(X)	88.4	58.2	44.9	36.2	29.2
资产减值准备	46	16	21	22	26	PB(X)	13.2	11.1	9.3	7.7	6.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	151.9	92.3	79.8	77.1	25.2
财务费用	6	9	-50	-82	-130	P/S	14.3	10.9	9.1	7.5	6.2
投资收益	52	-65	-68	-82	-100	EV/EBITDA	47.7	26.2	25.1	20.3	15.9
少数股东损益	266	456	543	684	864	CAGR(%)	35.3%	25.2%	39.8%	35.3%	25.2%
营运资金的变动	-138	-711	-267	-818	334	PEG	2.5	2.3	1.1	1.0	1.2
经营活动产生现金流量	381	884	1,593	1,452	3,119	ROIC/WACC	2.9	4.3	4.4	5.1	5.2
投资活动产生现金流量	224	-254	-115	-118	-90	REP	5.9	3.4	3.1	2.2	2.2
融资活动产生现金流量	-331	-159	-504	-213	-221						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

注: 管理费用包括新会计准则中的管理费用+研发费用

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。