证券研究报告

生物制品

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

长春高新

000661

审慎增持 （维持）

金赛业绩符合预期，未来有望持续保持较快发展

2019 年 08 月 13 日

市场数据

市场数据日期	2019-08-12
收盘价（元）	344.07
总股本（百万股）	170.11
流通股本(百万股)	170.01
总市值（百万元）	58530.53
流通市值(百万元)	58494.60
净资产（百万元）	5899.57
总资产（百万元）	9957.96
每股净资产	34.68

相关报告

《长春高新(000661)公告点评：董事会通过换股方案，未来金赛有望保持高增长》2019-06-06

《长春高新（000661）2019 年一季报点评：业绩保持较快增长，看好金赛未来发展》2019-04-18

《长春高新（000661）2018 年年报点评：公司治理有望理顺，未来有望保持较快增长》2019-03-07

分析师：

杜向阳

duxiangyang@xyzq.com.cn

S0190517080004

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5375	6934	8667	10487
同比增长(%)	31.0%	29.0%	25.0%	21.0%
净利润(百万元)	1006	1364	1786	2197
同比增长(%)	52.1%	35.5%	30.9%	23.0%
毛利率(%)	85.1%	84.5%	84.5%	84.5%
净利润率(%)	18.7%	19.7%	20.6%	20.9%
净资产收益率（%）	19.0%	20.9%	21.5%	20.9%
每股收益(元)	5.92	8.02	10.50	12.91
每股经营现金流(元)	5.20	12.84	9.12	10.90

投资要点

- 近日，公司公告 2019 年中报，实现收入 33.92 亿元，同比增长 23.36%，实现归属母公司净利润 7.27 亿元，同比增长 32.60%，扣非归母公司净利润 7.18 亿元，同比增长 39.47%。扣非净利润增速快于净利润增速主要由于去年同期转让长春百克药业导致投资收益增加 2148 万所致。

- **盈利预测与评级：**金赛药业在生长激素水针持续保持快速增长，新产品长效生长激素、重组促卵泡素等新产品逐步放量下，公司整体经营趋势有望逐步向上。不考虑换股，预计 2019-2021 年 EPS 为 8.02 元、10.50 元、12.91 元，对应 8 月 12 日收盘价 PE 分别为 43、33、27 倍，维持“审慎增持”评级。考虑增发和金赛并表比例增加，预计 2019-2021 年 EPS 为 9.24 元、12.17 元、15.01 元，对应 8 月 12 日收盘价 PE 分别为 37、28、23 倍。

风险提示：主力品种销售低于预期；新品上量低于预期。

报告正文

事件

近日，公司公告 2019 年中报，实现收入 33.92 亿元，同比增长 23.36%，实现归属母公司净利润 7.27 亿元，同比增长 32.60%，扣非归母公司净利润 7.18 亿元，同比增长 39.47%。扣非净利润增速快于净利润增速主要由于去年同期转让长春百克药业导致投资收益增加 2148 万所致。

点评

- **金赛业绩符合预期。**报告期内，生物制药业务实现收入 25.47 亿元，同比增长 22.16%。其中，金赛药业实现收入 21.4 亿元，同比增长 41.72%；实现净利润 8.23 亿元，同比增长 47.8%。金赛业绩持续高增长预计主要还是由于生长激素水针贡献，根据近期最新渠道调研，新患人数和生长激素（水针）仍然保持较快增长。我们预计 19 年水针收入有望持续延续较高增速。

- **疫苗业务有所拖累，地产业务保持较快增长。**报告期内，百克生物实现收入 4.07 亿元，同比下滑 29.2%。实现净利润 0.96 亿元，同比下滑 30%。业绩下滑主要由于去年同期高基数，且受 2018 年工艺提升等因素影响，上半年水痘疫苗和狂犬疫苗批签发为 213 万支、24 万支，同比大幅下滑，目前新厂区建设方面已完成水痘减毒活疫苗预充包装线设备验证及现场备案工作，现已投入生产使用，冻干鼻喷流感减毒活疫苗现场核查及 GMP 认证工作，已启动现场核查准备工作。报告期内，地产业务实现收入 5.39 亿元，同比增长 37.9%，净利润 1.19 亿元，同比增长 89.8%。此外，华康药业实现收入 2.91 亿元，同比增长 13.69%。

- **业绩承诺锁定未来业绩持续高增长。**目前换股方案行政许可申请已受理，换股方案确定金赛药业全部股东权益的交易价值为 191.08 亿元，对应 2018 年 PE 为 17 倍，对价相对合理。本次收购金赛药业 29.50%股权，其中涉及金磊持有的 23.50%股权，林殿海持有 6%股权。交易完成后，长春高新持股比例将由 70%增加至 99.50%。本次发行股份和可转换债券股价为 173.69 元/股，本次交易作价为 56.37 亿元，其中以发行股份的方式支付交易对价的 92.02%，即 51.87 亿元；以发行可转换债券的方式支付交易对价的 7.98%，即 4.5 亿元。交易对方承诺金赛药业 2019-2021 年度实现净利润分别不低于 15.58 亿元、19.48 亿元、23.20 亿元，对应 2019-2021 年同比增速 37.5%/25%/19%，未来 3 年业绩复合增速 25%以上。本次锁定期 12 个月，交易对方金磊、林殿海承诺在锁定期届满后，按照约定的业绩承诺完成情况分三期（33%/33%/34%）进行解锁。此次换股有望理顺公司治理结构，金赛药业未来三年保持快速增长可期。

