

证券研究报告—动态报告

医药保健

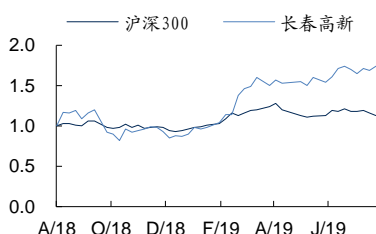
制药与生物

长春高新(000661)
增持

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 13 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	170/170
总市值/流通(百万元)	58,531/58,495
上证综指/深圳成指	2,815/8,979
12 个月最高/最低(元)	356.62/149.78

相关研究报告:

《长春高新-000661-2018 年年报点评: 理顺股权结构, 夯实成长基础》——2019-03-09
 《长春高新-000661-重大事件快评: 携手安沃泰克, 储备单抗仿制药管线-180925》——2018-09-25
 《长春高新-000661-2018 年半年报点评: 生长激素与疫苗业绩大超预期》——2018-08-22
 《长春高新-000661-重大事件快评: 多因素共振形成超预期》——2018-07-09
 《长春高新-000661-2017 年三季报点评: 医药板块一骑绝尘》——2017-10-25

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
疫苗行业冲击, 金赛气势如虹
● 受疫苗板块影响, 业绩增速略有放缓

2019 年上半年长春高新实现营收 33.92 亿元 (+23.36%), 归母净利润 7.27 亿元 (+32.60%), 扣非归母净利润 7.18 亿元 (+39.47%), 受疫苗板块影响, 业绩增速略有放缓。从单季度来看, 2019Q2 公司实现营收 16.17 亿元 (-5.9%), 归母净利润 3.62 亿元 (+7.0%)。上半年公司的销售费用率为 34.6% (-1.2pct), 管理费用率 10.8% (-1.3pct), 均有一定程度的下降。存货周转天数大幅下降, 且经营性现金流净额达 8.5 亿元 (+356%), 大幅改善。

● 长春金赛: 预计全年增速 40%~50%

核心子公司长春金赛上半年营收 21.4 亿 (+41.6%), 净利润 8.2 亿 (+47.8%), 生长激素维持高增速, 预计金赛全年业绩增速在 40%~50%之间。生长激素的增长来源于渠道下沉、渗透率的提升、销售团队的扩张以及长效水针的高端替代。长效水针是公司的独家产品, 终端价格较高, 预计公司将配合电子笔的上市, 逐步加大长效水针的推广。金赛有多项生长激素新适应症在研, 获批后有助于拓展生长激素的空间。

● 长春百克: 受行业事件影响较大

受到行业性事件的影响, 长春百克上半年营收 4.07 亿 (-29.2%), 净利润 0.96 亿 (-30.4%)。从批签发看, 2019H1 水痘疫苗批签发 213 万人份 (-42%), 狂犬疫苗批签发 4.9 万人份 (-86%), 四月份开始, 水痘疫苗的批签发明显恢复, 但狂犬疫苗在 1 月份之后就没有批签发。我们预计水痘疫苗在下半年会继续恢复, 而狂犬疫苗复产的时间周期相对较长。长春百克的鼻喷流感疫苗已启动现场核查准备工作, 预计可在今年年底或明年初上市, 2020 年开始贡献利润。

● 风险提示: 生长激素销售增速下滑、重组金赛失败的风险。
● 投资建议: 管线储备深厚, 看好长期布局, 维持“增持”评级

核心子公司长春金赛业绩高速增长, 长春百克受行业事件影响处于恢复期, 换股方案的公布有助于理顺公司的股权结构。假设换股和增发完成, 则预计 2019~2021 年归母净利润 18.26/23.56/28.11 亿元, 可比口径增速为 36.2%、29.0%、19.3%, 对应 PE 为 39.3/30.4/25.5x, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

