

啤酒



王晔

证书号 S0190200010075

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

重庆啤酒（600132）

治疗性乙肝疫苗新一组临床启动

强烈推荐（维持）

2010年6月6日

投资要点

事件：

重庆啤酒发布公告。称公司控股子公司——重庆佳辰生物工程有限公司于2010年6月5日，召开关于治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗(简称：乙肝疫苗)II期临床研究多中心启动会议，本次会议将对“乙肝疫苗联合恩替卡韦治疗慢性乙型肝炎患者的疗效及安全性的随机、双盲、多中心II期临床研究”的具体方案包括确定受试者招募工作的组织、受试者的招募条件、临床试验的过程管理等进行讨论。根据会议情况，以浙江大学医学院附属第一医院为中心实验室的各家临床单位将于近期启动上述临床试验的自愿者招募工作。截至目前，以北京大学人民医院为中心实验室的“乙肝疫苗治疗慢性乙型肝炎的疗效及安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的II期临床研究”正在全国16家医院开展临床试验，已于2010年4月15日按计划完成自愿者的招募入组工作。

点评：

- 重庆啤酒发布的公告，表明治疗性乙肝疫苗的临床试验目前进展顺利。
- 2009年3月，佳辰公司的治疗性乙肝疫苗开始的II期B阶段临床试验，包括两部分，一部分是以北大人民医院为中心实验室的“乙肝疫苗治疗慢性乙型肝炎的疗效及安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的II期临床研究”，这一组试验共入组病人360例，平均分成三组（空白对照组、600微克、900微克）。在给药的28周内，受试者一共注射6次（每次600微克或900微克或等质量的安慰剂）。截至目前，360人入组已经全部完成。根据临床进程，我们估计有100多受试者完成了28周的给药。
- 北大组临床试验，从现有的信息判断，我们认为有如下初步结论：1)乙肝疫苗的安全性得到进一步验证。2)乙肝疫苗的治疗效果得到验证。
- 联合用药的临床方案具有很重要的现实意义。6月5日的会议，是浙大一院为中心实验室的临床方案正式启动，内容是对“乙肝疫苗联合恩替卡韦治疗慢性乙型肝炎患者的疗效及安全性的随机、双盲、多中心II期临床研究”。这一组临床试验的目的，是检验治疗性疫苗和恩替卡韦联合用药，能否比单纯用恩替卡韦产生更好的治疗效果。这一试验的意义在于：1)目前看，治疗性疫苗起作用的时间较慢，但治疗效果可以持续，不出现反弹。但对于病人来说，一方面希望效果好，另一方面也希望尽快起效。因此与恩替卡韦联合用药，这样能在初期迅速降低乙肝病毒DNA数量，但核苷类似物的缺点是停药后反弹严重，所以后期还是依靠治疗性疫苗的效果。这样如果能验证出联合用药优于现有单独用恩替卡韦治疗，那么今后在实际治疗中，就可以采取联合用药的方式，提高了病人对治疗性疫苗的接受度。2)从II期A和II期B北大中心组已有的信息来看，给药的剂量（次数）和治疗效果有非常明显的正相关，而且剂量加大，

治疗期可以缩短。因此浙大中心组将会加大给药的剂量。

- **我们对疫苗项目的看法：**治疗性乙肝疫苗，已经能证明其对慢性乙肝的治疗有效，并且具有很好的安全性，用药后没有明显反弹。这些优点优于现有治疗方案。目前的两组临床试验都在进行或即将开展，今后的 1-2 年中，将是验证治疗性疫苗效果的关键性时期。从已有的信息判断，我们认为治疗性乙肝疫苗获得临床成功是大概率事件，即能获得上市。而超越现有治疗性药物的可能性，也在增大。
- **我们对疫苗价值的计算。**从目前情况分析，我们预计 2011 年底北大组临床完成，2012 年三季度，浙大组临床完成（但北大组重要性更高）。如果再进入三期临床，那么可能在 2014 年完成，实现产品获批。我们假定每个疗程用药的出厂价在 1 万元/人，对 2014 年之后做了 10 年的盈利预测，以现金流贴现模型同时计算每一阶段临床成功的概率，得出治疗性疫苗在 2011 年 II 期 B 北大组临床成功后，对上市公司贡献的价值在 112 元/股左右。对应于现在，估计价值在 60-80 元/股。
- **对重庆啤酒的评级，维持“强烈推荐”。**我们仍然对治疗性乙肝疫苗的前景看好。目前公司股价反映的是产业投资者竞标上市公司 12.5%的股权所提出的战略价值。治疗性乙肝疫苗的溢价并未得到体现。我们维持对公司“强烈推荐”的评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1405	1349	1502	1727
货币资金	380	316	422	581
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	28	27	29	30
其他应收款	74	56	64	68
存货	774	809	836	890
非流动资产	1888	2022	2060	2080
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	9	9	9	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1479	1598	1672	1706
在建工程	85	92	71	61
油气资产	0	0	0	0
无形资产	306	300	295	289
资产总计	3294	3371	3562	3807
流动负债	1850	1823	1793	1822
短期借款	764	800	788	792
应付票据	2	6	5	5
应付账款	183	219	217	234
其他	902	799	784	791
非流动负债	151	201	251	301
长期借款	151	201	251	301
其他	0	0	0	0
负债合计	2001	2024	2044	2123
股本	484	484	484	484
资本公积	9	9	9	9
未分配利润	537	567	711	851
少数股东权益	89	94	99	104
股东权益合计	1293	1347	1518	1684
负债及权益合计	3294	3371	3562	3807

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	181	195	214	209
折旧和摊销	148	179	208	235
资产减值准备	30	-6	6	3
无形资产摊销	10	10	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	49	45	48	48
投资损失	-2	-1	-1	-1
少数股东损益	8	5	5	5
营运资金的变动	-49	62	66	46
经营活动产生现金流量	459	342	423	453
投资活动产生现金流量	-41	-302	-253	-253
融资活动产生现金流量	-188	-104	-64	-40
现金净变动	230	-64	106	159
现金的期初余额	266	380	316	422
现金的期末余额	496	316	422	581

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2260	2330	2435	2545
营业成本	1216	1239	1291	1370
营业税金及附加	241	256	268	280
销售费用	279	286	300	313
管理费用	227	245	256	267
财务费用	49	45	48	48
资产减值损失	42	20	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	207	241	264	258
营业外收入	46	5	5	5
营业外支出	18	5	5	5
利润总额	235	241	264	258
所得税	45	41	45	44
净利润	190	200	219	214
少数股东损益	8	5	5	5
归属母公司净利润	181	195	214	209
EPS (元)	0.37	0.40	0.44	0.43

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	6.6%	3.1%	4.5%	4.5%
营业利润增长率	17.4%	16.1%	9.7%	-2.4%
净利润增长率	10.9%	7.4%	9.9%	-2.4%
盈利能力(%)				
毛利率	46.2%	46.8%	47.0%	46.2%
净利率	8.0%	8.4%	8.8%	8.2%
ROE	15.1%	15.5%	15.1%	13.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.8%	60.0%	57.4%	55.8%
流动比率	0.76	0.74	0.84	0.95
速动比率	0.31	0.27	0.34	0.42
营运能力(次)				
资产周转率	0.70	0.70	0.70	0.69
应收帐款周转率	80.00	75.23	76.89	76.52
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.40	0.44	0.43
每股经营现金	1.02	0.71	0.87	0.94
每股净资产	2.49	2.59	2.93	3.26
估值比率(倍)				
PE	98.89	92.08	83.78	85.84
PB	14.91	14.31	12.64	11.36

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。