

生物制品 II

长春高新 (000661.SZ) / 60.45 元
拳头产品再发新力，储备产品助推业绩快速增长

事 项

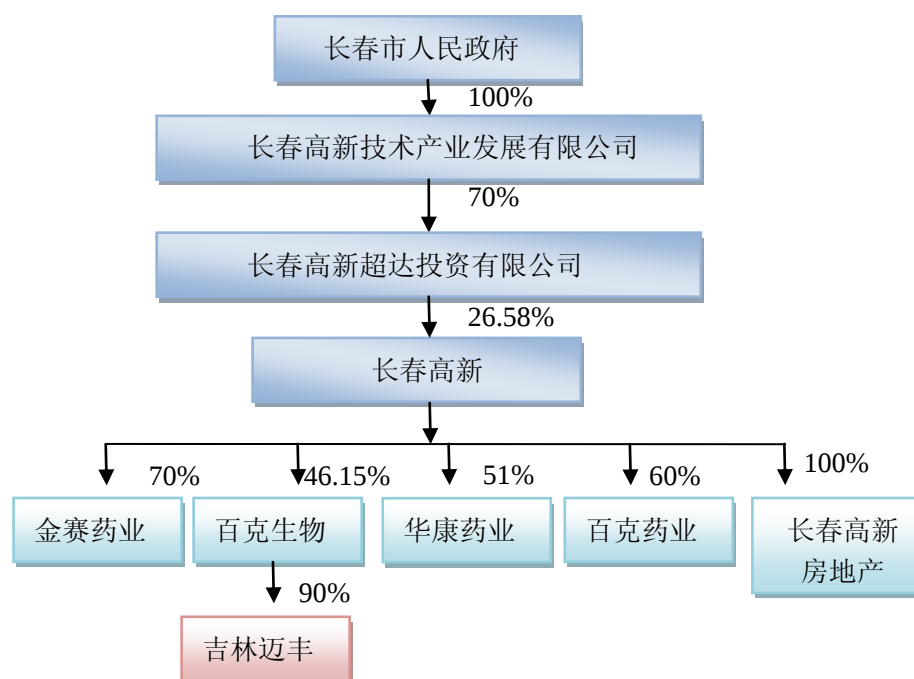
近日我们就公司的未来发展目标、百克生物的狂犬疫苗的研发生产以及公司的股权置换事宜到公司进行调研。

主要观点

一、 公司基本情况

公司的主营业务基本分为生物制药和房地产业务两大块，其中制药业务占主营业务收入的 75%，房地产占 23%。公司旗下拥有我国最优质的生物制药企业金赛药业和百克生物，金赛药业基因工程药物研发实力雄厚，是我国生长激素行业龙头，储备产品未来潜力较大。百科生物是我二类疫苗行业新贵，艾滋疫苗进入 II 期临床。在制药业务的快速增长的驱动下，公司 2009 年实现净利润 7315.47 万元，同比增长 264.05%；2010 年上半年实现净利润 5968.03 万元，同比增长 68.43%。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司年报

研究员： 廖万国

联系人： 胡朝凤

Tel: 010-59370816

Email: huchaofeng@hczq.com

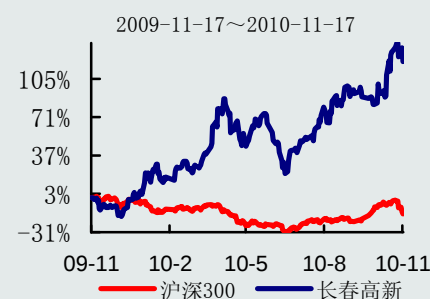
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	13133
流通 A 股/B 股(万股)	13132/0
资产负债率(%)	55.45
每股净资产(元)	3.32
市盈率(倍)	108.52
市净率(倍)	18.21
12 个月内最高/最低价	66.77/22.8

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

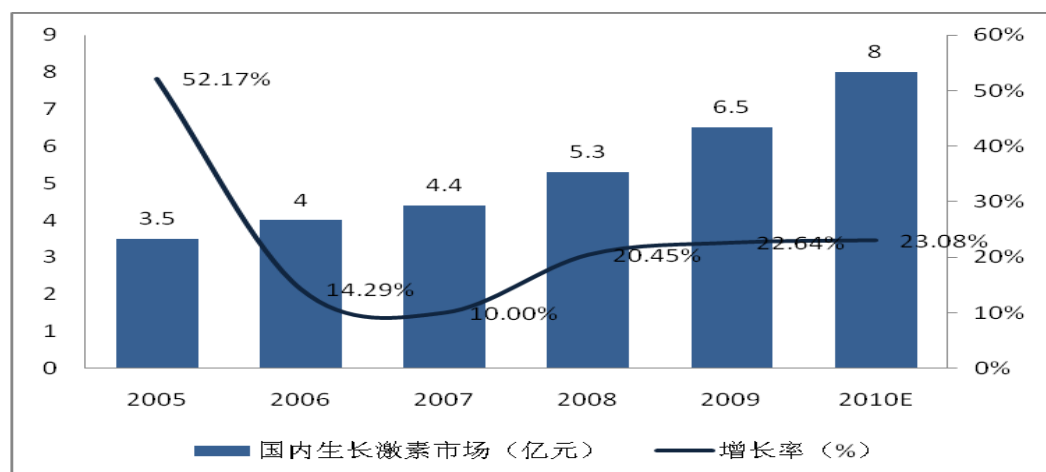
二、 金赛药业：

- 我国矮小症的就诊率为 2.3%左右，就诊率较低，未来行业增长空间较大。

所谓矮小症就是指身材比同龄同性别的平均身高两个标准差以上的就是矮小症，粗步测算约有 432 万儿童患有矮小症，其中 1/3 病理性的可以通过注射生长激素得到治疗，即 144 万儿童需要药物治疗，如果按照平均价格 75 元计算，一年的治疗需要 360 支计算，市场容量约为 400 亿元；但是目前国内的生长激素市场规模约为 8 亿左右，即目前只有 3 万儿童得到了治疗，就诊率仅为 2.3%左右。

目前很多家长对于矮小症的认知度不高，主动诊断的较少。但随着行业内上市公司的增多，销售宣传力度加大，提高了人们对于矮小症的认识和生长激素的认知；且随着我国人均消费水平的提高，生长激素的销售企业已逐渐将实现转从以上海为中心的一线城市逐渐转向二线城市，未来我国 360 亿元“输血”全国县级医院，未来县级医院检测治疗水平得到加强，行业增长空间较大。据南方所的预测，我国生长激素市场正以年均 23% 的增速快速发展，预计到 2015 年该市场有望达到 22 亿元，即使如此，离百亿元的理论行业容量还有较大的发展空间，利于行业龙头的长春高新拳头产品的快速发展。

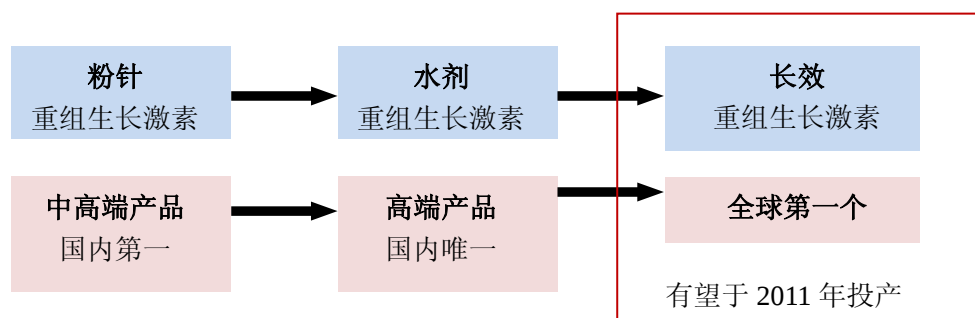
图表 2 我国生长激素市场规模



资料来源：安科生物招股书

- 产品升级行业领先，长效生长激素投产后行业龙头地位将难以撼动。

图表 3 公司生长激素产品丰富、产品升级行业领先



资料来源：公开资料

独家注射液剂型助业绩快速增长。公司开发出国产第一支上市的基因重组人生长激素（粉针），随着安科生物推出同类型产品，公司开始转移重心，着重发展水针重组生长激素。相较粉针而言水针剂型具有使用方便、污染小、起效快，蛋白活性高促生长效果

好等优点。公司网站数据显示研究人员对 56 例使用该产品的家长做调查，其中 78% 的家长和学生倾向于用水针剂型。目前公司依靠这一独家剂型优势，胜出国外知名企业雪兰诺，产品市场占有率从 2004 年 32.88% 逐渐增长到目前的行业第一，市场占有率达到 38%；水针销售收入占比达到 70% 以上，2010 年上半年实现 50% 以上的增速。

图表 4 公司生长激素产品市场占有率第一

公司	2004	2006	2008
长春金赛	32.88%	32.34%	37.98%
瑞士雪兰诺	39.40%	33.39%	26.19%
联合赛尔	19.70%	26.66%	28.12%
安科生物	6.69%	6.87%	7.63%

资料来源：2004 年数据源于健康网、2006、2008 年数据源自安科生物招股书

未来全球首创长效生长激素上市后公司行业龙头地位将难以撼动。由于不论是粉针还是水针，患者施药期间需要每天注射，对于年幼的儿童的确是很痛苦的事情，未来公司长效生长激素投产后一周只需要注射一次，可有效降低用药频次，改善患者的生存质量。

参照国外同类型产品销售，PEG 修饰的长效 EPO，人胰岛素、IFN α 2b，G-CSF 等上市后在短短的 1-2 年间销售额就超过了原有产品的销售，例如，罗氏公司在 2005 年推出的长效干扰素 Pegasys 也取得了极大的成功。目前公司的长效生长激素全球独家，国家药监部门审批比较审慎，在前一次报批后又补充了相关的材料，目前在审批过程中。我们认为在《关于加快医药行业结构调整的指导意见》以及即将出台的《十二五生物医药产业振兴规划》等强调创新的政策推动下，国家有望加快新药审批速度，该产品有望明年投放市场。预计公司的长效生长激素将在我国近百亿元容量的生长激素市场再创佳绩，成为我国重组蛋白的重磅药物，未来公司生长激素的行业龙头地位将难以撼动。

我们假设生长激素行业保持 23% 的增长速度，即 2013 年长效生长激素销售规模将达到 14.89 亿元，长效生长激素 3 年后达到和普通重组生长激素销售相当，各占 50% 的市场，

即公司的长效生长激素销售额将达到 7.45 亿元，按照公司普通重组生长激素市场占有率 20% 计算，公司普通生长激素也将实现销售收入 1.49 亿元，即到 2013 年公司生长激素有望实现接近 9 亿元的销售收入，2009 到 2013 年收入复合增长率有望达到 40%，而且长效生长激素毛利率要比普通生长激素高得多，未来该项产品净利润有望大幅增长。

➤ 金赛“儿科门诊”营销策略效果显现；未来“爱心销售模式”再现勃勃生机。

公司今年扩充销售团队，加大儿科门诊攻关力度。今年销售团队今年扩大一倍，增加 100 多人，覆盖之前没有覆盖的西北地区的市场；目前公司比较有优势的是上海华东地区，华南、西南等省份的三甲医院的内分泌科，今年公司加大了儿科门诊的攻关力度，且公司加大了销售指标的考核，把销售数量和新增病例两个指标纳入考核范围，目前效果明显，预计今年全年可以实现销售收入 3.5 亿元左右，同比增长约 50%。

“爱心销售模式”有望再现勃勃生机。由于矮小症治疗费用较高，2008 年以来，中国红十字基金会携手金赛药业发起生长激素赠药项目，迄今已救助 160 多名矮小症患者；今年 11 月份，红十字会又正式启动了“成长天使基金”，公司捐款 200 万，借此调动全社会力量关注矮小患者，提高矮小患者的就诊率和树立良好的品牌形象，利于公司系列化产品的长远发展。

