

医药生物

2017年10月27日

长春高新 (000661)

——三年三倍征程刚过半，暑期高增长奠定明年业绩基础

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年10月26日

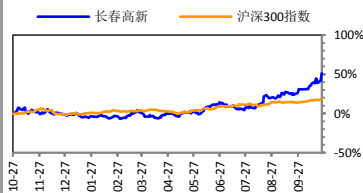
收盘价(元)	170.79
一年内最高/最低(元)	173.62/105.15
市净率	6.8
息率(分红/股价)	0.47
流通A股市值(百万元)	29036
上证指数/深证成指	3407.57 / 11461.29

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年09月30日

每股净资产(元)	24.99
资产负债率%	32.45
总股本/流通A股(百万)	170/170
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《长春高新(000661)点评：金赛业绩超预期，医药板块净利润同比增长68.18%》
2017/04/25

《长春高新(000661)点评：三板挂牌问题还需好事多磨，不改全年经营景气向上》
2017/04/21

证券分析师

闫天一 A0230517060001
yantian@swsresearch.com
杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

联系人

暴晓丽
(8621)23297818x7251
baoxl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **营收增长20.79%，归母净利润增长28.31%，医药企业收入增长55.31%，净利润增长65.97%。**我们在2017年4月21日的点评中旗帜鲜明的阐明了三板挂牌问题不会影响金赛药业全年业绩快速增长，今天公司发布的三季报再次验证了我们的观点，归母净利润增长28.31%符合预期。根据我们新增患者动态模型测算，金赛药业明年上半年营收有望达到14亿元，全年有望实现30亿元销售目标，与之对应长春高新股价有望实现从2016年80元到2018年240元的跨越，三年三倍征途刚刚过半。
- **金赛收入增速超50%，净利润增速超60%。**经测算金赛药业前三季度收入接近16亿元，同比增速54%左右，净利润增速超61%，净利率有所提高。我们测算单季度金赛药业实现收入6亿元以上，单季度净利润接近2.6亿元。全年有望实现20亿元以上的营业收入，7.5亿元以上的净利润。暑假是新患者入组的关键时点，三季报的高增长使我们确信暑期新增患者人数可能超过50%，考虑到治疗周期中位数为11月，今年暑期新增患者会持续用药到明年年中，让我们对金赛药业明年业绩更加有信心。
- **百克生物业绩反转，延续中报高增长。**经测算百克生物前三季度收入超过5亿，同比增速在140%左右，净利润达到1亿左右，同比增速接近150%。主要原因是去年二季度收到疫苗事件影响以及疫苗事件后流通变为“一票制”，经销商利润被压缩，利润流向厂商所致，此外迈丰减亏也带来了1000万左右的净利润增量。公司凭借自身产品的刚性需求属性和坚持在省级渠道的布局的方式，快速占领市场，全年净利润有望达到1.4亿元左右。我们认为在新产品拉动之下，百克生物未来两年业绩增速将保持在15%-20%之间。
- **房地产收入结算少，拖累表现业绩增速。**当前房地产业务没有结算收入导致前三季度亏损3000万元左右，拖累表现业绩增速。但是我们注意到公司资产负债表下的商品房销售款，已经从中报时的5.23亿元增长到7.09亿元，所以我们认为地产公司和园等项目销售正常。没能如期结算主要原因是配套园区建设未达交付标准以及银行贷款审批的原因。根据预收款项，按照20%的净利率，全年有望贡献5000万以上的净利润，主要看四季度实际交房情况。
- **高增速生物制药白马，维持买入评级。**我们维持公司2017、2018、2019EPS为4.19、5.91、8.04元的预测，同比增速分别为47%、41%、36%，当前股价对应估值分别为41、29、21倍，再次强调“买入”评级。
- **风险提示：**后续产品销售量不达预期。

