

生物科技孵化器，两大企业进入收获季

2009 年 10 月 27 日

强烈推荐/维持

医药行业

调研快报

——长春高新（000661）调研报告暨投资价值分析报告

李秋实	医药行业分析师
	010-66507319

事件：

近日，我们邀请我们的客户与公司的董事长兼总经理杨占民就集团旗下各公司的经营状况，未来的资产整合计划，发展战略进行了深入的交流。

问题 1：金赛药业和百克生物今年为何出现如此的大幅增长？

金赛药业主要是由于去年受奥运会控制兴奋剂类激素产品，销售下滑，因此去年的基数很低，今年销售沿着过去的稳定增长轨迹，和去年相比，出现的恢复性的反弹。

百克生物主要是去年下半年水痘疫苗和狂犬疫苗上市，去年大量的签批发产品又在今年开始销售，因此和去年上半年疫苗没有收入比，出现了大幅的增长。百克终于在几年的投入期后，进入了收获的季节。这两个产品在细分市场还是具有一定的竞争优势的，水痘疫苗公司现在已经排到了第一的位置。

问题 2：生长激素目前的国内竞争情况怎样，还是否会出现像 07 年那样的大幅波动？

金赛是国内生长激素的龙头企业，占据了 37% 的市场份额，除了公司是国内第一家外，还拥有国内独家的水针剂型，由于水针的稳定性和纯度都比较好，因此公司靠着水针的剂型巩固了自己的市场地位，并对销售进行严格控制，不允许进入运动员兴奋剂等市场，因此保持了良好的市场品牌和质量标准。公司还在开发新的长效剂型，预计明年可以上市。

07 年出现的大幅波动主要是由于当时的电子商务出口销售不规范造成的，现在公司的产品 90% 以上在国内销售，出口也是在满足法规的情况下进行，在国内公司有规范而稳定的市场，因此再出现 07 年的大幅波动是不可能的了。

问题 3：金赛的销售费用比较高，是什么原因，公司有没有一个内部控制费用的标准？

由于生长素行业比较特殊，金赛采用的销售模式也比较特殊，公司进入医院的药品都是公司直接销售进入医院的，因此销售费用会比较高。公司当然有内部控制销售费用的标准，是在 40% 多一些，比行业的平均标准略高一些。

问题 4：狂犬疫苗的标准提高会不会对公司产生影响？

会有影响，因为这次的标准很高，目前市场上除了辽宁成大生物一家以外，都不满足条件，因此百克的研发中心开始了对于新标准的公关，在市场上，百克是最为接近标准的企业之一，依托百克强大的研发平台，公司可能在较短时间内满足新标准。

问题 5: 公司未来对于旗下资产的整合规划是怎样的?

长春高新是投资控股型的集团公司,旗下的资产是生物制药为主,也是集团未来重点的发展方向之一,集团的确在考虑对于金赛和百克等优质医药资产的整合,让他们发挥最好的效益,公司做了好几套方案,估计明年上半年会有结果。

集团也在考虑对于晨光药业等资质不是很好的企业进行整合,如公司在运作将晨光的一些质地较好的药号品种转移到集团其它的医药资产里。并逐渐减轻晨光的负担,改善经营。现在晨光药业的员工只有 40 多人,原来较大的负担得到环节,历史遗留问题得到解决。几年上半年晨光药业仅亏损 162 万,比起去年的 1495 万大幅收窄,公司在不久的将来会扭亏为盈。

问题 6: 华康药业今年也出现了大幅增长,主要原因是什么?

华康药业是一家有很多优质产品的公司,过去由于销售采用大包制,出现了一些问题,公司调整了销售策略,进行了营销体制的改革,去年开始逐渐收效,今年的业绩改善主要是公司这样的努力得到了回报。估计公司将会回到稳定发展的轨迹上来。

问题 7: 公司房地产业务的情况和未来的发展规划是怎样的?

过去由于公司在高新区拿地成本比较底,因此公司开发了一些比较好的项目。今年上半年地产行情回暖,公司的销售情况很不错,实现了 2000 万的利润,几乎和去年全年持平。公司原来一共有 80 万平米的土地,已经销售了 58 平米,还剩下 20 多万平米的土地储备,现在的楼面均价是 3700-3800 元每平米。

对于房地产业务,由于集团是高新开发区旗下的企业,未来还是要继续做下去,作为除医药业务外,另外一个优势业务。但公司要在合适的时机进行投资,再去拿地,鉴于目前的土地价格比较高,公司对于短期内继续投资比较谨慎。

结论:

1. 公司作为生物科技的孵化型企业,已经从投入期进入了收获季节

公司是一家生物科技孵化企业,对于优质医药生物企业的投资是公司的核心发展路径,目前以金赛药业和百克生物为首的优质医药资产进入了收获季节,开始为集团贡献大量的业绩。我们对于公司价值的判断,也应该着眼于这些优质的医药资产的巨大潜在价值。

2. 公司旗下的核心优质资产金赛药业和百克药业在未来几年将进入快速增长期

金赛药业作为国内的生长素龙头企业,由于独家的水针剂型和严格的销售管理,已经巩固了自己在国内生长素行业的老大地位,明年长效生长素的上市将成为公司新的增长点,公司还拥有其它潜力巨大的储备品种,将为公司未来的成长注入动力。

百克作为国内新晋的疫苗龙头,水痘疫苗由于极高的性价比已经超过了长生所,做到了国内第一。狂犬疫苗公司虽没有达到最新的标准,但公司和最新的标准较为接近,而且百克的研发实力可以保证公司较快的开发出适应新标准的产品。这次标准的提高将使得那些研发实力较弱,产品质量较差的企业,使市场得到整顿,从长远来看,利于百克的发展。