三、百克生物：

➤ 狂犬疫苗获批签发，明年有望规模生产带动业绩大幅增长。

狂群疫苗市场供不应求。狂犬疫苗属于二类疫苗，是自费接种疫苗。由于国内犬只饲养量逐年增多，狂犬疫苗需求加大。2008 年国内狂犬疫苗的签发量超过 1947 万人份，同比增加 35%；由于国家执行较高的标准，最终只有辽宁成大能够达到国家技术要求，2009 年狂犬疫苗签发量为 1173 万人份，同比减少 39.7%，行业缺口较大目前市场处于供不应求状态。

携手同行攻克技术难关，生产逐渐稳定，公司产品获批签发。由于国家此次执行的是欧洲婴儿使用的标准，产品标准较高。辽宁成大引进美国 BARI 公司生物反应器高密度微载体 Vero 细胞培养技术和先进设备，并采用国际标准狂犬病固定毒株 PV-2061 株和低代次的 Vero 细胞，疫苗稳定，能够达到标准。由于公司和辽宁成大采用同样的细胞悬浮技术，但是由于毒株不一样，所以国家提高标准之后，公司进行一系列的攻关，目前基本能够达到国家的标准，今年已经报批了 17 万人份左右的狂犬疫苗，目前已经获批通过 12 万人份。

由于研发成本摊薄较大，拖累三季度业绩，四季度逐渐改善，明年有望实现规模生产带动业绩大幅增长。由于前期研发成本高，所以今年三季度拖累公司业绩，目前疫苗生产逐渐向好，四季度百克有望实现盈亏平衡。明年攻关成功之后有望实现规模生产，预计可达产能 150 万人份，如果按照出厂价 105 元计算，预计明年将实现销售收入 1.57 亿元，税前利润 9450 万元，预计可为长春高新贡献税前利润 3925 万元，将带动公司业绩大幅增长。

➤ 水痘苗行业增长有限，企业间竞争较为激烈。

公司2008年推出自主研发的高品质低价格的水痘疫苗，迅速打开水痘疫苗市场，改变原有的水痘苗竞争格局，2009年的市场占有率达到32%，仅次于长春祈健。但是由于水痘苗是二类疫苗，主要供给新生儿使用，我国每年新生儿1600万左右，行业增量有限，而且因为水痘苗生产周期短，成本低。目前共有五家企业生产水痘苗，企业间同质化竞争激烈。到今年8月份公司水痘苗获批签发263万人份，和去年销售基本相当。

四、金赛、百克产品储备市场空间巨大锁定公司未来增长；艾滋病疫苗提升估值想象空间。

目前金赛的基因工程产品重组人胸腺素 α 1、重组人促卵泡素，以及百克的艾塞那肽已经报相关部门审批，有望于明后年投入生产，我们认为未来经过一段时间的培育，这几个产品都有可能成为销售过亿的品种；百克甲肝疫苗有望 2012 年投放市场，未来公司高品质低价格的疫苗有望在快速增长的二类疫苗市场再创销售佳绩，公司艾滋疫苗进入 II 期临床提升公司估值想象空间。

➤ 重组人促卵泡激素：促卵泡激素具有调节机体的生长、性成熟和繁殖等作用，主要治疗妇女不孕症，2008 年日本促生殖药品市场 5 倍于我国目前市场，未来随着人均收入水平以及生活质量提高以、近年来晚婚晚育现象的增多，重组促促卵泡激素需求加大，理论市场超过 20 亿元，目前瑞士雪兰诺和荷兰欧加农生产的重组促促卵泡激素粉针和水针占到 75%以上的市场份额，本土的尿促性素只占到 20%左右的市场。作为我国国产第一个重组促卵泡激素预计上市后凭借公司的高品质低价格能够迅速占领市场，成为公司

