

张明芳 葛岩
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年3月17日

长春高新(000661.SZ)/15.54元

水痘疫苗08年贡献卓著，09年金赛恢复性增长

日用消费·医药

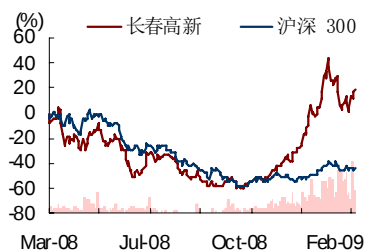
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	2153
总股本(万股)	13133
已上市流通股(万股)	10955
总市值(亿元)	20
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	4.7
资产负债率	63.1%
主要股东	长春高新超达投资有限公司
主要股东持股比例	26.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	163	10
相对表现	-8	151	56



相关报告

1、医药行业09年2月月报-疫苗品种冷热不均，疫苗行业进入计划免疫主流时代
 2009/2/6

1、长春高新涨停的短评-两个生物制药子公司高产出引领公司高增长
 2007/8/3

本报告重点提示:自今年2月大连金港安迪“狂犬疫苗”违规添加佐剂以来，SFDA加强狂犬疫苗监管，不仅增加了许多批签发检测项目，而且飞行检查加强生产工艺监督。我们认为：短期来看，有较大比例的生产企业难以达标，狂犬疫苗市场会出现供不应求，重回2007年市场格局。长春高新控股子公司——百克生物旗下的吉林迈丰目前尚未稳定生产工艺，对其利润贡献，应持谨慎预期。

- **公司08年业绩高速增长符合预期。**公司药业经过几年培育，已成为利润支柱，实现收入5.3亿元，收入占比66%，营业利润占比80%。合并报表共实现销售收入8亿元、净利润2009万元，分别同比增长21%和167%，EPS0.15元，每股经营现金流1.25元，无分配预案。子公司百克生物水痘疫苗6月开始上市销售，净利率高达39.5%，实现销售收入1亿元和净利润3961万元，收入占比12.5%，贡献EPS0.14元。子公司金赛药业08年因被迫停止在国外销售主导产品rhGF，净利润下降了4850万元。公司08年实际所得税率从60%下降到25%。
- **未来经营展望。**09年：子公司百克生物水痘疫苗保持较快增长，狂犬疫苗略有贡献，金赛在国内市场增加营业费用投入、其rhGF恢复性增长，房地产业务收入略有下降。2010年：狂犬疫苗显现利润贡献，金赛利润水平恢复到07年历史最好水平7200万元，房地产业务收入恢复到08年水平。我们综合预测09~2011年销售收入分别同比增长11%、15%和13%，净利润同比增长53%、56%和32%，09~11年实现EPS0.23元、0.37元和0.48元。
- **给予短期评级“中性”，长期评级“A”。**公司当前09年预测PE66倍，2010年预测PE42倍，短期估值高估。我们看好公司生物制药长期发展前景，给予长期评级“A”。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	662	804	893	1027	1160
同比增长	14%	21%	11%	15%	13%
营业利润(百万元)	42	64	97	153	204
同比增长	30%	51%	50%	59%	33%
净利润(百万元)	8	20	31	48	63
同比增长	67%	167%	53%	56%	32%
每股收益(元)	0.06	0.15	0.23	0.37	0.48
PE	271.5	101.6	66.3	42.5	32.2
PB	6.2	5.6	5.2	4.6	4.0

