

分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190200010075

强烈推荐 (维持)

重庆啤酒 (600132)

治疗性乙肝疫苗临床进展公告

2011年2月10日

投资要点

事件:

重庆啤酒发布公告,称截止到2011年1月31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72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”临床试验目前累计已入组了378例受试者,已按照临床试验方案完成受试者的筛选入组工作。

点评:

- 公告表明,两组临床试验进展顺利。北大组有72例完成76周试验,其结果已经有很高的统计学意义。我们认为,已有临床结果可以表明,在给药组中,76周内实现e抗原转阴的比例在50%以上,其余受试者也普遍出现病毒滴度大幅下降的显效结果。随着病例不断增加,对治疗性乙肝疫苗有效性的争议可以休矣,未来全部揭盲数据,足以表明该治疗性乙肝疫苗,对慢性肝炎安全性、有效性都优于现有药物。
- 浙大组在2010年7月正式启动(当月入组13例),到今年1月完成全部378例入组,进展速度快于北大组。一方面是因为临床方案对病人的保护更好,另一方面也说明参与临床的医生对该疫苗的信心很强,病人入组意愿强。由于浙大组给药剂量和频度大于北大组(浙大组是在48周内注射15次,北大组是28周注射6次),我们判断疫苗起效的时间会缩短,效果可能会更好。从临床医院了解的信息,已经初步证实这一猜测,未来更多的数据会提供更多的证明。
- 创新药物的道路曲折,未来资本市场会逐步接受长期投资的观点。我们在此前的多篇报告中指出,治疗性乙肝疫苗的创新性是前所未有的,其市场价值、经济效益也是空前的。重庆啤酒作为风险投资参与这个项目至今10多年,几经沉浮,也曾面临失败的考验,但创新药物从来不是1+1那么简单,国外的新药也没有一蹴而就的,投资伴随药物研发的过程,是非常普遍的现象(参见我们的《治疗性疫苗行业报告》中,对DENDRON公司的分析)我们相信随着国内自主创新能力提高,越来越多具有真正创新价值

的药物会进入投资者的视野。研发周期 10 年以上，投资时机伴随药物开发进展的一个个 milestone，这在国外非常普遍的投资模式，也会影响国内的投资风格。

- **我们对公司治疗性乙肝疫苗的前景继续看好。**随着临床进展的顺利，对该项目的估值也在提高。（参见 2009 年 8 月《橘子快红了》的估值讨论）我们认为今年完成 II 期临床，并顺利进入 III 期临床的话，该疫苗对母公司的贡献在 110 元以上。今年年底北大组全部揭盲，浙大组也公布完成 48 周临床的结果，在此之前，都是投资的时机。我们维持“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	1416	1600	1860
货币资金	380	382	516	704
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	28	28	29	31
其他应收款	74	57	65	69
存货	774	809	840	898
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	3438	3661	3940
流动负债	1850	1824	1795	1826
短期借款	764	800	788	792
应付票据	2	6	5	5
应付账款	183	219	218	236
其他	902	799	785	792
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	2025	2046	2127
股本	484	484	484	484
资本公积	9	9	9	9
未分配利润	537	626	799	968
少数股东权益	89	94	99	104
股东权益合计	1293	1413	1615	1813
负债及权益合计	3294	3438	3661	3940

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	181	261	245	242
折旧和摊销	148	179	208	235
资产减值准备	30	-6	6	4
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	44	46	46
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	69	50
经营活动产生现金流量	459	408	449	479
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	-103	-62	-38
现金净变动	230	2	134	188
现金的期初余额	266	380	382	516
现金的期末余额	496	382	516	704

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2260	2339	2453	2573
营业成本	1216	1239	1297	1382
营业税金及附加	241	246	258	270
销售费用	279	287	302	316
管理费用	227	234	245	257
财务费用	49	44	46	46
资产减值损失	42	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	207	285	301	297
营业外收入	46	40	5	5
营业外支出	18	5	5	5
利润总额	235	320	301	297
所得税	45	54	51	51
净利润	190	266	250	247
少数股东损益	8	5	5	5
归属母公司净利润	181	261	245	242
EPS (元)	0.37	0.54	0.51	0.50

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	6.6%	3.5%	4.9%	4.9%
营业利润增长率	17.4%	37.6%	5.6%	-1.3%
净利润增长率	10.9%	43.8%	-6.1%	-1.4%
盈利能力(%)				
毛利率	46.2%	47.0%	47.1%	46.3%
净利率	8.0%	11.2%	10.0%	9.4%
ROE	15.1%	19.8%	16.2%	14.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.8%	58.9%	55.9%	54.0%
流动比率	0.76	0.78	0.89	1.02
速动比率	0.31	0.30	0.39	0.49
营运能力(次)				
资产周转率	0.70	0.69	0.69	0.68
应收帐款周转率	80.00	75.37	77.03	76.65
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.54	0.51	0.50
每股经营现金	1.02	0.84	0.93	0.99
每股净资产	2.49	2.73	3.13	3.53
估值比率(倍)				
PE	149.98	104.29	111.04	112.59
PB	22.61	20.62	17.95	15.92

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。