

加速成长的生物药龙头

——长春高新（000661）点评

长春高新（000661.SZ）

推荐 首次评级

核心观点：

1. 事件

近期我们与上市公司进行了交流。目前金赛药业挂牌新三板事宜仍存在不确定性，公司承诺若成功挂牌不会减持金赛股权，对其控制地位不变，且不存在股权被稀释风险。主营业务上，生长激素产品在国内市场占主导地位，其中水针和长效剂型均为独家品种，长效剂型有望在 17 年上半年完成 IV 期临床，将助力生长激素产品进一步放量。同时狂犬疫苗问题已解决，公司疫苗产品的市场占有率将有所提升。房地产业务保持稳定增长。我们预计公司整体业绩将加速增长。

2. 我们的分析与判断

（一）金赛挂牌新三板仍存不确定性

金赛挂牌新三板事宜获政府支持，但仍存在不确定性。自收到深交所的关注函后，上市公司正就金赛药业挂牌事宜持续与深交所等监管部门沟通。若金赛成功挂牌将成为吉林省落实中央国务院关于振兴东北老工业基地的重要举措，因此获得地方各级政府的重视与支持。吉林省国资委特发文件要求公司依法依规与交易所沟通，以实现金赛挂牌。长春新区管委会向深交所发出公函，阐明地方政府立场。当前来看能否成功挂牌尚不确定。

金赛拟挂牌新三板意义重大。金赛挂牌不仅是落实长春新区资产证券化战略，也是为谋求大小股东利益取向一致，同时推动金赛药业独立面对资本市场，通过规范发展实现做大做强的目标。未来公司将继续推动控股企业资产证券化，支持百克、华康等独立面对资本市场。

若成功挂牌，公司承诺不减持金赛股份且对其控制地位不变，亦不存在股权被稀释风险。公司承诺不会减持金赛股份，对其控股和控制地位不会弱化。若金赛后续进行融资，公司也会同比例参与。未来唯一稀释股权的可能性是对金赛的管理层做股权激励，但目前其员工对股权激励无迫切需求，因此上市公司持有的金赛股权被稀释的可能性微乎其微。

挂牌不成功亦不会对公司日常经营和业绩产生影响。金赛药业对员工没有股权承诺，所以员工没有挂牌预期。目前金赛药业生产体系运营正常，即使挂牌不成功，也不会对上市公司的经营业绩，以及金赛药业管理层的积极性产生较大影响。

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

职业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

（wangxiaqi@chinastock.com.cn）

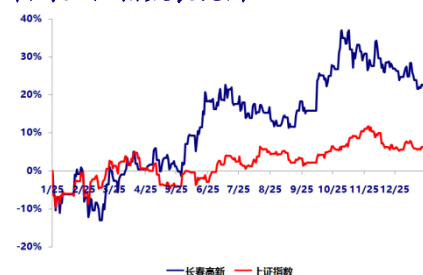
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2017-01-25

| | |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 108.79 |
| A 股一年内最高价(元) | 123.50 |
| A 股一年内最低价(元) | 76.69 |
| 上证指数 | 3136.77 |
| 市盈率 | 39.4 |
| 总股本(万股) | 17011.23 |
| 实际流通 A 股(万股) | 17003.57 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 7.66 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 184.98 |

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

(二) 金赛药业将围绕儿童生长发育+生殖领域发展

1、生长激素将推行广覆盖策略，长效剂型预计 17 年完成 IV 期临床

公司将继续扩充儿科销售团队以覆盖发达地区县级市，生长激素加速成长。国内生长激素主要用于治疗儿童由生长激素缺失和 Turner 综合征引起的矮小症。目前国内 4-5 岁可治疗的矮小症患者总数约为 700 万人，其中接近 50% 由生长激素缺失和 Turner 综合征导致。我们按儿童平均体重 30kg，渗透率 20%，粉针和水针占比各 50% 测算，国内生长激素市场规模超过 200 亿元。然而 2015 年我国矮小症患者治疗率不足 1%，国内生长激素市场规模约 20 亿元，市场远未饱和。金赛生长激素水针和长效剂型均为独家品种，已实现覆盖一线发达城市，占据超过 65% 的市场份额，在市场中处于绝对主导地位。2015 年公司生长激素销售团队有 600 至 700 人，2016 年扩充到 800 至 900 人，销售人员的增加为生长激素的销售带来正向填补。因此未来公司将继续扩充销售团队，以覆盖发达地区的县级市，生长激素产品将呈加速增长态势。

长效剂型预计 17 年完成 IV 期临床试验，为学术推广和进军欧美市场打下坚实基础。自长效剂型上市以来，公司正通过 IV 期临床试验为国内市场推广和进军欧美发达国家市场积累可靠临床数据，并为学术推广积累素材。公司计划至少做 2000 例 IV 期临床试验，平均 1 例治疗时间半年。但目前 IV 临床试验进度略慢于预期，因为国家修订临床试验规则后，部分原来符合规则的患者按新规定不再符合试验标准。为避免 IV 期临床试验与原定市场推广时间冲突，公司特意放慢市场销售进度，以确保 IV 期临床顺利完成。2016 年公司已完成 1000 余例患者的临床试验，我们预计公司最快在 2017 年上半年完成全部 IV 期临床试验。IV 期临床将为产品学术推广和进军欧美市场打下坚实基础，有助于生长激素产品进一步放量。

