

公司研究/动态点评

2019年10月18日

医药生物/生物制品 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 412.40
合理价格区间(元): 433.80~469.95

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

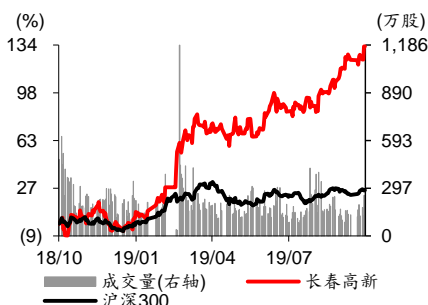
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

沈卢庆 执业证书编号: S0570519060001
研究员 021-38476125
shenluqing@htsc.com

相关研究

- 1《长春高新(000661,买入): 季度波动,不改核心业务增势稳健》2019.08
- 2《长春高新(000661,买入): 重组草案公布,理顺机制再进一步》2019.06
- 3《长春高新(000661,买入): 生长激素领航,1Q19业绩再攀高峰》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

涉足 RSV 疫苗研发, 推动业务协同

长春高新(000661)

布局全球热门 RSV 疫苗, 目标价 433.80-469.95 元, 维持“买入”评级

公司 10 月 17 日宣布与美国 CyanVac 成立合资公司, 专注研发呼吸道合胞病毒疫苗, 我们看好公司抢占热门 RSV 疫苗赛道, 与现有疫苗业务协同。考虑生长激素稳健依旧, 疫苗恢复批签发, 我们预计公司 1-3Q 业绩增速超 40%, 维持 19-21 年 EPS 预测 8.04/10.42/12.74 元, 如考虑金赛整体 20 年并表, 则 20-21 年归母净利润 24.1/29.6 亿元 (基于重组后直接发行股本, EPS 为 12.05/14.80 元), 给予 20 年 36-39 倍 PE (考虑重组有条件通过后理顺公司机制, 生物药/新制剂平台初具规模, 给予可比公司 20 年 30 倍 PE20%-30%溢价), 目标价 433.80-469.95 元, 维持买入评级。

RSV 疫苗赛道蓝海, 看好国内领衔布局

呼吸道合胞病毒 (RSV) 为导致儿童支气管炎及肺炎的重要原因 (WHO 统计全球每年因 RSV 引起的急性下呼吸道感染新发病例超 3300 万例), 公司此次持股 20% (出资 600 万美元认购合资公司 1200 万优先股) 将获得产品在国内权益 (合资公司获得中国以外权益并负责研发), 有望在 RSV 疫苗市场中分一杯羹, 主因: 1) 全球范围内无 RSV 疫苗上市, 当前在研企业超 10 家 (根据 Clinical trials, Novavax III 期实验失败, Pfizer/GSK/J&J 等进度最快在临床 II 期), 国内 Advaccine 完成 I 期试验, 公司布局紧随其后; 2) 与疫苗业务协同, 未来有望凭借公司疫苗销售网络在全国迅速铺开。

金赛: 生长激素强劲依旧, 长效有望推高毛利率

我们预计金赛 9M19 有望实现约 40% 以上收入增速: 1) 根据市场调研, 3Q19 生长激素企稳, 纯销及新患入组增速都在 40%/30% 以上; 2) 销售队伍增加 (当前超 1600 人), 渗透 2000 余名处方医生, 提高人均单产; 3) 长效生长激素获得再注册批件, 预计卡式瓶后续上市后配合电子笔使用推高整体毛利率, 看好成人生长激素缺乏症 (临床 II 期收尾) 市场空间。

疫苗 8 月恢复批签发, 看好新品提供利润增量

百克 1-3Q 收入增速或有下滑, 主因疫苗行业整体批签发收紧 (中检所数据表明, 截至 9M19 狂苗批签发同比减少 23%, 痘苗同比减少 36%), 且上半年厂房搬迁产能受限。但 8 月百克疫苗随着新厂区投产, 集中获得大量批签发, 截至 9M19 市占率同比提升 3pct 至 35% (中检所数据), 呈现恢复性增长苗头。狂苗因新厂区重建, 预计 2H19-1H20 批签发数量较少。鼻喷流感疫苗有望于年内获批成为中长期新驱动, 全年预计百克业绩恢复去年同期水平。华康预计稳定, 前三季度及全年预计 5% 左右收入增长。

房地产贡献稳定现金流, 生物药新制剂布局加速

房地产业务高端转型加速, 看好持续贡献现金流。公司更布局双抗平台, 有望与安沃泰克形成生物药产业集群; 根据神经痛专家共识, 利多卡因贴剂对应 40 万/年患者群, 叠加新剂型 (水凝胶透皮贴载药量大, 皮肤相容性好) 及竞争格局优势 (国内仅北京泰德凝胶贴膏获批), 看好新利润增量。