资料来源：招商证券

表 1: 长春高新 08 年合并报表财务指标

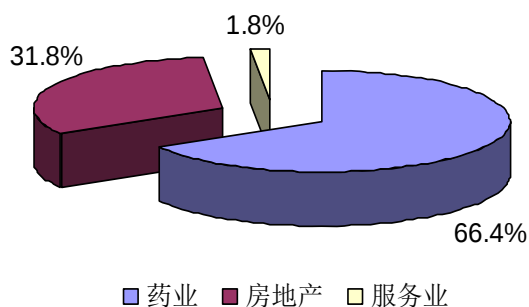
百万元、%、元	合并报表	
	08 年	同比增长率
营业收入	804	21.5%
营业成本	269	8.7%
毛利率	66.6%	3.9%
营业费用率	28.8%	0.5%
管理费用率	18.5%	0.7%
财务费用率	4.5%	1.2%
期间费用率	51.8%	2.4%
营业利率	8.0%	1.6%
利润总额	69	63.0%
利润率	8.5%	2.2%
实际所得税率	25.4%	-34.3%
净利润	20	167.3%
净利率	6.4%	3.8%
应收账款周转率	6.4	-0.6
存货周转率	0.6	0.1
每股经营现金流	1.25	-0.36

资料来源: 公司年报, 招商证券研究

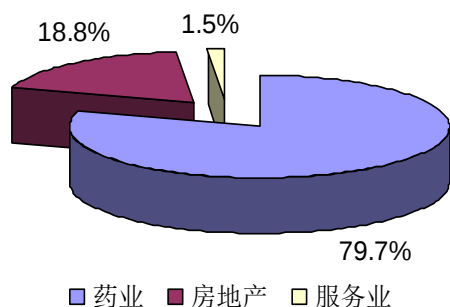
表 2: 长春高新主营收入, 成本, 毛利率指标 (单位: 百万元)

分行业	主营收入			主营业务成本			毛利率		
	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比变化百分点
药业	534	411	29.8%	107	91	18.0%	80.0%	78.0%	2.0%
房地产	256	228	12.3%	155	148	5.2%	39.3%	35.1%	4.1%
服务业	14	21	-32.5%	7	9	-24.8%	54.5%	59.1%	-4.7%
主营业务小计	804	661	21.7%	269	247	8.8%	66.6%	62.6%	4.0%

资料来源: 公司年报, 招商证券研究

图 1: 长春高新主营收入占比


资料来源: 招商证券研究

图 2: 长春高新营业利润占比


资料来源: 招商证券研究

表3：长春高新单季度，季度累积财务指标

单位: 百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	07A	08A
一、营业总收入	86	94	99	303	141	159	146	217	121	228	162	292	662	804
二、营业总成本	81	111	90	266	134	144	136	205	123	213	150	253	619	739
其中: 营业成本	22	22	22	199	53	58	58	78	36	93	35	105	247	269
营业税金及附加	1	1	1	13	3	4	3	11	3	15	4	14	21	36
销售费用	35	37	40	24	47	37	42	61	44	55	76	56	187	231
管理费用	16	23	20	41	24	25	26	43	31	34	30	55	118	149
财务费用	8	3	6	-2	7	1	10	5	9	9	6	12	22	36
资产减值损失	0	25	0	-9	0	20	-4	8	0	6	0	11	23	18
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	-1	0	0	0	-1	0	0	0	-1	-1	-1
四、营业利润	5	-17	8	36	7	15	10	11	-2	16	11	39	42	64
加: 营业外收入	0	0	0	3	0	1	0	3	0	1	1	7	4	8
减: 营业外支出	0	1	0	0	0	2	0	2	1	0	2	1	5	4
五、利润总额	5	-18	8	39	7	13	10	12	-3	16	11	45	42	69
减: 所得税	3	3	4	3	4	4	5	12	3	9	1	4	25	17
六、净利润	2	-21	5	35	3	9	5	0	-5	6	9	41	17	51
减: 少数股东损益	5	5	6	1	3	7	4	-5	1	-2	8	24	9	31
七、归属母公司所有者净利润	-3	-26	-1	35	0	2	1	4	-6	8	2	16	8	20
EPS	-0.01	-0.20	0.01	0.27	0.00	0.02	0.01	0.03	-0.04	0.06	0.01	0.13	0.06	0.15
收入增长率	13%	0%	11%	33%	63%	69%	48%	-29%	-14%	44%	11%	35%	14%	21%
毛利率	75%	77%	77%	34%	62%	64%	60%	64%	71%	59%	79%	64%	63%	67%
营业利润率	6%	-18%	9%	12%	5%	9%	7%	5%	-1%	7%	7%	13%	6%	8%
净利率	3%	-23%	5%	12%	2%	6%	4%	0%	-4%	3%	6%	14%	3%	6%
营业费率	41%	40%	41%	8%	33%	23%	29%	28%	36%	24%	47%	19%	28%	29%
管理费率	18%	24%	21%	13%	17%	16%	18%	20%	26%	15%	18%	19%	18%	19%
实际税率	56%	-18%	46%	9%	63%	30%	47%	103%	-101%	60%	13%	9%	60%	25%
净利润增长率	-894%	28%	-22%	-195%	-82%	-109%	-187%	-87%	1172%	252%	29%	266%	66%	167%

