

中性 调低

长春高新（000661）

2009 年 4 月 13 日

医药行业分析师：周睿
zhour@htsec.com
021-23219416

疫苗发展面临压力，业绩增长或低于预期

主要结论：长春高新旗下生物医药板块发展日渐成熟。金赛药业 2009 年为恢复性增长，盈利能力尚需观察；疫苗业务板块在 2008 年有爆发增长的势头，但 2009 年产业环境发生重大变化，水痘疫苗、狂犬疫苗均面临降价风险，业务发展增速可能低于预期。鉴于 2009 年公司业绩具有不确定性，难以支撑目前的高估值，我们调低公司股票投资评级至“中性”。

近日我们对长春高新进行了实地调研，与公司领导就公司经营情况进行了深入的交流。主要情况和分析如下：

2009 年金赛药业恢复性增长。长春高新旗下的金赛药业是一家可以值得期待的企业，主导产品重组人生长素（r-hGH）是一个可以充满想象的药品，该产品临床适应症极其广阔，蕴含了巨大的市场潜力（据估计，全球加合非正规渠道销售的 r-hGH，年销售额在 50 亿美元以上，主要用于抗衰老、健身美容等领域）。金赛 r-hGH 国内上市已逾 10 年，开拓的市场主要是儿童矮小症，在 2007 年达到了 1.8 亿的销售峰值，2008 年由于国内奥运停产、美国 FDA 600195 查禁等因素，r-hGH 销售出现了下滑，从而影响了金赛的经营业绩。对于金赛未来的发展，我们认为：（1）2009 年公司有望恢复性增长。由于 r-hGH 出口几乎全面停止，金赛目前主要立足于国内市场，加大对矮小症等市场的开拓，r-hGH 国内市场发展潜力还是非常巨大的，但鉴于金赛保守式的营销策略，我们认为目前要出现爆发式增长的可能性较小，我们估计 r-hGH 2009 年销售额应该可以恢复到 2007 年水平，但销售费用会大幅上升。（2）公司作为生物制药企业中首家获得“国家重大新药创制”科技专项资金的企业，研发能力毋庸置疑，我们预计公司未来具备持续推出新产品的能力，目前，胸腺素和促卵泡生成素处于 III 期临床，其他在研产品如抗肿瘤药物等也在顺利推进。（3）对于 r-hGH 国内市场开拓，我们还是建议关注公司新启动的抗衰老临床研究的进展。（4）对于 r-hGH 海外出口，我们认为短期内难有恢复。首先美国 FDA 仍在严厉打击 r-hGH 地下黑市交易，国内所有的 r-hGH 出口几乎停止；其次公司正在通过美国律师与美国 FDA 交涉，希望降低对金赛药业的巨额罚金，在这个问题解决前，r-hGH 出口美国很难重启；再者虽然欧盟已通过生物仿制药法案，但公司暂无申报产品注册的计划。（4）公司治疗烧伤的生物制剂“金扶宁”（粒细胞巨嗜细胞集落刺激因子 GM-CSF 凝胶剂）已经获准上市，但由于物价等因素市场开拓速度受到影响，该产品能否大范围内受到市场认可还需观察，毕竟烧伤科的促进伤口愈合的软膏市场竞争极其激烈。

疫苗业务 2009 年经营压力增大。2008 年公司旗下的百克生物和迈丰生物受益于疫苗市场的短缺行情，取得非常好的经营业绩。2008 年百克生物水痘疫苗第三季度开始投放市场，分食了上生所和祁健生物的市场份额，当年即实现销售收入 1 亿元和净利润 3961 万元，净利率高达 39.5%。2009 年，天坛祁健水痘疫苗扩产到 1000 万人份，长春长生也获准上市，因此水痘疫苗市场供需发生了根本变化，从原来的供不应求到供大于求，我们预计，第二季度水痘疫苗的价格或许会降到去年的一半。百克生物由于具有工艺先进、生产成本较低的优势，将采取主动降价的策略占据市场份额。2008 年全年水痘疫苗市场约为 1000 万人份，预计 2009 年将达到 1400 万人份，我们判断公司的市场份额将超过 25%，全年销售超过 450 万人份，收入达到 1.5 亿元左右，净利润约 4200 万元左右。由于大连金港狂犬疫苗出现问题后，国家对狂犬疫苗生产企业重新实地核查，并改变了批签发的规则，要求公司取得批签发核准后 7-8 个月后才能正式上市销售。由于迈丰生物尚未通过国家的实地核查，公司从谨慎原则停止了狂犬疫苗的发货，而且今年狂犬疫苗供需失衡，价格从 08 年的 200 元/人份降低到目前的 80 元/人份，我们预计 2009 年迈丰全年销售狂犬疫苗 100 万人份，收入约 8000 万元。另外，公司在研的产品，包括甲肝疫苗，艾滋病疫苗等进展顺利，艾滋病疫苗已顺利进入二期。

公司管理费用依然较高。公司管理费用率高一直受到市场的质疑，2008 年高达 18.5%。我们认为这主要源于三个方面：（1）公司一直注重研发，研发投入每年 3000 万元左右，2009 年由于新项目较多，将还可能大幅攀升；（2）公司生长素、疫苗等技术引进费用、土地使用权等项目每年需要大额摊销，约 2000 万元左右；（3）集团管理人员较多，人员费用开支较大。高新区管委会国有未转制的员工有 100 多人，合同制职工有 200 余人。我们预计 2009 年公司的期间管理费用率在 19% 左右。

非医药业务经营情况。房地产业务是公司最重要的现金流来源，2008 年受益于房价上涨，净利润达到 2212 万元。虽然目前长春房价有所下滑，但售价仍远高于土地成本，还具有较大的降价空间，我们预计 2009 年房地产业务净利润在 1000 万元左右。另公司旗下的天都酒店已停止营业，公司准备转让，但由于出让的价格因素，目前尚未取得实质进展。

业绩预测与投资建议：根据公司最新的经营情况，我们对公司 2009 年-2010 年业绩进行调整，预测 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.24 元和 0.38 元，对应的动态市盈率分别为 67.3 倍和 42.0 倍，相对估值较高，并超过我们之前定的目标价位，调低公司股票的投资评级至“中性”。

主要不确定性。疫苗产品产销量变化以及价格下降；新产品研发和上市进度以及推广情况。

表 1 主要子公司经营业绩及预测（万元）

子公司	股权比例	2007	2008	2009E	2010E
房地产开发	100%	855	2212	1000	1500
金赛药业	70%	7231	2380	6500	9100
华康药业	51%	909	1034	1300	1600
晨光药业	89%	-677	-1460	-1500	-1500
百克生物	46.50%	-3410	3962	4200	5460
百克药业	60%	-463	-419	-500	-500
其他子公司	100%	-15	-128	-200	-200
归属于母公司利润合计		4430	7581	10800	15460

资料来源：公司公告，海通证券研究所

根据公司主要子公司的经营情况以及母公司费用情况我们对 2009-2010 年公司业绩进行预测，结果如下：

表 2 公司利润表预测（万元）

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	58181	66206	80416	99643	123700
营业成本	26451	24744	26885	31471	37301
营业税金及附加	1638	2072	3555	4404	5468
销售费用	13706	18692	23132	28896	35873
管理费用	9957	11815	14910	18932	23503
财务费用	1505	2216	3639	3986	4948
资产减值损失	1567	2338	1762	1800	1800
投资净收益	-90	-84	-108	0	0
营业利润	3268	4245	6424	10153	14807
营业外收入净额	145	-42	428	0	0
利润总额	3414	4203	6853	10153	14807
所得税费用	1334	2508	1741	2538	3702
净利润	2080	1695	5111	7615	11105
归属于母公司所有者的净利润	452	752	2009	3146	5035
少数股东损益	1628	943	3102	4469	6070
基本每股收益(元)	0.03	0.06	0.15	0.24	0.38

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

周睿：中药及商业流通行业

重点研究上市公司：康缘药业、同仁堂、云南白药、东阿阿胶、天士力、上海医药、南京医药、一致药业、独一味、沃华医药、国药股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。