2、重组人促卵泡激素积极抢占市场份额

重组人促卵泡激素招标工作正有序推进，公司将积极抢占国内市场份额。国内促卵泡激素市场集中在专科辅助生殖医院，主要用于治疗女性不孕不育。据统计，我国不孕不育患者人群接近 4000 万，女性约占 50%，其中排卵障碍占比约 30%。我们按 50% 患者选择促卵泡激素治疗，加之二胎政策带来的高龄产妇用药，国内促卵泡激素市场规模接近 200 亿元。然而目前市场远未饱和，2015 年国内促卵泡激素市场规模约 20 亿元，其中默克雪兰诺重组促卵泡激素（57%）和丽珠集团的尿源促卵泡激素（23%）共同占据约 80% 市场份额。公司的重组促卵泡激素于 2015 年 5 月获批上市，经查询部分省市中标结果，公司产品中标价格略低于默克雪兰诺同类产品。且与尿源促卵泡激素相比，重组促卵泡激素具有纯度高、安全性高和心理接受程度高等优势。2017 年公司将继续有序推进各省招标工作，通过自营和代理兼并的销售模式，积极抢占国内市场份额。

(三) 建立并推广儿童生长发育完整诊疗模式

重庆金童佳和上海童欣儿童医院运营良好，方便患者就医效果明显。为应对医药市场监管形势，改良生长激素销售渠道，金赛药业投资参股金蓓高医院管理公司，通过自建、收购或者控股儿童生长发育医院，实现生长激素产品在终端增长，同时规避在大医院销售的风险。患者三甲医院首诊，确定需使用生长激素后，可将患者从大医院分流到儿童医院，享受相对低价开药，同时避免往返于大医院。从目前已运营的重庆金童佳和上海童欣儿童医院来看，对外

方贡献较大，方便患者就医效果明显。

公司将以童欣医院为模板，建立并推广儿童生长发育的完整诊疗模式，稳步推进渠道建设。未来金赛将通过上海童欣医院摸索并建立儿童生长发育的完整诊疗模式，并对生长发育的一系列问题进行涉足，如性早熟、自闭症等。待模式成功建立后，公司会率先在江浙和珠三角区域建院并复制成功模板。

（四）积极谨慎地向生物创新药外延

公司将慎重考虑收购优秀生物创新药项目。内生层面，公司对控股企业只做战略管控，不会过多干预其生产经营过程，同时积极推动控股企业资产证券化。外延层面，公司将在保证原有业务良性发展的前提下，坚定不移地开发或引进生物制药创新技术。由于生物创新药研发失败率较高，因此公司对于收购生物创新药项目非常谨慎，对好的标的始终保持跟进，企业发展部的博士甚至直接参与标的项目的试验过程。

3. 投资建议

我们认为公司未来业绩高增长态势基本确定：金赛生长激素在国内市场占据绝对主导地位，水针和长效剂型均为独家剂型，随着推行广覆盖市场策略和长效剂型逐渐放量，我们预计 17 和 18 年金赛药业业绩增速分别为 35% 和 30%。去年四季度起毒疫苗事件影响消除，百克生物的狂犬疫苗问题已解决，预计狂犬和水痘疫苗市场占有率将有所提升，迈丰有望减亏在 1,000 万以内。预计 17-18 年疫苗业务利润增速较快。华康业绩受行业政策制约，预计业绩与 16 年持平。公司房地产业务将维持平稳增长。我们预测 2016-2018 年 EPS 分别为 2.76/3.62/4.53 元，对应 PE 分别为 39/30/24 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

生长激素长效剂型 IV 期临床试验和市场推广进度不及预期，重组促卵泡素销售不及预期，疫苗批签发不及预期。

附表 1. 主要财务指标

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 2048.69 | 2262.30 | 2402.09 | 2870.00 | 3516.00 | 4228.00 |
| 营业收入增长率 | 16.32% | 10.43% | 6.18% | 19.48% | 22.51% | 20.25% |
| 净利润（百万元） | 283.90 | 318.17 | 384.48 | 470.09 | 616.09 | 770.37 |
| 净利润增长率 | -5.30% | 12.07% | 20.84% | 22.27% | 31.06% | 25.04% |
| EPS（元） | 1.67 | 1.87 | 2.26 | 2.76 | 3.62 | 4.53 |
| P/E | 64.59 | 57.64 | 47.70 | 39.01 | 29.77 | 23.80 |
| P/B | 15.37 | 12.56 | 10.31 | 8.41 | 6.77 | 5.44 |
| EV/EBITDA | 24.17 | 24.08 | 19.75 | 14.16 | 10.37 | 8.15 |