风险提示: 重组及并表进展不达预期, 疫苗产能恢复慢于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	170.11
流通 A 股 (百万股)	170.02
52 周内股价区间 (元)	161.98-412.40
总市值 (百万元)	70,154
总资产 (百万元)	9,958
每股净资产 (元)	34.68

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,102	5,375	6,911	8,561	10,191
+/-%	41.58	31.03	28.57	23.89	19.04
归属母公司净利润 (百万元)	661.95	1,006	1,367	1,772	2,168
+/-%	36.31	52.05	35.85	29.58	22.34
EPS (元, 最新摊薄)	3.89	5.92	8.04	10.42	12.74
PE (倍)	105.98	69.70	51.31	39.60	32.36

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

可比公司估值表

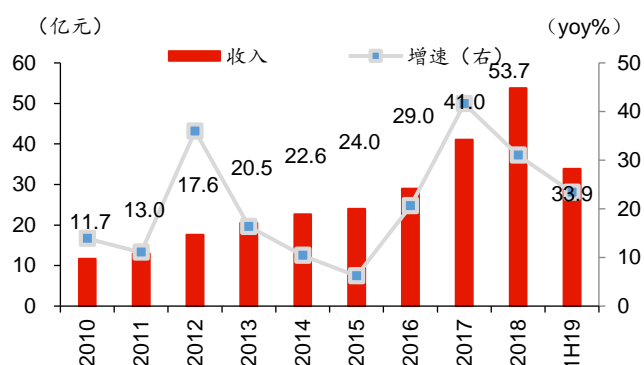
图表1: 可比公司估值表 (2019年10月17日)

公司名称	股票代码	收盘价 2019/10/17	总市值 (亿元)	总股本 (百万股)	EPS (元)			PE (x)		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
安科生物	300009.SZ	17.22	181	1,050	0.26	0.35	0.47	66	49	37
智飞生物	300122.SZ	50.00	805	1,600	0.91	1.56	2.18	55	32	23
通化东宝	600867.SH	17.30	352	2,034	0.41	0.48	0.58	42	36	30
平均值			446	1,561	0.53	0.80	1.08	54	39	30