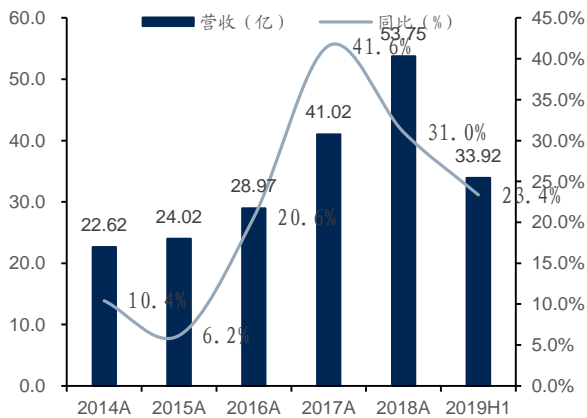
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,102	5,375	7,140	8,941	10,379
(+/-%)	41.6%	31.0%	32.8%	25.2%	16.1%
净利润(百万元)	662	1006	1826	2356	2811
(+/-%)	36.5%	52.1%	81.4%	29.0%	19.3%
摊薄每股收益(元)	3.89	5.92	8.77	11.31	13.50
EBIT Margin	27.1%	37.7%	34.9%	36.0%	37.1%
净资产收益率(ROE)	15.0%	19.0%	29.2%	31.4%	31.2%
市盈率(PE)	88.4	58.2	39.3	30.4	25.5
EV/EBITDA	50.7	28.9	28.6	22.4	18.8
市净率(PB)	13.22	11.05	11.45	9.54	7.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

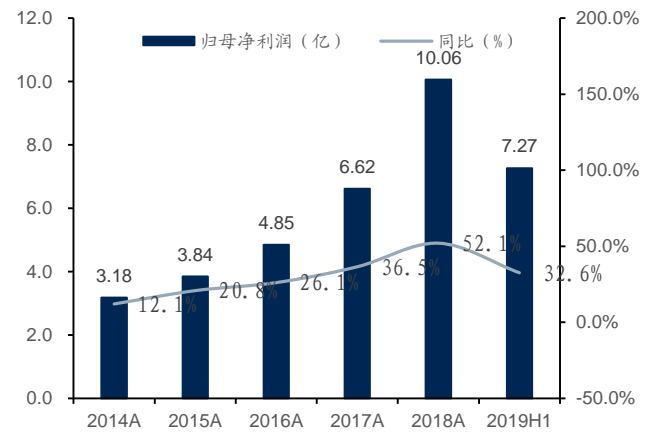
受疫苗板块影响，业绩增速略有放缓。2019年上半年长春高新实现营收33.92亿元（+23.36%），归母净利润7.27亿元（+32.60%），扣非归母净利润7.18亿元（+39.47%），业绩增速略有放缓。从单季度来看，2019Q2公司实现营收16.17亿元（-5.9%），归母净利润3.62亿元（+7.0%）。分板块看，生物制药板块营收25.47亿（+22.2%），增速放缓因受疫苗业务拖累；中成药营收2.91亿（+13.7%），房地产板块营收5.39亿（+37.8%）。

图 1：长春高新营收情况（亿元）



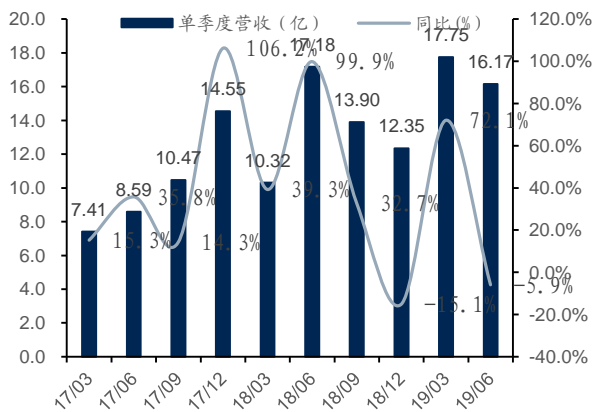
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：长春高新归母净利润情况



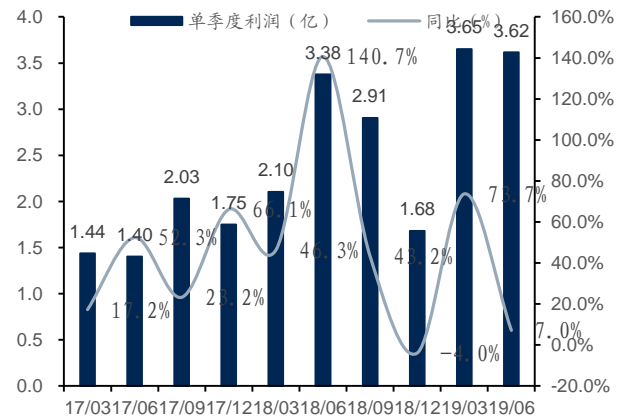
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：长春高新单季度营收情况（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：长春高新单季度归母净利润情况（亿元）



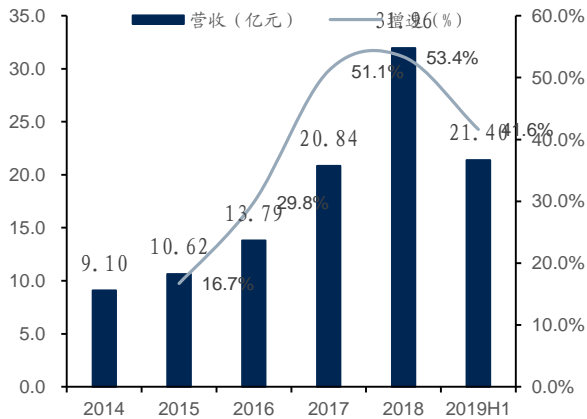
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：长春高新分板块营收情况（百万）

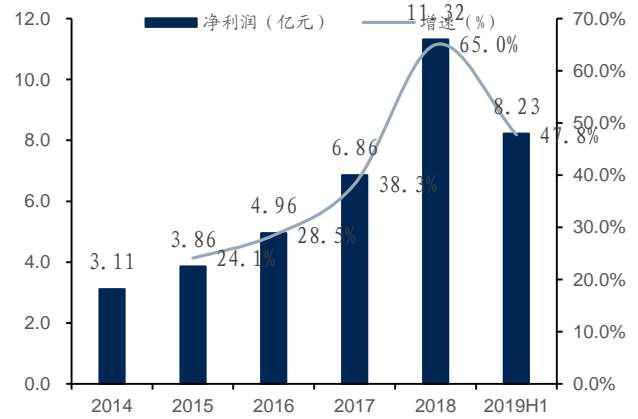
	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
生物制药	1,163.4	1,319.3	1,725.2	2,801.2	4,222.8	2,085.1	2,547.1
增速 (%)		13.4%	30.8%	62.4%	50.7%		22.2%
中成药	597.8	568.2	593.4	652.3	527.5	256.1	291.2
增速 (%)		-5.0%	4.4%	9.9%	-19.1%		13.7%
房地产	477.8	491.2	551.7	616.2	605.4	391.2	539.1
增速 (%)		2.8%	12.3%	11.7%	-1.8%		37.8%
服务业	23.3	23.4	27.2	32.5	19.3	16.8	14.2
增速 (%)		0.4%	16.2%	19.5%	-40.6%		-15.5%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

长春金赛：预计全年增速 40%~50%。核心子公司长春金赛上半年营收 21.4 亿 (+41.6%)，净利润 8.2 亿 (+47.8%)，生长激素维持高增速，预计金赛全年业绩增速在 40%~50%之间。生长激素的增长来源于渠道下沉、渗透率的提升、销售团队的扩张以及长效水针的高端替代。长效水针是公司的独家产品，终端价格较高，预计公司将配合电子笔的上市，逐步加大长效水针的推广。

图 5：长春金赛营收情况（亿元）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：长春金赛净利润情况（亿元）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新增适应症打开生长激素成长空间。金赛在研多个生长激素适应症扩展的项目，包括水针的肾移植前因慢性肾脏疾病（CKD）所引起的儿童生长障碍适应症、Prader-Willi 综合征、小于胎龄儿(SGA)适应症，以及长效水针的儿童特发性矮小适应症、Turner 综合征适应症、小于胎龄儿(SGA)适应症和成人生长激素缺乏适应症。新增适应症有助于打开生长激素的成长空间。

表 2：长春高新在研项目进度

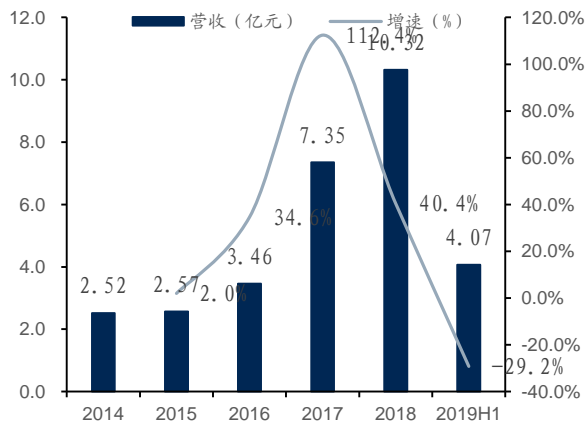
序号	项目名称	类别	项目进展	项目单位	申报适应症
1	聚乙二醇重组人生长激素注射液 IV 期临床研究	治疗用生物制品	完成 IV 期临床试验，获得再注册批件	金赛药业	用于儿童生长激素缺乏
2	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III 期临床试验	金赛药业	增加小于胎龄儿(SGA)适应症
3	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II 期临床试验	金赛药业	增加小于胎龄儿(SGA)适应症
4	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II 期临床试验	金赛药业	增加 Turner 综合征适应症
5	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II 期临床试验	金赛药业	增加儿童特发性矮小适应症
6	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II 期临床试验	金赛药业	增加成人生长激素缺乏适应症
7	外用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子 (rhGM-CSF) 凝胶	治疗用生物制品	III 期临床试验	金赛药业	增加糖尿病足慢性溃疡适应症
8	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III 期临床试验	金赛药业	增加儿童特发性矮小适应症
9	注射用醋酸曲普瑞林微球	化药	I 期临床试验	金赛药业	醋酸曲普瑞林的长效制剂，用于治疗性早熟、前列腺癌。
10	注射用醋酸奥曲肽微球	化药	即将开始临床试验	金赛药业	醋酸奥曲肽的长效制剂，用于治疗肢端肥大症。
11	金妥昔单抗注射液	治疗用生物制品	I 期临床试验	金赛药业	用于胃癌、肺癌、结直肠癌。
12	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III 期临床试验	金赛药业	增加肾移植前因慢性肾脏疾病 (CKD) 所引起的儿童生长障碍适应症
13	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III 期临床试验	金赛药业	增加因 Prader-Willi 综合征所引起的儿童生长障碍适应症
14	注射用重组人促卵泡激素	治疗用生物制品	III 期临床试验	金赛药业	增加超排卵或辅助生育技术 (ART) 进行卵巢刺激以促进多卵泡发育的妇女适应症
15	注射用金纳单抗	治疗用生物制品	I 期临床试验	金赛药业	用于全身型幼年特发性关节炎 (SJIA)，急性痛性关节炎
16	带状疱疹减毒活疫苗	预防用生物制品	II 期临床试验	百克生物	预防带状疱疹
17	鼻喷冻干流感减毒活疫苗	预防用生物制品	已申报生产，等待批准	百克生物	预防流感
18	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	预防用生物制品	临床试验	迈丰生物	预防狂犬病

19	伪人参皂苷 GQ 及其注射液	化药	准备开始 II 期临床试验	华康药业	用于抗心肌缺血
20	洋参果冠心病片	中药	III 期临床试验	华康药业	用于冠心病心绞痛
21	莽吉柿胶囊	中药	II 期临床试验	华康药业	调节血脂
22	银花泌炎灵片	补充申请	III 期临床试验	华康药业	增加适应症, 用于治疗前列腺炎

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

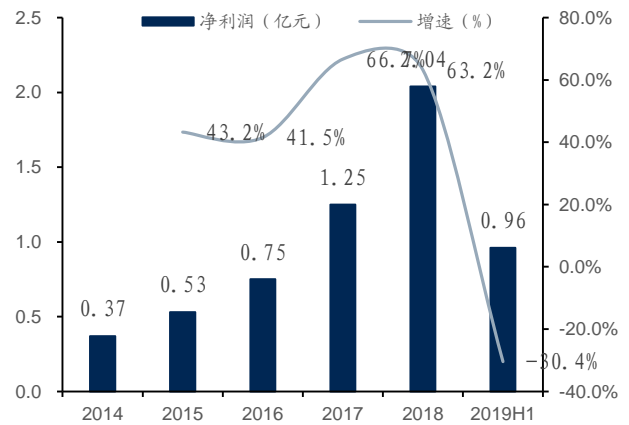
长春百克: 受行业事件影响较大。受到行业性事件的影响, 长春百克上半年营收 4.07 亿 (-29.2%), 净利润 0.96 亿 (-30.4%)。从批签发看, 2019H1 水痘疫苗批签发 213 万人份 (-42%), 狂犬疫苗批签发 4.9 万人份 (-86%), 四月份开始, 水痘疫苗的批签发明显恢复, 但狂犬疫苗在 1 月份之后就没了批签发。我们预计水痘疫苗在下半年会继续恢复, 而狂犬疫苗复产的时间周期相对较长。长春百克的鼻喷流感疫苗已启动现场核查准备工作, 预计可在今年底或明年初上市, 2020 年开始贡献利润。

图 7: 长春百克营收情况 (亿元)



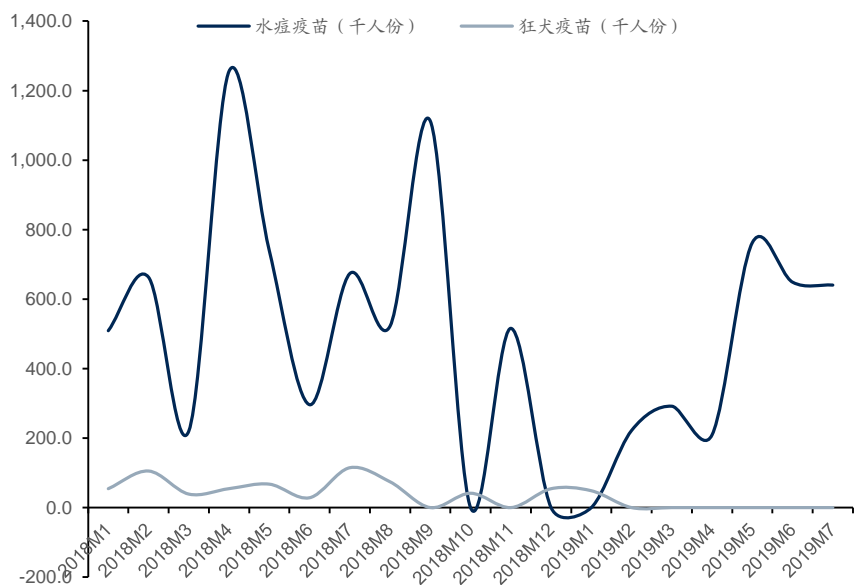
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 长春百克净利润情况 (亿元)



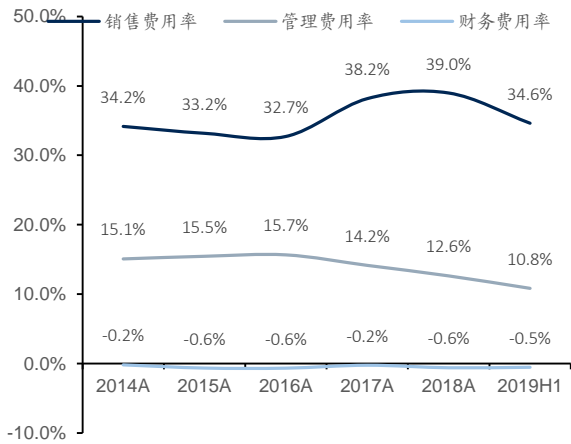
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 长春百克主要产品批签发情况 (千人份)