- **财务指标:** 报告期内整体毛利率为 83.47%,同比下降 0.58pp。销售费用 11.74 亿元，同比增长 19.17%。管理费用 1.73 亿元，同比增长 23.7%。预付款项 4.73 亿元，同比下降 46.9%；预收款项 9.17 亿元，同比增长 98.9%。经营性活动现金流净额为 8.49 亿元，去年同期为 1.86 亿元，同比增长 356%，预计主要由于金赛回款较好和地产业务确认收入所致。

- **盈利预测与评级:** 金赛药业在生长激素水针持续保持快速增长，新产品长效生长激素、重组促卵泡素等新产品逐步放量下，公司整体经营趋势有望逐步向上。不考虑换股，预计 2019-2021 年 EPS 为 8.02 元、10.50 元、12.91 元，对应 8 月 12 日收盘价 PE 分别为 43、33、27 倍，维持“审慎增持”评级。考虑增发和金赛并表比例增加,预计 2019-2021 年 EPS 为 9.24 元、12.17 元、15.01 元，对应 8 月 12 日收盘价 PE 分别为 37、28、23 倍。

- **风险提示:** 主力品种销售低于预期；新品上量低于预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6536	8453	11251	14333
货币资金	1868	3562	5046	6859
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	717	1000	1235	1499
其他应收款	781	737	1040	1210
存货	1833	2574	3148	3850
非流动资产	2877	2514	2501	2488
可供出售金融资产	162	162	162	162
长期股权投资	69	69	69	69
投资性房地产	83	83	83	83
固定资产	1191	1451	1562	1596
在建工程	537	279	149	85
油气资产	0	0	0	0
无形资产	235	248	264	285
资产总计	9413	10967	13752	16822
流动负债	2914	2939	3377	3810
短期借款	255	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	187	251	313	379
其他	2472	2689	3064	3431
非流动负债	173	18	124	106
长期借款	12	12	12	12
其他	161	6	112	94
负债合计	3087	2957	3500	3917
股本	170	170	170	170
资本公积	1966	1966	1966	1966
未分配利润	2713	3749	5387	7347
少数股东权益	1031	1487	1944	2400
股东权益合计	6326	8010	10252	12905
负债及权益合计	9413	10967	13752	16822

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5375	6934	8667	10487
营业成本	801	1075	1343	1626
营业税金及附加	99	151	189	229
销售费用	2095	2948	3686	4460
管理费用	351	555	780	1047
财务费用	-32	-40	-77	-106
资产减值损失	16	16	16	16
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	65	0	0	0
营业利润	1806	2230	2729	3217
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	82	82	82	82
利润总额	1733	2156	2656	3143
所得税	270	336	414	490
净利润	1463	1820	2242	2653
少数股东损益	456	456	456	456
归属母公司净利润	1006	1364	1786	2197
EPS(元)	5.92	8.02	10.50	12.91

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	31.0%	29.0%	25.0%	21.0%
营业利润增长率	58.4%	23.4%	22.4%	17.9%
净利润增长率	52.1%	35.5%	30.9%	23.0%
盈利能力(%)				
毛利率	85.1%	84.5%	84.5%	84.5%
净利率	18.7%	19.7%	20.6%	20.9%
ROE	19.0%	20.9%	21.5%	20.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	32.8%	27.0%	25.5%	23.3%
流动比率	2.24	2.88	3.33	3.76
速动比率	1.61	2.00	2.40	2.75
营运能力(次)				
资产周转率	0.64	0.68	0.70	0.69
应收帐款周转率	8.08	7.87	7.76	7.67
每股资料(元)				
每股收益	5.92	8.02	10.50	12.91
每股经营现金	5.20	12.84	9.12	10.90
每股净资产	31.13	38.34	48.84	61.75
估值比率(倍)				
PE	58.15	42.92	32.78	26.64
PB	11.05	8.97	7.04	5.57

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1006	1364	1786	2197
折旧和摊销	107	125	144	158
资产减值准备	12	-61	4	-1
无形资产摊销	19	17	17	17
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-32	-40	-77	-106
投资损失	-65	0	0	0
少数股东损益	456	456	456	456
营运资金的变动	76	-123	877	831
经营活动产生现金流量	1146	2185	1551	1855
投资活动产生现金流量	-469	-140	-144	-148
融资活动产生现金流量	89	-352	77	106
现金净变动	766	1694	1484	1813
现金的期初余额	1390	1868	3562	5046
现金的期末余额	2156	3562	5046	6859

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn