

百克狂犬疫苗获批，集团加强规范经营

公司近期重要事项点评

报告关键点：

- 百克生物狂犬疫苗已获得中检所批签发10万人份
- 长春高新发布整改报告，将有利于公司更加规范健康经营
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价63元

报告摘要：

- **百克生物狂犬疫苗已获得中检所批签发 10 万人份。**根据中检所公布的最新签批发数据，百克生物旗下的吉林迈丰所生产的狂犬疫苗获得批签发约 10 万人份。百克生物和成大生物一样采用反应器工艺的 VERO 细胞生产工艺，以 Vero 细胞为基质，采用生物反应器微载体高密度培养方法，是目前三种 Vero 细胞培养工艺中效价最高的。目前狂犬疫苗市场依旧供不应求，大约有 30%-40% 的市场缺口。此次百克的狂犬疫苗重新获得批签发，意味着公司明年的狂犬疫苗销售将逐步放量。我们预计百克生物的狂犬疫苗明年将达到 100-200 万人份的产能，假设 2011 年公司销售 100 万人份，按照出厂价约 130 元计算，将贡献 1.3 亿元的收入，4,000 万元的净利润。预计狂犬疫苗市场的供不应求状况将持续 3 年以上，狂犬疫苗业务将成为公司未来几年的增长亮点。
- **华康药业确认水灾损失 2,000 万元，不对公司的长期投资价值带来实质性影响。**公司公告此次洪水灾害给华康药业造成直接经济损失近 2,000 万元。长春高新持有华康药业 51% 的股权，给上市公司带来的非经常损益约 1,000 万元，此次损失将不会对公司的长期投资价值带来实质性影响。不考虑此次非经常损益，预计华康药业 2010 年将实现约 3,000 万元的净利润。
- **长春高新发布整改报告，将有利于公司更加规范健康经营。**公司发布整改报告，对过去规范运作方面存在的问题，信息披露方面问题，以及大股东非经营性占用上市公司资金进行了明确说明，并提出了解决方案。这是公司继续加强规范运营，并解决历史遗留问题的明确表态，我们认为集团经营管理风险将逐步得到释放。在规范运营下，公司整体的盈利能力将进一步提高。
- **维持“增持-A”的投资评级，12 个月目标价 63 元。**百克狂犬疫苗的重新上市符合我们的预期，集团在规范运营下盈利能力将进一步提高。我们维持公司 2010-2011 年 EPS1.06 元和 1.58 元的预测，考虑到公司未来的高成长性，按照 2011 年的业绩给予 35-40 倍估值，则未来 12 个月的目标价为 63 元。
- **风险提示：**新药上市时间的不确定性，集团整合的不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	804.2	1,023.6	1,258.3	1,552.7	1,865.5
Growth(%)	21.5%	27.3%	22.9%	23.4%	20.1%
净利润	51.1	131.1	221.7	334.7	436.6
Growth(%)	167.3%	264.0%	89.6%	49.3%	27.3%
毛利率(%)	66.6%	75.2%	76.7%	78.0%	78.0%
净利润率(%)	2.5%	7.1%	11.0%	13.3%	14.1%
每股收益(元)	0.15	0.56	1.06	1.58	2.01
每股净资产(元)	4.35	5.26	6.95	9.50	12.82
市盈率	339.5	93.3	49.2	32.9	25.9
市净率	11.9	9.9	7.5	5.5	4.1
净资产收益率(%)	8.9%	19.0%	24.3%	26.8%	25.9%
ROIC(%)	8.8%	16.5%	29.4%	45.5%	59.3%
EV/EBITDA	56.7	29.8	21.7	14.9	11.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：**63.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 63.00 元

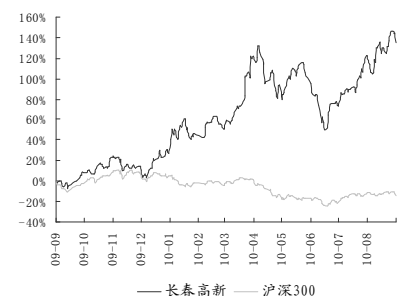
现价： 51.95 元

报告日期：**2010-09-18**

市场数据

总市值(百万元)	6,822.42
流通市值(百万元)	6,822.27
总股本(百万股)	131.33
流通股本(百万股)	131.32
12 个月最高/最低	20.22/56.30 元
十大流通股(%)	39.95%
股东户数	16,538

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.36	19.95	150.09
绝对收益	7.65	25.94	139.40

研究员

李秋实

行业分析师

021-68765361

liqs@essence.com.cn

证书编号

S1450210070003

洪露

首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

证书编号

S1450210010306

前期研究成果

- 长春高新：坐拥锦瑟，思慕华年
2010-08-13
- 长春高新：生长激素增长强劲，狂犬疫苗有望重新上市
2010-07-13
- 长春高新：继续高增长，将形成顶尖生物药产品组合
2010-04-20

表 1: 百克生物旗下吉林迈丰的狂犬疫苗批签发情况

序号	制品名称	规格	批号	批量/进口量	有效期至	生产企业	签发结论
191	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	1.0ml/瓶	200909040	18625	2010 年 11 月 13 日	吉林迈丰生物	予以签发
192	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	1.0ml/瓶	200910041	33885	2010 年 11 月 20 日	吉林迈丰生物	予以签发
193	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	1.0ml/支	200911044	41975	2010 年 12 月 14 日	吉林迈丰生物	予以签发
194	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	1.0ml/瓶	200911049	42495	2010 年 12 月 27 日	吉林迈丰生物	予以签发
195	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	1.0ml/瓶	201001001	43625	2011 年 2 月 18 日	吉林迈丰生物	予以签发
196	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	1.0ml/瓶	201001002	39750	2011 年 3 月 1 日	吉林迈丰生物	予以签发
197	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201003003	41060	2011 年 4 月 19 日	吉林迈丰生物	予以签发
198	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201003004	38485	2011 年 4 月 29 日	吉林迈丰生物	予以签发
199	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201003005	40850	2011 年 4 月 29 日	吉林迈丰生物	予以签发
200	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201003006	39020	2011 年 4 月 29 日	吉林迈丰生物	予以签发
201	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201004007	38820	2011 年 5 月 17 日	吉林迈丰生物	予以签发
202	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201004008	41395	2011 年 5 月 17 日	吉林迈丰生物	予以签发
203	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201004009	41100	2011 年 5 月 22 日	吉林迈丰生物	予以签发
204	人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	每瓶 1.0ml	201004010	40625	2011 年 5 月 30 日	吉林迈丰生物	予以签发

数据来源: 中国药品生物制品检定所, 安信证券研究中心 注: 每人份 5 瓶

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-9-17		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
营业收入	804.2	1,023.6	1,258.3	1,552.7	1,865.5	成长性							
减: 营业成本	268.8	254.3	293.4	342.4	410.8	营业收入增长率	21.5%	27.3%	22.9%	23.4%	20.1%		
营业税费	35.6	33.1	44.0	49.7	58.2	营业利润增长率	51.3%	201.0%	55.1%	50.8%	30.4%		
销售费用	231.3	334.2	422.8	489.9	573.8	净利润增长率	167.3%	264.0%	89.6%	49.3%	27.3%		
管理费用	149.1	173.3	215.2	249.7	290.6	EBITDA 增长率	46.2%	85.2%	33.8%	40.9%	24.6%		
财务费用	36.4	18.7	-4.4	-25.6	-52.1	EBIT 增长率	55.8%	110.7%	39.4%	44.4%	26.0%		
资产减值损失	17.6	11.8	-13.8	-3.4	-3.3	NOPLAT 增长率				44.6%	26.1%		
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.6%	-15.3%	-6.5%	-3.4%	-12.0%		
投资和汇兑收益	-1.1	-4.8	-1.1	2.3	2.6	净资产增长率	14.9%	20.9%	32.1%	36.7%	35.0%		
营业利润	64.2	193.4	299.9	452.4	590.0	利润率							
加: 营业外净收支	4.3	-15.9	-	-	-	毛利率	66.6%	75.2%	76.7%	78.0%	78.0%		
利润总额	68.5	177.5	299.9	452.4	590.0	营业利润率	8.0%	18.9%	23.8%	29.1%	31.6%		
减: 所得税	17.4	46.4	78.3	117.7	153.4	净利润率	2.5%	7.1%	11.0%	13.3%	14.1%		
净利润	51.1	131.1	221.7	334.7	436.6	EBITDA/营业收入	16.1%	23.4%	25.5%	29.1%	30.2%		
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.5%	20.7%	23.5%	27.5%	28.8%		
货币资金	102.2	168.6	200.7	224.2	384.6	运营效率							
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	151	122	99	77	61		
应收帐款	318.6	306.9	348.2	408.4	465.1	流动营业资本周转天数	178	116	70	51	36		
应收票据	4.0	5.5	6.2	7.5	8.6	流动资产周转天数	414	336	292	269	267		
预付帐款	69.5	87.3	108.3	131.8	157.5	应收帐款周转天数	56	53	47	43	39		
存货	457.2	389.1	418.0	470.9	515.4	存货周转天数	189	149	116	103	95		
其他流动资产	0.1	-0.0	-1.0	-1.0	-1.0	总资产周转天数	685	545	461	406	380		
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	396	285	206	158	122		
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率							
长期股权投资	10.0	8.6	19.8	23.3	26.7	ROE	8.9%	19.0%	24.3%	26.8%	25.9%		
投资性房地产	66.6	64.0	65.0	67.0	68.0	ROA	3.3%	8.5%	13.2%	18.3%	20.7%		
固定资产	344.2	352.3	338.5	324.0	309.5	ROIC	8.8%	16.5%	29.4%	45.5%	59.3%		
在建工程	41.0	53.5	53.5	53.5	53.5	费用率							
无形资产	121.9	107.9	106.8	106.6	106.2	销售费用率	28.8%	32.6%	33.6%	31.6%	30.8%		
其他非流动资产	12.3	7.1	9.2	11.8	14.6	管理费用率	18.5%	16.9%	17.1%	16.1%	15.6%		
资产总额	1,547.5	1,550.8	1,673.2	1,827.9	2,108.7	财务费用率	4.5%	1.8%	-0.3%	-1.7%	-2.8%		
短期债务	198.0	116.0	160.8	103.4	50.0	三费/营业收入	51.8%	51.4%	50.4%	46.0%	43.5%		
应付帐款	317.5	308.3	340.9	372.4	434.4	偿债能力							
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	63.1%	55.4%	45.5%	31.8%	20.1%		
其他流动负债	200.6	368.7	477.5	608.0	758.2	负债权益比	170.8%	124.5%	83.3%	46.5%	25.2%		
长期借款	214.6	16.3	-273.7	-563.7	-883.7	流动比率	1.33	1.21	1.10	1.15	1.23		
其他非流动负债	45.4	50.6	55.2	60.4	65.8	速动比率	0.69	0.72	0.68	0.71	0.82		
负债总额	976.1	859.9	760.6	580.6	424.8	利息保障倍数	2.77	11.36	-67.20	-16.65	-10.32		
少数股东权益	208.7	255.4	338.3	466.0	639.0	分红指标							
股本	131.3	131.3	131.3	131.3	131.3	DPS(元)	-	-	-	-	-		
留存收益	231.4	304.2	442.9	650.0	913.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
股东权益	571.4	690.9	912.6	1,247.3	1,683.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
净利润	51.1	131.1	221.7	334.7	436.6	EPS(元)	0.15	0.56	1.06	1.58	2.01		
加: 折旧和摊销	48.0	44.2	24.9	24.9	24.9	BVPS(元)	4.35	5.26	6.95	9.50	12.82		
资产减值准备	17.6	11.8	-13.8	-3.4	-3.3	PE(X)	339.5	93.3	49.2	32.9	25.9		
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.9	9.9	7.5	5.5	4.1		
财务费用	30.4	42.3	28.1	-4.4	-25.6	P/FCF	-	-2,066.0	-102.9	-55.6	-203.5		
投资收益	1.1	-4.8	1.1	-2.3	-2.6	P/S	8.5	6.7	5.4	4.4	3.7		
少数股东损益	31.0	57.9	82.9	127.6	173.0	EV/EBITDA	56.7	29.8	21.7	14.9	11.3		
营运资金的变动	7.7	167.0	60.9	33.0	90.7	PEG(%)	87.1%	49.3%	37.1%	25.1%	21.8%		
经营活动产生现金流量	163.8	390.3	373.3	488.8	667.2	CAGR(%)	3.9	1.9	1.3	1.3	1.2		
投资活动产生现金流量	8.9	-63.9	-3.4	-1.2	-0.8	ROIC/WACC	0.9	1.7	3.0	4.6	6.0		
融资活动产生现金流量	-188.8	-260.0	-248.8	-327.7	-325.3	REP	9.3	5.7	3.3	2.2	1.8		

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有2年证券行业从业经验，2010年3月加盟安信证券研究中心。

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2009年《新财富》最佳分析师。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;

增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;

中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;

卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层

邮编: 100034