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,897	2,648	3,652	5,248	6,708
同比增长率(%)	20.62	20.79	26.00	43.70	27.80
净利润(百万元)	485	487	713	1,005	1,368
同比增长率(%)	26.11	28.31	47.10	40.90	36.10
每股收益(元/股)	2.85	2.86	4.19	5.91	8.04
毛利率(%)	79.4	88.1	85.0	82.7	84.3
ROE(%)	12.4	11.5	15.5	17.9	19.6
市盈率	60		41	29	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

金赛药业新增患者人数动态分析模型

我们对金赛药业患者人数进行了动态分析，并且建立了动态分析模型。主要基本假设为，粉针、水针、长效生长激素治疗费用分别为 3 万/人次、5 万/人次、10 万/人次。2015 年粉针、水针收入占比分别为 40%、60%，长效占比为 0，则患者单价为 $3 \text{万} \times 40\% + 5 \text{万} \times 60\% = 4.7 \text{万/人}$ ；2017 年粉针、水针、长效收入占比分别为 17%、70%、13%，则患者单价为 $3 \text{万} \times 20\% + 5 \text{万} \times 70\% + 10 \text{万} \times 10\% = 5.1 \text{万/人}$ 。估算 2015 年、2016 年、2017 年客单价分别为 4.7 万、4.9 万、5.1 万。

假设每年新增患者集中在寒假（一月）、暑假（七月）入组开始接收治疗，治疗中位数从 2015 年的 10 个月，2017 年增长到 11 个月。

则 2015 年上半年金赛收入 = 2014 年暑假入组（用药 4 个月）+ 2015 年寒假入组（用药 6 个月）。

2015 年下半年金赛收入 = 2015 年寒假入组（用药 4 个月）+ 2015 年暑假入组（用药 6 个月）。

以此类推，由以上假设我们推导出以下数据

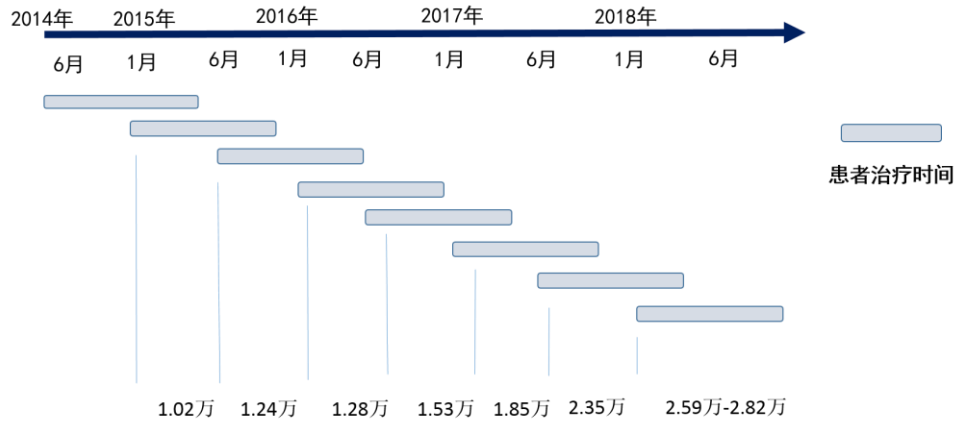
金赛药业新增患者人数情况

患者人数 同比增速	患者人数环 比增速	区间治疗人数 (万人)	入组患者	时间	金赛收入 (百万元)	金赛净利润 (百万元)	金赛净利润率
		1.02	14年暑假+15年寒假	2015H1	481	181	38%
	21%	1.24	15年寒假+15年暑假	2015H2	581	201	35%
25%	4%	1.28	15年暑假+16年寒假	2016H1	627	222	35%
24%	20%	1.53	16年寒假+16年暑假	2016H2	752	273	36%
45%	21%	1.85	16年暑假+17年寒假	2017H1	946	348	37%
53%	27%	2.35	17年寒假+17年暑假	2017H2	1200	420	35%