资料来源：公司季报，半年报，年报，招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	899	952	1013	1083	1166
现金	118	102	150	150	150
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	4	4	5	6
应收款项	105	147	90	103	117
其它应收款	166	171	190	219	247
存货	388	457	502	525	560
其他	118	70	77	80	86
非流动资产	613	596	886	863	842
长期股权投资	11	10	10	10	10
固定资产	329	344	646	634	623
无形资产	142	122	110	99	89
其他	131	120	120	120	120
资产总计	1512	1548	1899	1946	2007
流动负债	897	716	990	913	813
短期借款	249	199	441	350	225
应付账款	104	157	173	181	193
预收账款	141	151	166	174	185
其他	403	209	209	208	209
长期负债	118	260	260	260	260
长期借款	78	215	215	215	215
其他	41	45	45	45	45
负债合计	1015	976	1249	1173	1073
股本	131	131	131	131	131
资本公积金	245	259	259	259	259
留存收益	(49)	(27)	3	51	115
少数股东权益	168	209	256	331	429
母公司所有者权益	328	363	394	442	505
负债及权益合计	1512	1548	1899	1946	2007

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	212	164	180	160	188
净利润			31	48	63
折旧摊销			53	63	61
财务费用			35	30	23
投资收益			0	0	0
营运资金变动			64	(66)	(69)
其它			(2)	85	109
投资活动现金流	(69)	9	(340)	(40)	(40)
资本支出			(340)	(40)	(40)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	(114)	(189)	208	(120)	(148)
借款变动			242	(91)	(125)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(35)	(30)	(23)
现金净增加额	28	(16)	48	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	662	804	893	1027	1160
营业成本	247	269	296	310	331
营业税金及附加	21	36	39	45	51
营业费用	187	231	261	299	338
管理费用	118	149	165	190	215
财务费用	22	36	35	30	23
资产减值损失	23	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(1)	0	0	0
营业利润	42	64	97	153	204
营业外收入	4	8	8	8	8
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	42	69	101	157	208
所得税	25	17	22	35	46
净利润	17	51	78	123	162
少数股东损益	9	31	48	75	98
母公司所有者净利润	8	20	31	48	63
EPS (元)	0.06	0.15	0.23	0.37	0.48

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	14%	21%	11%	15%	13%
营业利润	30%	51%	50%	59%	33%
净利润	67%	167%	53%	56%	32%
获利能力					
毛利率	62.6%	66.6%	66.8%	69.8%	71.5%
净利率	1.1%	2.5%	3.4%	4.7%	5.5%
ROE	2.3%	5.5%	7.8%	10.9%	12.6%
ROIC	2.5%	7.6%	7.8%	10.7%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	67.2%	63.1%	65.8%	60.3%	53.5%
净负债比率	35.6%	26.7%	34.5%	29.0%	21.9%
流动比率	1.0	1.3	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	7.0	6.4	7.5	10.6	10.5
应付帐款周转率	1.9	2.1	1.8	1.7	1.8
每股资料(元)					
每股收益	0.06	0.15	0.23	0.37	0.48
每股经营现金	1.61	1.25	1.37	1.22	1.43
每股净资产	2.50	2.76	3.00	3.36	3.85
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	271.5	101.6	66.3	42.5	32.2
PB	6.2	5.6	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA	26.5	18.2	12.7	9.5	8.2

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，5年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

葛岩，北京大学概率统计专业学士，招商证券研发中心医药行业研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。