利润增长的新看点。

- **重组人胸腺肽 α1:** 胸腺肽具有较高的免疫增强活性,且半衰期长,每周只需注射 2 次(胸腺五肽需每日 1 次或隔日 1 次注射),可应用于乙型肝炎、丙型肝炎、恶性肿瘤以及免疫缺陷疾病等的临床治疗中,市场潜力巨大。但人工合成的产品价格较贵,属于胸腺肽中的高端产品。公司的胸腺肽 α 1 将成为首家重组产品,预计投产后市场需求较大。
- **甲肝疫苗:** 甲肝疫苗有望 2012 年投放市场,公司甲肝灭活苗生产车间基本建设结束,产品有望 2012 年投放市场。虽然甲肝疫苗市场供需平衡,但是我们认为公司的疫苗有可能采取和水痘同样的低价销售策略迅速打开市场。
- **艾塞纳肽:** 艾塞纳肽2004年由礼来公司研发上市,该产品能够模拟内源性胰高血糖样肽 1 (GLP-1),通过促进葡萄糖依赖的胰岛素分泌、抑制胰高糖素分泌、延缓胃排空、抑制食欲中枢、抑制肝糖原输出等发挥降糖作用。该药提出了一种新的不同于胰岛素的降糖机制,给出了一种新的治疗II型糖尿病的方法,迅速占领市场,目前已跻身于世界最畅销降糖药的前十位。我国II型糖尿病患者达到400万人,II型糖尿病药物中胰岛素市场约有30-40亿,目前正以30%的速度快速增长。2009年礼来公司艾塞纳肽已进入中国市场,市场已经过一段时间的培育,公司的艾塞纳肽将在2012-2013年投放市场,未来有望在快速增长的糖尿病药物市场分享盛宴。
- **艾滋疫苗:** 目前公司的艾滋疫苗已经进入 II 期临床, I 期效果较好,该艾滋病疫苗对 49 名疫苗接种志愿者均未出现明显不良反应,已被证明具备一定的安全性,达到了国际同类疫苗的水平,而且研究人员在 90%的高剂量组检测到对艾滋病毒的特异性免疫应答反应。虽然目前默克艾滋病疫苗在临床试验时遭遇失败,证明诱导细胞产生免疫思路行不通。但公司疫苗除诱导出细胞免疫,还希望细胞能产生出能中和病毒的抗体的思路还在继续,提升公司估值想象空间。

五、华康药业：销售模式灵活，老产品有望实现新增长

- **销售模式灵活。**公司自资金渠道销售后,加强医院终端控制、网络布局合理,尤其是现在网络销售的灵活运用,营销逐渐改善;目前公司的主要产品的血栓心脉宁、银花泌炎灵等核心产品进入 12 个省的新农合、两个省的社区目录,而且血栓心脉宁片剂剂型独家,服用方便,2010销售业绩保持了稳定增长势头。
- **未来介入中药胃药行业,老产品有望实现新增长。**公司收购晨光生物后,晨光生物有价值的普药药号将转让给华康。其中晨光生物的清胃止痛微丸为国家三类新药,独家产品,华康有望借助该产品进入中药胃药市场,预计未来在销售持续改善的推动下,公司老产品(包括清胃止痛微丸)将实现新增长。
- **“伪人参皂苷 GQ 及其注射液”获得临床批件,**充分显示了公司新品研发的能力,未来该项研究有利于公司逐步从传统中药企业向现代中药企业转型。

六、房地产业务：受国家政策影响较小，未来有望和医药资产互补经营

- 由于公司是定位于长春高新开发区的政府背景的开发商,而且公司房地产项目通过提升产品的品质与档次向中高端靠拢,并推出了教育地产品品牌形象,提高了市场接受程度。今年尝试推出小户型房源,市场反映较好。2010 年上半年实现销售收入139.55 万,净利润同比增长27.03%,受国家相关政策影响较小。

- 由于土地目前属于稀缺资源，公司目前共有23万平米的土地储备，公司拿地成本较低约500元/平米，现在的地价3000元/平米，我们认为公司在公司医药业务经营正常的情况下，不会大规模开发现有土地，未来公司房地产业务有望和医药产业互补经营，保持公司业绩平稳快速增长。

七、投资建议：推荐。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.89/1.22/1.67 元，对应 PE 为 71X/52X/38X。今年业绩低于我们的预期，主要是由于前期百克狂犬疫苗生产不够稳定，导致的研发费用较大，拖累公司业绩，但四季度百克的盈利逐渐得到改善有望实现盈亏平衡。长远看我们认为公司拳头产品生长激素增长较快，长效产品投产后行业龙头地位难以撼动；狂犬疫苗明年有望规模生产，未来多个储备产品有望成为亿元销售品种，公司长期快速增长有保障，且不排除未来股价合适的时候，公司会以向管理层定向增发的方式吸收合并换股，提升企业的核心竞争力。基于以上因素，我们看好公司的长期发展，给予“推荐”评级。

八、风险提示：

新药审批达不到预期的进展，疫苗质量风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	957	1212	1450	1762
现金	169	370	539	791
应收账款	152	135	145	144
其它应收款	155	164	164	161
预付账款	87	91	83	87
存货	389	447	516	575
其他	5	5	5	5
非流动资产	593	567	522	494
长期投资	9	10	9	9
固定资产	352	331	301	274
无形资产	108	84	53	24
其他	125	142	159	187
资产总计	1551	1779	1973	2256
流动负债	793	964	1005	1136
短期借款	116	188	167	157
应付账款	67	109	111	96
其他	610	667	726	883
非流动负债	67	-25	-73	-184
长期借款	16	-71	-120	-232
其他	51	46	47	48
负债合计	860	939	932	952
少数股东权益	255	288	329	373
股本	131	131	131	131
资本公积金	258	258	258	258
留存收益	46	162	323	543
归属母公司股东权益	436	552	712	932
负债和股东权益	1551	1779	1973	2256

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	390	202	264	337
净利润	131	149	201	264
折旧摊销	44	46	46	45
财务费用	19	6	-0	-10
投资损失	5	2	3	3
营运资金变动	159	34	28	61
其它	33	-35	-13	-26
投资活动现金流	-64	-3	13	8
资本支出	70	0	0	0
长期投资	-3	6	-3	-0
其他	4	4	10	8
筹资活动现金流	-260	2	-109	-93
短期借款	-82	72	-20	-10
长期借款	-198	-87	-49	-112
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他	21	18	-39	28
现金净增加额	66	202	169	252

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1024	1140	1334	1574
营业成本	254	280	320	364
营业税金及附加	33	41	50	55
营业费用	334	432	505	596
管理费用	173	182	200	236
财务费用	19	6	-0	-10
资产减值损失	12	8	8	8
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	-5	-2	-3	-3
营业利润	193	199	268	352
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	29	0	0	0
利润总额	177	199	268	352
所得税	46	50	67	88
净利润	131	149	201	264
少数股东损益	58	33	41	44
归属母公司净利润	73	116	161	220
EBITDA	256	251	314	387
EPS（元）	0.56	0.89	1.22	1.67

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.3%	11.4%	17.0%	18.0%
营业利润	201.0%	2.8%	34.8%	31.1%
归属母公司净利润	264.0%	59.1%	37.9%	37.0%
获利能力				
毛利率	75.2%	75.5%	76.0%	76.9%
净利率	7.1%	10.2%	12.0%	14.0%
ROE	16.8%	21.1%	22.5%	23.6%
ROIC	23.7%	26.1%	40.5%	67.8%
偿债能力				
资产负债率	55.4%	52.8%	47.2%	42.2%
净负债比率	23.53%	22.45%	10.91%	-0.22%
流动比率	1.21	1.26	1.44	1.55
速动比率	0.72	0.79	0.93	1.04
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.68	0.71	0.74
应收账款周转率	7	8	10	11
应付账款周转率	2.27	3.18	2.91	3.52
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.89	1.22	1.67
每股经营现金	2.97	1.54	2.01	2.57
每股净资产	3.32	4.20	5.42	7.10
估值比率				
P/E	113.10	71.10	51.54	37.62
P/B	19.00	14.99	11.61	8.87
EV/EBITDA	33	34	27	22

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801