资料来源：Wind,申万宏源研究

17 年下半年新增入组人数大约在 2.35 万人左右，同比增速达 53%。如果展望 2018 年上半年收入，参考历史数据，我们认为环比增速 10-20%是可以期待的（寒假相比暑假，新增患者人数较少），则 2018 年上半年治疗人数在 2.59-2.82 万人之间。

金赛药业新增患者人数动态模型



资料来源：申万宏源研究

假设客单价维持不变（5.1 万/人），对应收入为 13.2 亿元-14.4 亿元。如果明年年中收入达到 14 亿元，我们觉得完成 30 亿元的销售目标是大概率事件。金赛药业有望实现 14 亿、20 亿、30 亿的收入跨越式增长，与之对应长春高新股价有望完成 80 元到 240 元的涨幅，踏上三年三倍的牛股征程。

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,402	2,897	3,652	5,248	6,708
生物药	1,163	1,725	2,680	3,874	5,220
中成药	598	593	623	660	706
房地产	478	561	315	679	747
服务业	23	35	35	35	35
营业总成本	1,777	2,102	2,452	3,557	4,406
营业成本	521	596	547	906	1,051
生物药	119	166	231	302	353
中成药	133	128	137	145	155
房地产	267	290	319	351	386
服务业	11	35	35	35	35
营业税金及附加	90	102	128	184	235
销售费用	797	948	1,242	1,732	2,214
管理费用	371	454	548	735	906
财务费用	(15)	(19)	0	0	0
资产减值损失	13	21	(13)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	14	0	0	0
营业利润	624	810	1,200	1,691	2,302
营业外收支	28	7	0	0	0
利润总额	653	817	1,200	1,691	2,302
所得税	114	140	210	295	402
净利润	538	677	990	1,396	1,900
少数股东损益	154	192	277	391	532
归属于母公司所有者的净利润	384	485	713	1,005	1,368

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	538	677	990	1,396	1,900
加: 折旧摊销减值	92	105	42	55	55
财务费用	5	5	0	0	0
非经营损失	(11)	(10)	0	0	0
营运资本变动	162	(470)	(123)	(196)	(205)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	771	308	910	1,255	1,751
资本开支	228	185	(88)	0	0
其它投资现金流	(67)	12	(0)	0	(0)
投资活动现金流	(295)	(1,651)	88	0	(0)
吸收投资	7	1,749	0	0	0
负债净变化	(1)	(18)	(16)	(16)	(16)
支付股利、利息	145	268	0	0	0
其它融资现金流	0	(2)	0	0	0
融资活动现金流	(139)	1,461	(16)	(16)	(16)
净现金流	338	119	981	1,239	1,735

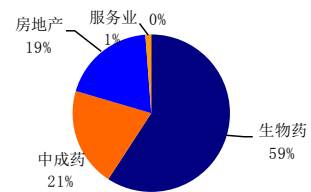
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
生长激素增速	29%	39%	33%	30%
促卵泡素销售额	3	8	16	25
房地产增速	14%	10%	10%	10%
中成药增速	4%	5%	6%	7%
销售费用率	33%	34%	34%	33%
管理费用率	15%	15%	15%	15%