3. 公司在对旗下各类资产进行整合的过程中，整个集团的经营将继续转好

公司正在考虑对于旗下各类资产的整合，使之更好的发挥效应。如对于亏损的部队企业晨光药业的整合和经销改善，已经初见成效，亏损大幅收窄，并在运作将公司的一些优秀药号转移到其它医药资产中，让这些产品重新发挥价值。

华康药业的营销改革效果也很明显，业绩出现大幅增长，未来也将保持稳定的增长。

公司对于房地产业务的规划也是具有长远眼光的，这项业务也是公司将持续发展的业务，公司目前还有一定的土地储备，将来再凭借高新区的优势资源，选择合适的时点进行投资和开发，房地产业务也将不断为集团贡献更多的业绩。

4. 公司盈利预测

我们预计，金赛药业 2009 年，重组人生长素会继续沿着原有的增长轨道高速增长，粉针剂会恢复性增长 50% 以上，水针会继续放量增长，达到 1 亿以上的销售收入。预计公司总销售收入会增长 60% 以上，达到 2.8 亿，净利润会达到 5000 万以上。2010 年，公司会陆续上市长效重组人生长素，重组人促卵泡激素，和重组人胸腺素 $\alpha 1$ 。预计年均增速也在 40% 以上。

百克生物 2009 年将实现 7000 万以上的净利润，集团旗下的华康药业 09, 10 将以 60% 以上的速度保持稳健增长，亏损子公司晨光药业的亏损将在集团的整治下逐渐收窄，房地产业务在 09 年行业显现回暖的情况下，继续盈利 2500 万以上。

根据上面对个子公司的盈利分析，我们计算出长春高新整体的盈利情况。我们预计整个集团 2009, 2010 年将实现 EPS0.56 元和 0.88 元，同比增长 263% 和 57%。

表 1：长春高新旗下子公司的盈利预测

子公司	股权比例		2008	2009E	2010E	2011E	2012E
金赛药业	70%	销售收入	17248	28170	38800	49430	62100
		销售收入增长率		63.31%	37.74%	27.40%	25.63%
		净利润	2380	5000	8300	11800	15680
		净利润增长率		110.08%	66.00%	42.17%	32.88%
百克生物	46%	销售收入	10500	18000	24100	27000	39200
		销售收入增长率		71.43%	33.89%	12.03%	45.19%
		净利润	3961	7600	9700	12010	18300
		净利润增长率		91.87%	27.63%	23.81%	52.37%
百克药业	60%		-420	-500	-500	-500	-500
华康药业	51%		1034	1800	2300	2800	3300
晨光药业	89%		-1460	-350	-300	-300	-300
房地产	100%		2212	2500	2600	2800	2900
其他子公司	100%		-119	-160	-160	-160	-160

资料来源：东兴证券

5. 价值分析与投资建议

对于长春高新的估值分析，我们认为应该着眼于其旗下两大生物制药企业对于集团整体的潜在价值贡献，对其它子公司分别采用 PE 法和 PB 法进行估值，并对资产负债表进行重构。

PE 法估值资产：对集团旗下的有稳定盈利能力的公司采用 PE 法。我们之前已经分析过金赛药业和百克生物的潜在价值和集团整体的资产价值贡献；对于旗下的华康药业，由于公司近来增长稳定，在细分市场具有竞争力，我们给予中成药企业平均 30 倍的 PE；对于房地产业务，我们给予目前二线房地产企业平均 20 倍的 PE，计算出 PE 法估值部分的资产价值为 36 亿元。

表 2：对长春高新旗下的盈利资产采用 PE 法估值

公司	长春高新持股比例	净利润 (万元)	2008A净利润 (万元)	2009H净利润 (万元)	2009E给予合理 PE (倍)	公司合理价值 (亿元)	贡献长春新高新的资产价值 (亿元)
金赛药业	70%	2380	1912	5000	40	20	14
百克生物	46%	3961	2381	7000	45	32	14
华康药业	51%	1034	905	1800	30	5	3
房地产	100%	2212	2006	2500	20	5	5
合计							36

资料来源：东兴证券

PB 法估值资产：对集团旗下的其他资产我们采用采用 PB 法，即用集团的初始投资额作为资产，并用 PB=1 进行保守估值，得到这部分的资产价值约为 1 亿元。

表 3：对长春高新旗下的其他资产采用 PB 法估值

	长春高新持股比例	长春高新投资额 (万元)
晨光药业	100%	2700
物业公司	100%	560
科贸大厦	100%	4961
百克药业	60%	1020
山海关药业	48%	1415
合计		1 亿元

资料来源：东兴证券

对长春高新的资产负债表进行重构，得到总市值 40.67 亿元，按照 1.31 亿的总股本，得到股价 32 元。鉴于目前市场上仅 28 亿的市值，考虑到公司的长期投资价值，我们给予“强烈推荐”的评级。

表 4：对于长春高新的资产负债表重构

资产负债表项目	
+ PE 类资产估值（亿元）	36
+ PB 类资产估值（亿元）	1
+ 流动资产（亿元）	9.65
+ 固定资产（扣除长期股权投资）（亿元）	3.26
- 负债（亿元）	9.24
= 得到长春高新的总市值（亿元）	40.67

资料来源：东兴证券

分析师简介

李秋实

医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，2008 年加盟东兴证券研究所，此前曾供职于德国拜耳医药保健有限公司。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。