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2：公司财务报表（百万元）

| 报表预测（百万元） | | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 2048.69 | 2262.30 | 2402.09 | 2870.00 | 3516.00 | 4228.00 |
| 减：营业成本 | 384.55 | 530.79 | 520.74 | 602.70 | 703.20 | 803.32 |
| 营业税金及附加 | 81.07 | 83.63 | 89.95 | 107.48 | 131.67 | 158.33 |
| 营业费用 | 745.14 | 772.80 | 796.67 | 820.00 | 996.80 | 1200.00 |
| 管理费用 | 311.60 | 341.16 | 371.38 | 443.72 | 543.60 | 653.68 |
| 财务费用 | 4.22 | -3.98 | -15.31 | -29.74 | -54.13 | -71.62 |
| 资产减值损失 | -29.91 | 1.95 | 13.09 | 16.48 | 12.87 | 14.02 |
| 加：投资收益 | -0.15 | 0.67 | -1.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 551.89 | 536.76 | 624.44 | 909.36 | 1181.99 | 1470.27 |
| 加：其他非经营损益 | -33.86 | -10.43 | 28.16 | -31.50 | -31.47 | -31.65 |
| 利润总额 | 518.03 | 526.32 | 652.60 | 877.86 | 1150.52 | 1438.62 |
| 减：所得税 | 97.02 | 82.11 | 114.10 | 219.47 | 287.63 | 359.66 |
| 净利润 | 421.00 | 444.21 | 538.50 | 658.40 | 862.89 | 1078.97 |
| 减：少数股东损益 | 137.11 | 126.04 | 154.02 | 188.31 | 246.80 | 308.60 |
| 归属母公司股东净利润 | 283.90 | 318.17 | 384.48 | 470.09 | 616.09 | 770.37 |
| 资产负债表 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 511.42 | 454.75 | 687.50 | 2327.83 | 3019.92 | 3694.87 |
| 应收和预付款项 | 617.62 | 510.53 | 543.47 | 812.37 | 881.39 | 1074.72 |
| 存货 | 443.54 | 706.67 | 678.52 | 828.23 | 929.77 | 1078.53 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.18 | 41.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 2.91 | 3.53 | 35.63 | 35.63 | 35.63 | 35.63 |
| 投资性房地产 | 53.63 | 50.89 | 48.32 | 39.03 | 29.74 | 20.45 |
| 固定资产和在建工程 | 885.37 | 936.13 | 1063.71 | 903.69 | 747.28 | 589.72 |
| 无形资产和开发支出 | 146.21 | 157.49 | 213.37 | 173.64 | 133.91 | 94.19 |
| 其他非流动资产 | 23.13 | 87.49 | 146.27 | 143.46 | 140.64 | 140.64 |
| 资产总计 | 2683.83 | 2907.66 | 3458.57 | 5263.86 | 5918.28 | 6728.73 |
| 短期借款 | 98.00 | 83.50 | 79.00 | 64.00 | 49.00 | 34.00 |
| 应付和预收款项 | 648.00 | 650.87 | 768.46 | 804.95 | 938.95 | 1043.71 |
| 长期借款 | 20.57 | 19.89 | 23.71 | 23.71 | 23.71 | 23.71 |
| 其他负债 | 213.64 | 108.79 | 152.23 | 148.78 | 158.83 | 159.87 |
| 负债合计 | 980.21 | 863.05 | 1023.39 | 1041.44 | 1170.49 | 1261.29 |
| 股本 | 131.33 | 131.33 | 131.33 | 131.33 | 131.33 | 131.33 |
| 资本公积 | 262.21 | 264.72 | 263.62 | 263.62 | 263.62 | 263.62 |
| 留存收益 | 799.21 | 1064.16 | 1382.98 | 1785.94 | 2314.05 | 2974.41 |
| 归属母公司股东权益 | 1192.75 | 1460.21 | 1777.93 | 2180.89 | 2709.00 | 3369.36 |
| 少数股东权益 | 510.87 | 584.40 | 657.25 | 845.56 | 1092.36 | 1400.96 |

| | | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 股东权益合计 | 1703.62 | 2044.61 | 2435.18 | 3026.45 | 3801.36 | 4770.32 |
| 负债和股东权益合计 | 2683.83 | 2907.66 | 3458.57 | 4067.89 | 4971.85 | 6031.61 |
| 现金流量表 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 经营性现金净流量 | 498.27 | 280.22 | 769.53 | 375.00 | 904.35 | 900.83 |
| 投资性现金净流量 | -231.90 | -109.84 | -294.77 | -151.26 | -163.40 | -172.50 |
| 筹资性现金净流量 | -99.28 | -118.15 | -139.03 | 1416.58 | -48.85 | -53.39 |
| 现金流量净额 | 166.96 | 52.32 | 337.33 | 1640.33 | 692.10 | 674.94 |

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn