

公司研究/公告点评

2019年01月14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): 169.91  
合理价格区间(元): 224.10~239.00

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

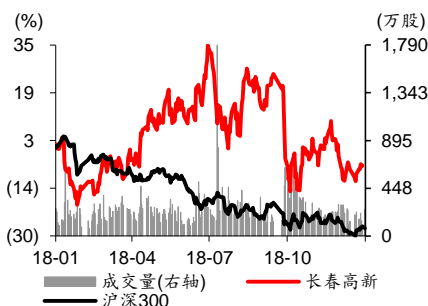
李运 执业证书编号: S0570518060003  
研究员 021-38476288  
liyun3@htsc.com

沈卢庆 021-38476125  
联系人 shenluqing@htsc.com

相关研究

- 1《长春高新(000661,买入): 核心制药业务稳定增长》2018.10
- 2《长春高新(000661,买入): 无惧寒冬, 高速增长持续》2018.10
- 3《长春高新(000661,买入): 生长激素开启快速成长通道》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 赛道稳健, 持续增长可期

## 长春高新(000661)

**2018 盈利惊喜, 维持“买入”评级, 目标价 224.1-239.0 元**

公司 1 月 14 日发布 2018 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 9.27-10.60 亿元 (40%-60% yoy), 符合我们对于全年的预期。我们预计房地产贡献稳健利润 (1 亿元左右), 则制药业务全年展现强势增长 (45%-68% 利润增速区间)。我们看好公司全年在生长激素 (水针发力、人效提升) 和疫苗 (长生事件带来需求缺口) 双重驱动下冲击 50% 业绩增速, 维持 18-20 年 EPS 5.73/7.47/9.41 元及目标价 224.1-239.0 元, 给予买入评级。

**金赛: 消费意愿增强叠加入效提升, 持续增长可期**

我们估测金赛 18 年实现 55-60% 业绩增速, 19 年仍有望冲击 40% 以上高速增长 (基本不受医保控费影响), 预测基于: 1) 18 年全年新患高速增长 (预计月均新入组患者约 4500 人, 增速达 40%), 奠定 19-20 年增量基础; 2) 品牌优势和注射便捷性推动公司水针+电子笔广受欢迎 (人均使用时长增至 420 天 vs 18 年初平均 360 天); 3) 销售队伍增加 (当前超 1600 人), 人效管理优化 (扁平化管理鼓励一线人员), 有望加速渗透 2000 余名处方医生, 提高人均单产; 4) 公司当前有 10 个品种处临床开发阶段, 其中长效生长激素 IV 期临床结束在报批, 预计 19 年上市卡式瓶后配合电子笔使用, 带动整体毛利率上行。

**百克: 长生事件导致供给缺口, 痘苗、狂犬加速放量**

长生退出导致痘苗、狂犬格局变动, 市场供不应求, 我们预计百克 18 年全年实现 80% 以上业绩增长, 预测基于: 1) 根据中检所批签发数据, 百克痘苗 2018 年批签发量显著增加 (同比增长 33% 达 650 万人份), 其中 4Q 批签发量与前三季度数据相比显著减少, 预计和产能限制有关; 2) 迈丰狂犬批签发提速 (2018 年批签发增速高达 105%, 约 60 万人份); 及 3) 新疫苗品种有望陆续登陆, 其中鼻喷流感疫苗已报产, 有望于 1H19 获批, 带状疱疹减毒活疫苗进入临床, 新型百白破和狂犬抗体二倍体等在研发中。

**房地产持续贡献现金流, 加强生物类似药布局**

我们预计房地产年末结算后为公司贡献 1 亿元左右净利润, 我们看好公司定位高端和效益, 受益后续多项优质资产储备 (和园、怡众名城、慧园及旧城改造项目)。公司与冰岛安沃泰克公司共同设立合资公司, 将 6 项生物类似药项目引入中国市场, 体现公司凭借现有生物销售渠道, 维持产品高速增长的同时, 着力布局未来生物类似药管线的决心。

风险提示: 长效生长激素推广速度低于预期, 新进入者攫取市场份额, 新品临床进展及效果不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	170.11
流通 A 股 (百万股)	169.95
52 周内股价区间 (元)	153.17-255.30
总市值 (百万元)	28,904
总资产 (百万元)	8,680
每股净资产 (元)	30.14

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,897	4,102	5,519	7,020	8,632
+/-%	20.62	41.58	34.54	27.19	22.96
归属母公司净利润 (百万元)	485.62	661.95	974.90	1,271	1,601
+/-%	26.31	36.31	47.28	30.35	25.96
EPS (元, 最新摊薄)	2.85	3.89	5.73	7.47	9.41
PE (倍)	59.52	43.66	29.65	22.74	18.06

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1月14日)

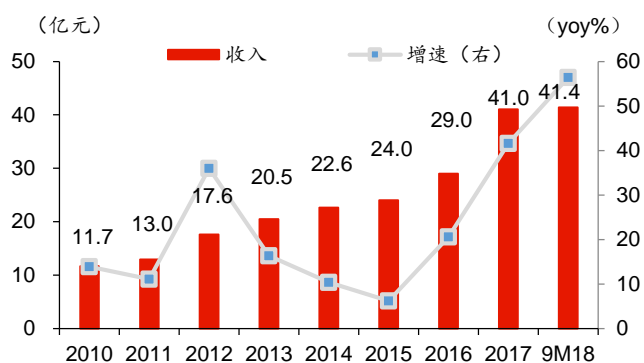
公司名称	股票代码	收盘价 2018/10/19	总市值 (亿元)	总股本 (百万股)	2017A	EPS (元)		PE (x)		
						2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
安科生物*	300009.SZ	12.88	128	997	0.39	0.36	0.48	33	36	27
智飞生物*	300122.SZ	35.3	565	1,600	0.27	0.97	1.72	131	36	21
通化东宝	600867.SH	12.29	250	2,054	0.41	0.44	0.55	30	28	22
<b>平均值</b>			<b>314</b>	<b>1550</b>	<b>0.36</b>	<b>0.59</b>	<b>0.92</b>	<b>65</b>	<b>33</b>	<b>23</b>

