

啤酒



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

强烈推荐（维持）

重庆啤酒（600132）

治疗性乙肝疫苗临床进展公告点评

2010年10月10日

投资要点

事件：

重庆啤酒发布公告，对治疗性乙肝疫苗的临床进展做了说明。公告表明，截止到9月30日，以北京大学人民医院为中心实验室（组长单位）的“治疗用（合成肽）乙型肝炎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”按临床试验方案正在各家临床医院正常进行临床试验，目前累计已有16例受试者完成了76周临床实验。以浙江大学医学院附属第一医院为中心实验室（组长单位）的“治疗用（合成肽）乙型肝炎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”临床试验正在进行受试者的筛选入组工作，目前累计已入组了157例受试者。

点评：

- 北大组自2009年3月正式启动以来，一年内完成了全部病人的入组。由于每个病人需要做76周的临床试验，因此根据时间进度，截至2010年9月底，有16例完成其所需要的临床试验。我们认为，这部分病例的临床信息将对最终的结果起到预示作用。我们预期，未来一年中，全部的受试者都陆续完成76周的试验，因此，这一阶段也是投资的最佳时期。
- 浙大组目前累计入组157人，（8月初公告完成入组13人，9月初公告完成72人）从入组人数来看，单月入组85人，明显加快。这意味着医生和病人对治疗性疫苗的信心增加，入组积极性提高。按此进度，年底前有望完成全部的受试者入组工作。
- 我们自2009年8月《橘子快红了——重庆啤酒深度报告》以来，一直强烈看好重庆啤酒的治疗性乙肝疫苗前景。目前的临床进展验证了我们的判断。我们认为，该治疗性疫苗相比现有药物，具有效果明显、副作用小等优点，成为一线用药的可能性非常大，未来市场空间广阔。
- 我们在此前的多篇报告中，对治疗性乙肝疫苗的价值做了分析。通过对未来市场价值折现并考虑成功率的方法计算，我们认为治疗性乙肝疫苗对重庆啤酒母公司的贡献在II期临床完成时，应该在112元/股。我们维持对公司“强烈推荐”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	145.87	135.83	123.59	126.64
PB	21.99	21.12	18.65	16.75

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。