

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

强烈推荐（维持）

重庆啤酒（600132）

## 最新临床进展公告点评

2011年3月1日

## 投资要点

## 事件：

重庆啤酒发布公告，称截止到2011年2月28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101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”按临床试验方案正在各家临床医院正常进行临床试验。

## 点评：

- 目前的结果表明，疫苗的临床试验进展顺利。此前股价突然下跌，是因为市场有传言说浙大组临床出现问题。我们经过沟通，了解到临床并未有重大事故发生。因此这种传言不足信。在此前的报告中，我们指出，截至目前的临床结果，已经说明治疗性乙肝疫苗的安全性得到充分验证，不良反应低。退一步说，临床试验本身就是有一定风险的，即使出现不良反应，也是正常现象。我们需要分析这种不良反应是否与药物本身有关。而即使与药物有关，也需要看严重程度，未必对产品上市产生不利影响。
- 北大组已经进入“中盘”，数据不断增加，对疫苗效果的预期也不断乐观。101例受试者完成试验，这个样本数足够有统计意义。从临床调研了解的信息表明，疫苗的有效性得到充分验证，超越现有药物，几无异议。早期临床样本的跟踪显示，疫苗治疗后，基本上没有出现反弹，这相比现有的核苷类似物，优势极其明显。给药方便，病人的依从性好。这些特点，都是治疗性疫苗未来能成为一线用药甚至战胜现有乙肝药物的重要优势。
- 我们认为，根据临床方案设计，北大组在10月份左右完成。届时临床数据揭盲，有助于资本市场重新正确认识治疗性乙肝疫苗的价值。简单的说，今年是验证“橘子成熟”的一年。
- 维持“强烈推荐”。我们认为，生物制药是新兴产业中非常活跃的领域。过去投资生物领域的那些公司，经过市场淘汰，有希望进入收获期。重庆啤酒经过10多年的付出和等待，有望在今年看到治疗性乙肝疫苗项目成功。这一项目的成功，不仅会给公司带来巨大的投资回报，也有重大的社会意义。我国每年

因乙肝带来的经济损失估计在 6000 亿元，如果能对乙肝实现有效治疗，那么带来的财富节约也非常可观。我们对治疗性乙肝疫苗的前景乐观，维持“强烈推荐”评级。

## 附表

## 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 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   |
| <b>非流动资产</b>   | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 3294 | 3438  | 3661  | 3940  |
| <b>流动负债</b>    | 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   |
| <b>非流动负债</b>   | 151  | 201   | 251   | 301   |
| 长期借款           | 151  | 201   | 251   | 301   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 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   |
| <b>股东权益合计</b>  | 1293 | 1413  | 1615  | 1813  |
| <b>负债及权益合计</b> | 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    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 459  | 408   | 449   | 479   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -41  | -302  | -253  | -253  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -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 |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 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     |
| <b>营业利润</b>     | 207  | 285   | 301   | 297   |
| 营业外收入           | 46   | 40    | 5     | 5     |
| 营业外支出           | 18   | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 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     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 181  | 261   | 245   | 242   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.37 | 0.54  | 0.51  | 0.50  |

## 主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |        |        |        |
| 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%  |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 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%  |
| <b>偿债能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>营运能力(次)</b> |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |        |        |        |
| PE             | 174.41 | 121.28 | 129.12 | 130.92 |
| PB             | 26.29  | 23.98  | 20.87  | 18.51  |

## 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.cn](http://www.xyzq.com.cn) 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。