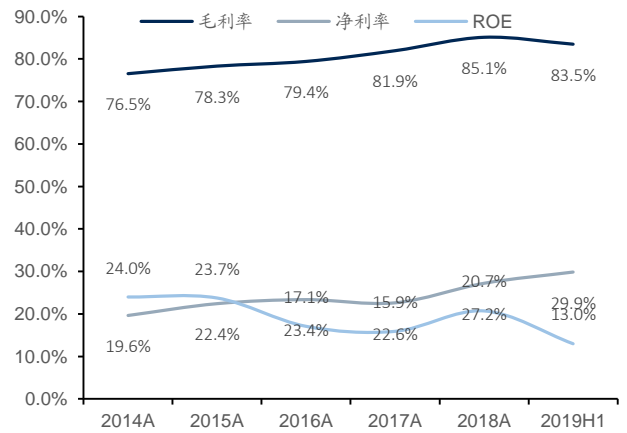
资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

图 10: 长春高新三费率情况



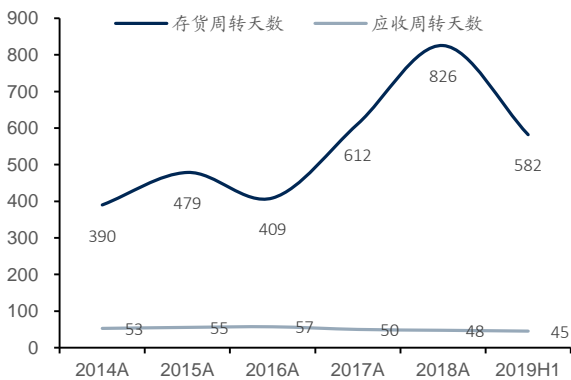
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 长春高新毛利率、净利率和 ROE 情况



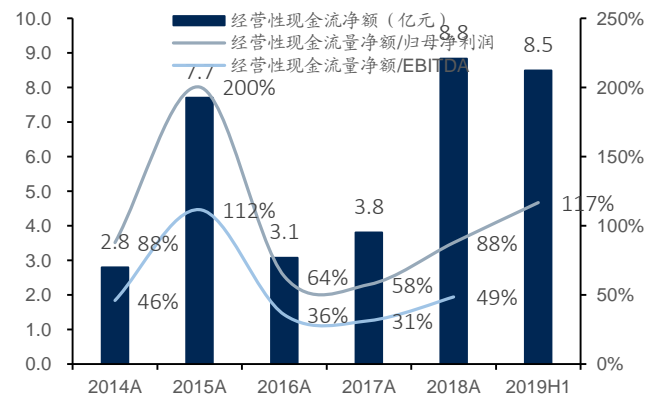
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 长春高新存货及应收账款与票据周转情况