注: 标\*公司为未覆盖公司计算用 EPS 使用 Wind 一致预测, 其余公司为已覆盖公司使用自己预测数据

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

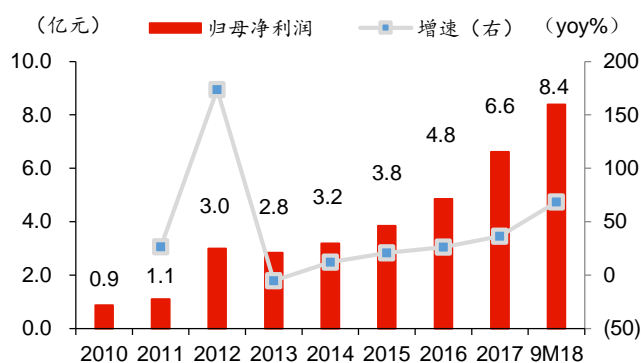
## 公司经营指标概览

图表2: 公司营业收入



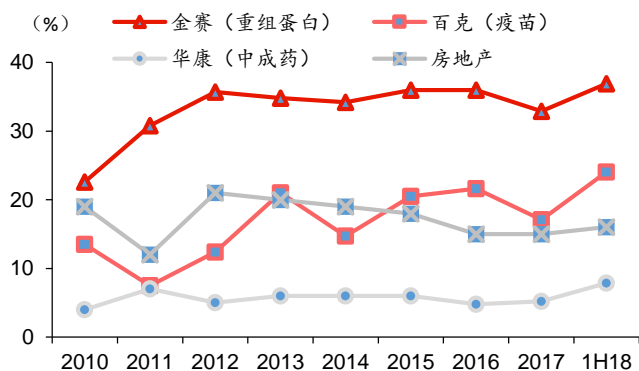
资料来源: 2010-2017 年年报, 2018 年三季报, 华泰证券研究所

图表3: 公司归母净利润



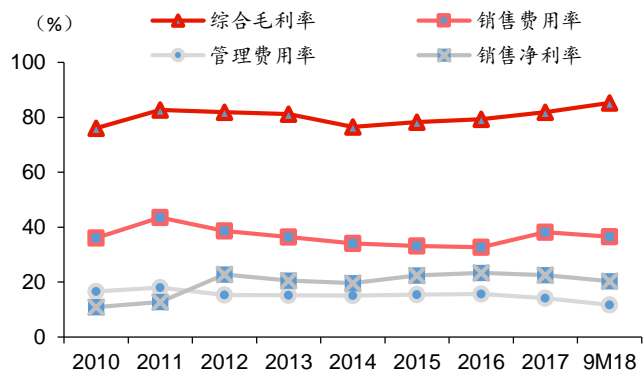
资料来源: 2010-2017 年年报, 2018 年三季报, 华泰证券研究所

图表4: 各子公司销售净利率



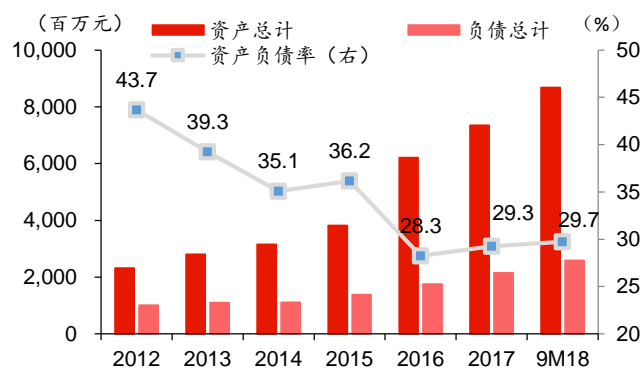
资料来源: 2010-2017 年年报, 2018 年半年报, 华泰证券研究所

图表5: 公司销售毛利率、净利率和费用率



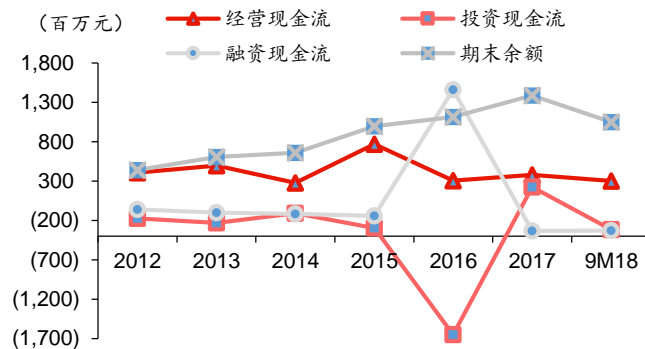
资料来源: 2010-2017 年年报, 2018 年三季报, 华泰证券研究所

**图表6：公司资产负债率**



资料来源：2010-2017 年年报，2018 年三季度报，华泰证券研究所

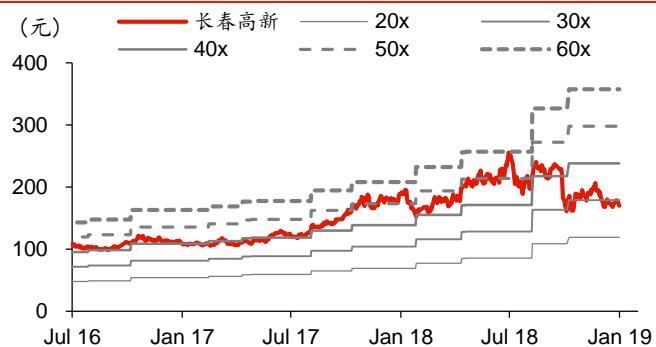
**图表7：公司现金流量**



资料来源：2010-2017 年年报，2018 年三季度报，华泰证券研究所

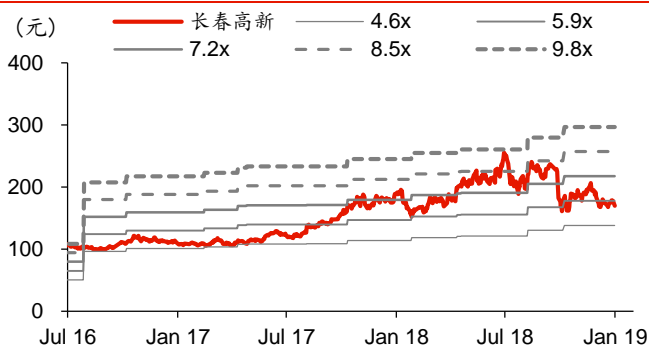
**PE/PB - Bands**

**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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,415	5,257	6,914	8,920	11,335
现金	1,117	1,390	1,900	2,991	4,403
应收账款	446.35	537.50	816.56	1,039	1,277
其他应收账款	249.40	78.29	378.04	480.83	591.25
预付账款	309.80	281.40	264.63	261.57	312.18
存货	676.36	1,840	2,399	2,965	3,538
其他流动资产	1,616	1,130	1,156	1,183	1,213
非流动资产	1,788	2,094	2,296	2,554	2,874
长期投资	15.39	74.36	74.36	74.36	74.36
固定投资	735.50	1,116	1,569	1,991	2,382
无形资产	198.27	168.57	140.44	113.78	88.53
其他非流动资产	839.31	735.29	512.58	375.08	328.80
资产总计	6,204	7,351	9,210	11,474	14,209
流动负债	1,586	1,974	2,523	3,084	3,672
短期借款	77.00	60.00	80.73	102.68	126.26
应付账款	113.85	231.59	302.00	373.14	445.33
其他流动负债	1,395	1,682	2,140	2,608	3,100
非流动负债	166.91	177.42	181.73	186.30	191.21
长期借款	7.67	12.49	16.80	21.37	26.28
其他非流动负债	159.24	164.93	164.93	164.93	164.93
负债合计	1,753	2,151	2,705	3,270	3,863
少数股东权益	550.61	774.49	1,241	1,868	2,672
股本	170.11	170.11	170.11	170.11	170.11
资本公积	1,967	1,967	1,967	1,967	1,967
留存公积	1,763	2,289	3,127	4,198	5,537
归属母公司股东权益	3,900	4,426	5,265	6,335	7,675
负债和股东权益	6,204	7,351	9,210	11,474	14,209

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	308.07	381.39	827.23	1,533	1,969
净利润	677.69	927.61	1,441	1,899	2,404
折旧摊销	84.44	87.72	110.50	139.17	167.89
财务费用	(18.69)	(9.31)	(11.90)	(16.80)	(29.46)
投资损失	(14.25)	52.00	(93.60)	(112.32)	(134.78)
营运资金变动	(465.91)	(748.87)	(618.71)	(375.82)	(438.17)
其他经营现金	44.80	72.24	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(1,651)	223.82	(218.82)	(284.77)	(353.27)