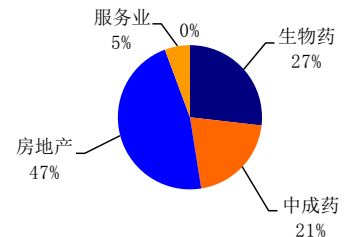
收入结构

2016年收入结构

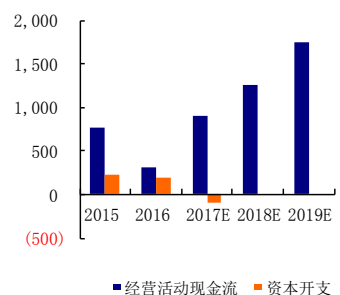


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流

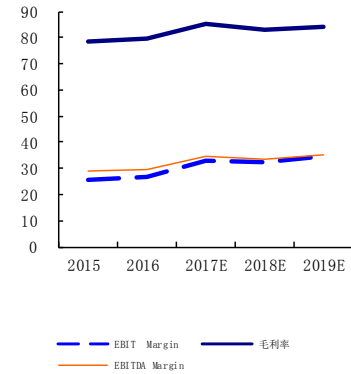


合并资产负债表

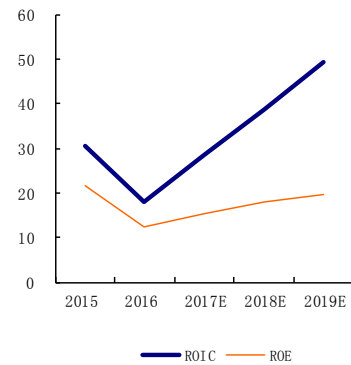
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,262	4,415	5,468	7,368	9,496
现金及等价物	998	1,117	2,098	3,338	5,072
应收款项	543	1,082	1,198	1,444	1,669
存货净额	679	676	632	1,047	1,215
其他流动资产	42	1,540	1,540	1,540	1,540
长期投资	112	92	92	92	92
固定资产	1,064	1,205	1,156	1,107	1,058
无形资产及其他资产	378	492	398	392	386
资产总计	3,816	6,204	7,114	8,959	11,031
流动负债	1,201	1,586	1,522	1,987	2,175
短期借款	79	77	77	77	77
应付款项	671	963	899	1,364	1,553
其它流动负债	152	231	231	231	231
非流动负债	180	167	151	135	119
负债合计	1,380	1,753	1,673	2,122	2,294
股本	131	170	170	170	170
资本公积	264	1,967	1,967	1,967	1,967
盈余公积	187	341	567	887	1,321
未分配利润	1,196	1,422	1,909	2,594	3,528
少数股东权益	657	551	828	1,219	1,751
股东权益	2,435	4,450	5,441	6,837	8,737
负债和股东权益合计	3,816	6,204	7,114	8,959	11,031

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

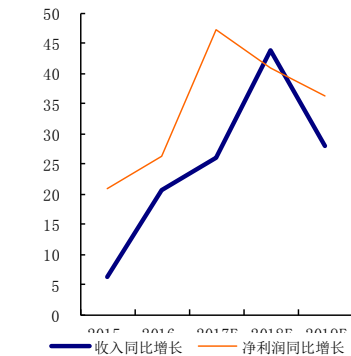


重要财务指标

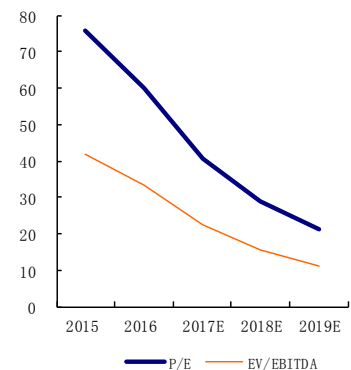
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	2.26	2.85	4.19	5.91	8.04
每股经营现金流	4.53	1.81	5.35	7.38	10.29
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	10.45	22.93	27.12	33.03	41.07
关键运营指标(%)					
ROIC	30.3	18.0	28.5	38.6	49.4
ROE	21.6	12.4	15.5	17.9	19.6
毛利率	78.3	79.4	85.0	82.7	84.3
EBITDA Margin	28.7	29.7	34.4	33.3	35.1
EBIT Margin	25.4	26.8	32.9	32.2	34.3
收入同比增长	6.2	20.6	26.0	43.7	27.8
净利润同比增长	20.8	26.1	47.1	40.9	36.1
资产负债率	36.2	28.3	23.5	23.7	20.8
净资产周转率	1.35	0.74	0.79	0.93	0.96
总资产周转率	0.63	0.47	0.51	0.59	0.61
有效税率	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	75.6	59.9	40.7	28.9	21.2
P/B	16.3	7.4	6.3	5.2	4.2
EV/Sale	12.0	9.9	7.6	5.2	3.9
EV/EBITDA	42.0	33.3	22.2	15.5	11.0

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。