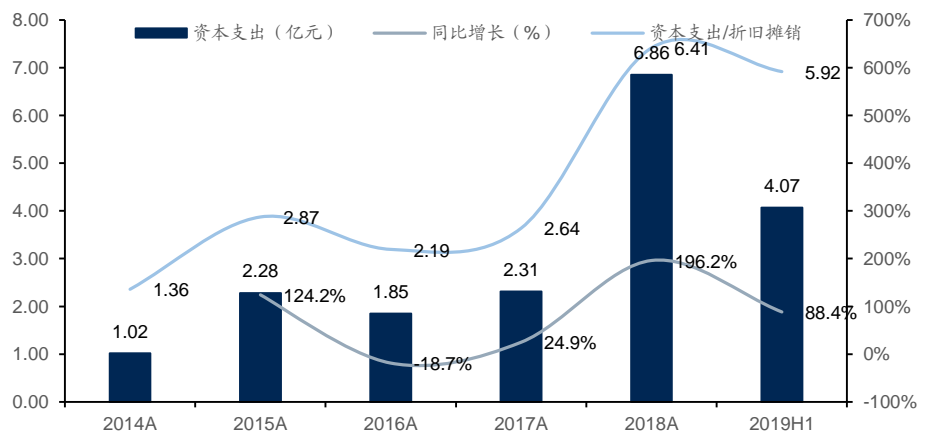
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 长春高新现金流情况 (亿元)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 长春高新经营性现金流净额情况 (亿元)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 19/8/12	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级	
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E				21E
000661	长春高新	344.07	585	5.92	8.78	11.33	13.51	58.2	39.2	30.4	25.5	20.6%	1.8	增持
600867	通化东宝	14.49	295	0.41	0.47	0.55	0.65	35.1	30.8	26.2	22.4	17.6%	2.2	买入
300009	安科生物	15.04	158	0.26	0.36	0.46	0.57	57.0	41.7	32.8	26.2	15.0%	1.9	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1868	1899	2448	3184	营业收入	5375	7140	8941	10379
应收款项	1587	2109	2641	3065	营业成本	801	1189	1389	1504
存货净额	1833	2655	3088	3306	营业税金及附加	99	132	165	192
其他流动资产	1247	1657	2075	2409	销售费用	2095	2571	3219	3736
流动资产合计	6536	8319	10252	11964	管理费用	351	759	948	1099
固定资产	1728	1848	2228	2866	财务费用	(32)	(47)	(51)	(65)
无形资产及其他	235	225	216	207	投资收益	65	0	0	0
投资性房地产	845	845	845	845	资产减值及公允价值变动	(16)	(28)	(30)	(24)
长期股权投资	69	80	83	86	其他收入	(303)	0	0	0
资产总计	9413	11318	13625	15968	营业利润	1806	2509	3241	3888
短期借款及交易性金融负债	255	0	105	120	营业外净收支	(73)	0	(4)	(25)
应付款项	187	270	240	257	利润总额	1733	2509	3237	3863
其他流动负债	2472	3427	4212	4795	所得税费用	270	391	505	602
流动负债合计	2914	3698	4557	5172	少数股东损益	456	292	377	450
长期借款及应付债券	12	12	12	12	归属于母公司净利润	1006	1826	2356	2811
其他长期负债	161	161	161	163					
长期负债合计	173	173	173	175					
负债合计	3087	3871	4730	5347					
少数股东权益	1031	1186	1385	1623					
股东权益	5295	6262	7509	8998					
负债和股东权益总计	9413	11318	13625	15968					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1006	1826	2356	2811
资产减值准备	(30)	7	4	7
折旧摊销	103	154	196	240
公允价值变动损失	16	28	30	24
财务费用	(32)	(47)	(51)	(65)
营运资本变动	(364)	(706)	(625)	(368)
其它	326	147	195	231
经营活动现金流	1058	1456	2156	2946
资本开支	(489)	(300)	(600)	(900)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(484)	(311)	(603)	(903)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1)	0	0	0
支付股利、利息	(353)	(859)	(1108)	(1323)
其它融资现金流	612	(255)	105	15
融资活动现金流	(96)	(1114)	(1003)	(1308)
现金净变动	478	30	550	735
货币资金的期初余额	1390	1868	1899	2448
货币资金的期末余额	1868	1899	2448	3184
企业自由现金流	963	1249	1688	2220
权益自由现金流	1574	1034	1837	2290

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	5.92	8.77	11.31	13.50
每股红利	2.08	4.12	5.32	6.35
每股净资产	31.13	30.06	36.05	43.20
ROIC	29%	30%	35%	37%
ROE	19%	29%	31%	31%
毛利率	85%	83%	84%	86%
EBIT Margin	38%	35%	36%	37%
EBITDA Margin	40%	37%	38%	39%
收入增长	31%	33%	25%	16%
净利润增长率	52%	81%	29%	19%
资产负债率	44%	45%	45%	44%
息率	0.6%	1.5%	1.9%	2.3%
P/E	58.2	39.3	30.4	25.5
P/B	11.1	11.4	9.5	8.0
EV/EBITDA	28.9	28.6	22.4	18.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032