资本支出	185.26	231.46	311.41	396.09	487.05
长期投资	5.31	158.51	(92.60)	(111.32)	(133.78)
其他投资现金	1,460	(613.78)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	1,461	(330.81)	(99.15)	(157.11)	(203.32)
短期借款	(2.00)	(17.00)	20.73	21.95	23.58
长期借款	(16.04)	4.82	4.31	4.57	4.91
普通股增加	38.79	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,703	0.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(263.16)	(318.78)	(124.19)	(183.63)	(231.81)
现金净增加额	118.39	274.39	509.27	1,091	1,413

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,897	4,102	5,519	7,020	8,632
营业成本	596.26	740.71	965.89	1,193	1,424
营业税金及附加	101.67	102.62	138.08	175.62	215.95
营业费用	947.87	1,565	2,031	2,548	3,108
管理费用	453.78	580.52	750.63	940.70	1,148
财务费用	(18.69)	(9.31)	(11.90)	(16.80)	(29.46)
资产减值损失	20.89	45.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.25	52.00	93.60	112.32	134.78
营业利润	810.68	1,138	1,757	2,310	2,919
营业外收入	34.13	5.44	5.44	5.44	5.44
营业外支出	26.95	25.16	25.16	25.16	25.16
利润总额	817.86	1,119	1,738	2,290	2,899
所得税	140.17	191.06	296.79	391.08	495.14
净利润	677.69	927.61	1,441	1,899	2,404
少数股东损益	192.07	265.66	466.03	627.90	803.22
归属母公司净利润	485.62	661.95	974.90	1,271	1,601
EBITDA	879.72	1,198	1,744	2,301	2,904
EPS (元, 基本)	2.85	3.89	5.73	7.47	9.41

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	20.62	41.58	34.54	27.19	22.96
营业利润	29.83	40.42	54.38	31.41	26.38
归属母公司净利润	26.31	36.31	47.28	30.35	25.96
获利能力 (%)					
毛利率	79.42	81.94	82.50	83.00	83.50
净利率	16.76	16.14	17.66	18.10	18.54
ROE	17.11	15.90	20.12	21.91	22.85
ROIC	26.53	25.25	31.14	35.28	39.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.26	29.26	29.37	28.50	27.19
净负债比率 (%)	4.85	3.39	3.62	3.80	3.96
流动比率	2.78	2.66	2.74	2.89	3.09
速动比率	2.36	1.73	1.79	1.93	2.12
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.61	0.67	0.68	0.67
应收账款周转率	7.28	8.34	8.15	7.57	7.46
应付账款周转率	5.50	4.29	3.62	3.54	3.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.85	3.89	5.73	7.47	9.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	2.24	4.86	9.01	11.58
每股净资产(最新摊薄)	22.93	26.02	30.95	37.24	45.11
估值比率					
PE (倍)	59.52	43.66	29.65	22.74	18.06
PB (倍)	7.41	6.53	5.49	4.56	3.77
EV_EBITDA (倍)	34.32	25.20	17.31	13.12	10.40

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，需在允许的范围内使用，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