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

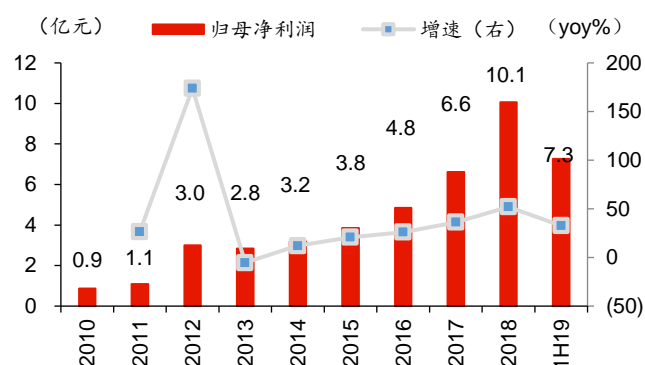
公司经营指标概览

图表2: 公司营业收入



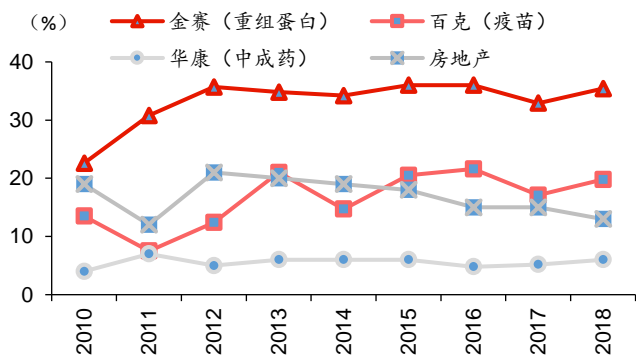
资料来源: 2010-2018 年年报, 2019 年半年报, 华泰证券研究所

图表3: 公司归母净利润



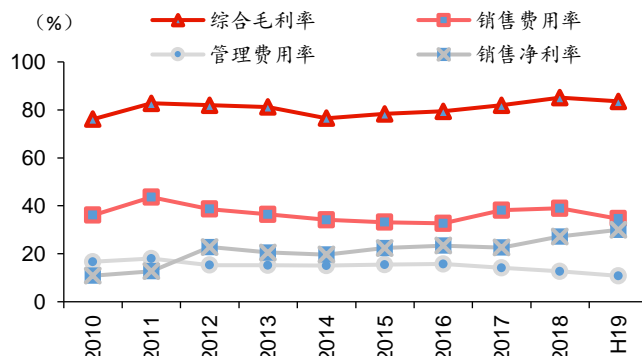
资料来源: 2010-2018 年年报, 2019 年半年报, 华泰证券研究所

图表4: 各子公司销售净利率



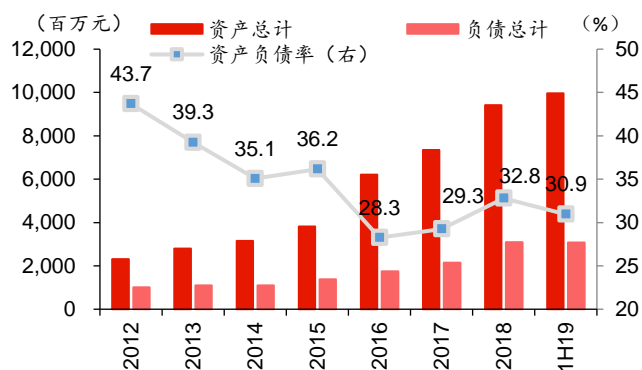
资料来源: 2010-2018 年年报, 华泰证券研究所

图表5: 公司销售毛利率、净利率和费用率



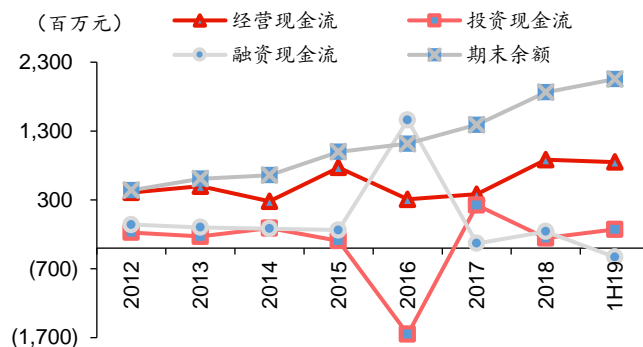
资料来源: 2010-2018 年年报, 2019 年半年报, 华泰证券研究所

图表6: 公司资产负债率



资料来源: 2010-2018 年年报, 2019 年半年报, 华泰证券研究所

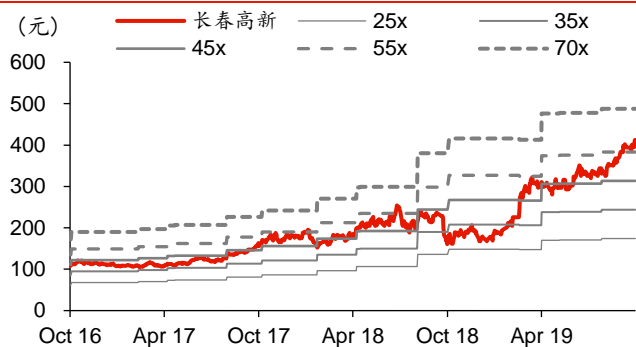
图表7: 公司现金流量



资料来源: 2010-2018 年年报, 2019 年半年报, 华泰证券研究所

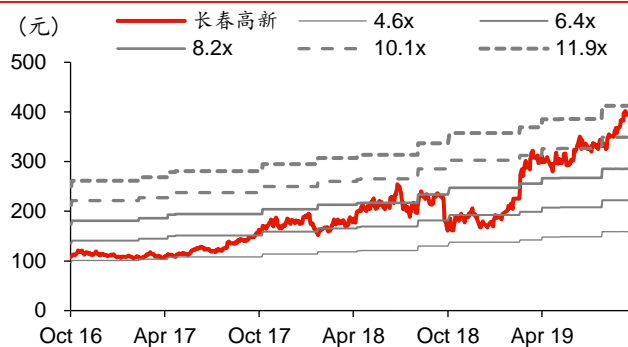
PE/PB - Bands

图表8: 长春高新历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 长春高新历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,257	6,536	8,359	10,568	13,096
现金	1,390	1,868	3,493	4,797	6,482
应收账款	537.50	717.50	922.48	1,143	1,360
其他应收账款	78.29	781.26	473.33	586.38	698.05
预付账款	281.40	439.39	222.65	270.21	312.72
存货	1,840	1,833	2,325	2,822	3,266
其他流动资产	1,130	896.66	922.00	949.24	976.14
非流动资产	2,094	2,877	3,640	4,590	5,716
长期投资	74.36	69.11	69.11	69.11	69.11
固定投资	1,116	1,191	1,413	1,728	2,147
无形资产	168.57	234.67	295.90	352.59	405.11
其他非流动资产	735.29	1,382	1,862	2,440	3,095
资产总计	7,351	9,413	11,999	15,158	18,812
流动负债	1,974	2,914	3,637	4,400	5,131
短期借款	60.00	255.00	327.85	406.16	483.50
应付账款	231.59	186.77	236.94	287.55	332.79
其他流动负债	1,682	2,472	3,073	3,706	4,315
非流动负债	177.42	173.29	176.66	180.29	183.87
长期借款	12.49	11.81	15.18	18.81	22.39
其他非流动负债	164.93	161.48	161.48	161.48	161.48
负债合计	2,151	3,087	3,814	4,580	5,315
少数股东权益	774.49	1,031	1,659	2,464	3,456
股本	170.11	170.11	170.11	170.11	170.11
资本公积	1,967	1,966	1,966	1,966	1,966
留存公积	2,289	3,159	4,390	5,977	7,905
归属母公司股东权益	4,426	5,295	6,526	8,113	10,041
负债和股东权益	7,351	9,413	11,999	15,158	18,812

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	381.39	884.07	2,469	2,360	2,969
净利润	927.61	1,463	1,995	2,577	3,159
折旧摊销	87.72	106.88	121.28	145.90	176.57
财务费用	(9.31)	(31.81)	(28.85)	(64.06)	(91.37)
投资损失	52.00	(64.80)	(71.28)	(78.40)	(86.24)
营运资金变动	(748.87)	(649.66)	452.70	(220.64)	(188.97)
其他经营现金	72.24	60.64	0.07	0.07	0.07
投资活动现金	223.82	(253.51)	(813.49)	(1,017)	(1,217)
资本支出	231.46	685.58	881.44	1,092	1,300
长期投资	158.51	18.00	(67.95)	(75.07)	(82.91)
其他投资现金	(613.78)	(450.06)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(330.81)	(158.92)	(31.02)	(38.88)	(67.27)
短期借款	(17.00)	195.00	72.85	78.31	77.34
长期借款	4.82	(0.68)	3.37	3.63	3.58
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.14	(1.20)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(318.78)	(352.04)	(107.24)	(120.82)	(148.19)
现金净增加额	274.39	471.63	1,625	1,304	1,685

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,102	5,375	6,911	8,561	10,191
营业成本	740.71	800.74	1,016	1,233	1,427
营业税金及附加	102.62	99.44	127.85	158.39	188.55
营业费用	1,565	2,095	2,585	3,142	3,700
管理费用	580.52	679.29	870.73	1,070	1,264
财务费用	(9.31)	(31.81)	(28.85)	(64.06)	(91.37)
资产减值损失	45.72	15.93	0.07	0.00	0.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.00	64.80	71.28	78.40	86.24
营业利润	1,140	1,806	2,437	3,126	3,816
营业外收入	3.75	8.12	8.12	8.12	8.12
营业外支出	25.16	81.60	81.60	81.60	81.60
利润总额	1,119	1,733	2,364	3,053	3,743
所得税	191.06	270.11	368.46	475.81	583.37
净利润	927.61	1,463	1,995	2,577	3,159
少数股东损益	265.66	456.32	628.17	805.09	991.69
归属母公司净利润	661.95	1,006	1,367	1,772	2,168
EBITDA	1,198	1,804	2,432	3,103	3,788
EPS (元, 基本)	3.89	5.92	8.04	10.42	12.74

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	41.58	31.03	28.57	23.89	19.04
营业利润	40.63	58.44	34.93	28.26	22.07
归属母公司净利润	36.31	52.05	35.85	29.58	22.34
获利能力 (%)					
毛利率	81.94	85.10	85.30	85.60	86.00
净利率	16.14	18.73	19.79	20.70	21.27
ROE	15.90	20.71	23.13	24.21	23.88
ROIC	25.25	33.24	39.82	44.16	44.14
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.26	32.80	31.78	30.22	28.25
净负债比率 (%)	3.39	8.65	9.00	9.29	9.53
流动比率	2.66	2.24	2.30	2.40	2.55
速动比率	1.73	1.61	1.66	1.76	1.92
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.64	0.65	0.63	0.60
应收账款周转率	8.34	8.57	8.43	8.29	8.14
应付账款周转率	4.29	3.83	4.80	4.70	4.60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.89	5.92	8.04	10.42	12.74
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	5.20	14.52	13.87	17.46
每股净资产(最新摊薄)	26.02	31.13	38.36	47.69	59.03
估值比率					
PE (倍)	105.98	69.70	51.31	39.60	32.36
PB (倍)	15.85	13.25	10.75	8.65	6.99
EV_EBITDA (倍)	48.86	32.44	24.06	18.86	15.45

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com