申万宏源研究 SWS RESEARCH

医药生物

2018 年 10 月 23 日

长春高新 （000661）

——净利润增长 72.2%，相对估值重回历史底部

报告原因：有业绩公布需要点评

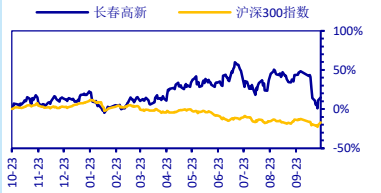
买入（维持）

市场数据：	2018 年 10 月 22 日
收盘价（元）	183.45
一年内最高/最低（元）	257.79/149.2
市净率	6.1
息率（分红/股价）	0.44
流通 A 股市值（百万元）	31178
上证指数/深证成指	2654.88/7748.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2018 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	30.14
资产负债率%	29.73
总股本/流通 A 股（百万）	170/170
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中美贸易战之医药：醉翁之意不在今，未雨绸缪看创新》 2018/03/26

《重视国民健康、深化医药改革——国务院机构改革方案点评》 2018/03/14

证券分析师
闫天一 A0230517060001
yanty@swsresearch.com
联系人
暴晓丽
(8621)23297818×7251
baoxl@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **营收增长 56.36%，归母净利润增长 72.20%。**公司发布 2018 年三季报，实现营业收入 41.4 亿元，同比增长 56.36%；归母净利润 8.39 亿元，同比增长 72.20%，符合我们的预期。
- **医药工业收入同比增长 41.39%，净利润同比增长 55.85%。**我们预计金赛药业实现营业收入接近 20 亿元，同比增长接近 50%左右；预计金赛药业全年收入有望达到 30 亿元左右，净利润达到 10 亿元左右，预计收入增速接近 50%、新增患者人数接近 40%，暑假旺季的良好表现奠定了明年业绩增长的基础；百克生物全年有望实现营业收入 10 亿元以上，实现净利润接近 3 亿元左右。得益于竞争对手产品退市，百克生物主打产品水痘、狂苗有望提速。
- **短期受金磊博士辞职等影响，相对估值接近历史底部。**2018 年 10 月 11 日公司公告金磊博士因个人原因辞去第九届董事会董事职务。受该事件影响，引发市场的担忧，公司股价出现了回调。我们回顾了金赛药业的历史估值情况，从 PE（TTM）来看，金赛药业的估值底部出现在 2012 年，此外大部分时间估值倍数在 40 到 50 倍之间，当前股价对应 18 年预计净利润 PE 倍数在 35 倍左右。我们认为目前股价接近历史估值的底部，配置的性价比增强。
- **悲观预期已基本释放，维持买入评级。**我们在一年前的三季报点评中旗帜鲜明的提出，长春高新的股价有望实现三年三倍的涨幅，从 16 年的 80 元到 18 年的 240 元（详见去年三季报点评《三年三倍征程刚过半，暑期高增长奠定明年业绩基础》）。而金赛药业的少数股权问题由来已久，只不过在业绩增速高，股价涨幅较快的时候，容易被市场选择性忽略（今年股价高点 257 元，对应金赛药业今年 PE 超过 55 倍）。而目前的价位，我们认为悲观的预期已基本反映在股价中，配置性价比提高。我们上调 2018 年、2019 年的盈利预测，并且首次给出 2020 年的盈利预测，EPS 分别为 5.97（前值为 5.91 元）、8.05（前值为 8.04 元）、10.28 元，对应 PE 分别为 31、23、18 倍，维持买入评级。
- **风险提示：诺和诺德产品加剧行业竞争；患者增速由于高基数而放缓**

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,102	4,140	5,253	6,775	8,811
同比增长率（%）	41.58	56.36	28.00	29.00	30.00
净利润（百万元）	662	839	1,016	1,369	1,749
同比增长率（%）	36.53	72.20	53.50	34.80	27.70
每股收益（元/股）	3.89	4.93	5.97	8.05	10.28
毛利率（%）	81.9	85.3	82.6	84.2	85.1
ROE（%）	15.0	16.4	18.7	20.1	20.4
市盈率	47		31	23	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,402	2,897	4,102	5,253	6,775	8,811
营业收入同比增长率（yoy）	6.18%	20.62%	41.58%	28.00%	29.00%	30.00%
减：营业成本	521	596	741	913	1,071	1,313
毛利率（%）	78.32%	79.42%	81.94%	82.60%	84.20%	85.10%
减：营业税金及附加	90	102	103	131	169	220
主营业务利润	1,791	2,200	3,259	4,209	5,535	7,278
主营业务利润率（%）	74.58%	75.91%	79.44%	80.13%	81.70%	82.60%
减：销售费用	797	948	1,565	1,891	2,439	3,172
减：管理费用	371	454	581	604	779	1,145
减：财务费用	-15	-19	-9	0	0	0
经营性利润	639	817	1,122	1,714	2,317	2,961
经营性利润同比增长率（yoy）	18.73%	27.86%	37.43%	52.73%	35.18%	27.79%
经营性利润率（%）	26.59%	28.18%	27.36%	32.63%	34.20%	33.61%
减：资产减值损失	13	21	46	-6	0	0
加：投资收益及其他	-1	14	52	0	0	0
营业利润	624	810	1,138	1,719	2,317	2,960
加：营业外净收入	28	7	-20	0	0	0
利润总额	653	817	1,119	1,719	2,317	2,960
减：所得税	114	140	191	308	415	530
净利润	538	677	928	1,411	1,902	2,430
少数股东损益	154	192	266	395	533	680
归属于母公司所有者的净利润	384	485	662	1,016	1,369	1,749
净利润同比增长率（yoy）	20.84%	26.11%	36.53%	53.50%	34.80%	27.70%
全面摊薄总股本	131	170	170	170	170	170
每股收益（元）	2.93	3.08	3.89	5.97	8.05	10.28
归属母公司所有者净利润率（%）	16.01%	16.73%	16.14%	-	-	-
ROE	21.63%	12.43%	14.96%	18.70%	20.10%	20.40%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失
【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益
【营业外净收入】营业外收入减营业外支出
【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)
【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao1@swhysc.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan4@swhysc.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang2@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）　　：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。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。