

公司点评●医药生物

2018年9月21日

建立合资公司，丰富单抗仿制药研发管线

——长春高新（000661）事件点评

核心观点：

1. 事件：

9月19日，公司与冰岛安沃泰克（Alvotech hf）公司签署了《关于建立合资公司的合同》。双方约定将在中国吉林省长春市长春新区北湖科技开发区设立一家中外合资经营企业，将安沃泰克已经开展研发的系列生物类似药项目引入中国市场并实现商业化。

合同中约定，合资公司的投资总额和注册资本为2亿美元。其中公司以现金形式出资1亿美元，占合资公司注册资本的50%；Alvotech以现金形式出资1000万美元，以6项生物类似药的产品技术许可权估值作价9000万美元向合资公司出资（在未来5年内按照项目技术成熟度全部转让）。

Alvotech应当将约定的合同技术作为注册资本出资由合资公司使用，合资公司在本合同期限内在中国（不包括香港、澳门和台湾）使用许可技术研发、生产、进口合同产品，并在中国销售合同产品。Alvotech应确保该许可为在中国的独占、排他性许可。

2. 我们的分析与判断

（一）Alvotech 致力于研发生产高品质生物类似药，拥有7款在研品

Alvotech拥有7个单抗仿制药在研，其中阿达木单抗已进入I期临床。Alvotech成立于2013年，公司致力于研发和生产高质量的生物类似药，官网显示其当前在研7个单抗仿制药，用于治疗癌症、自身免疫疾病和炎症等疾病。经查询ClinicalTrials，公司的阿达木单抗已于18年5月21日启动I期临床（NCT03579823），可能是其当前研发进展最快的产品。我们梳理了公司的发展里程碑，如图1所示。

（二）公司 CEO 拥有丰富的生物药研发及管理经验

公司 CEO 为 Rasmus Rojkaer，曾任职于 Mylan 和诺和诺德，拥有超过20年的行业经验。据公司官网介绍，Rasmus Rojkaer 在密西根大学获得分子生物学博士学位，曾任职于 Mylan 和诺和诺德等公司，拥有超过20年的行业经验，在业内享有打造成功团队及开发生物制药业务能力的美誉。Rasmus 在 Mylan 任职期间，创建并引领其生物药增长驱动力的产生；在诺和诺德任职期间，担任多个管理职务。

长春高新(000661.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

王晓琦

☎: 010-66568589

✉: wangxiaqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

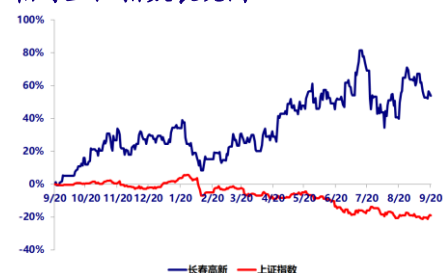
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-09-20

A 股收盘价(元)	216.40
A 股一年内最高价(元)	257.79
A 股一年内最低价(元)	133.85
上证指数	2729.24
市盈率	39.76
总股本(万股)	17011.23
实际流通 A 股(万股)	16995.30
限售的流通 A 股(万股)	15.92
流通 A 股市值(亿元)	367.78

相对上证指数表现图

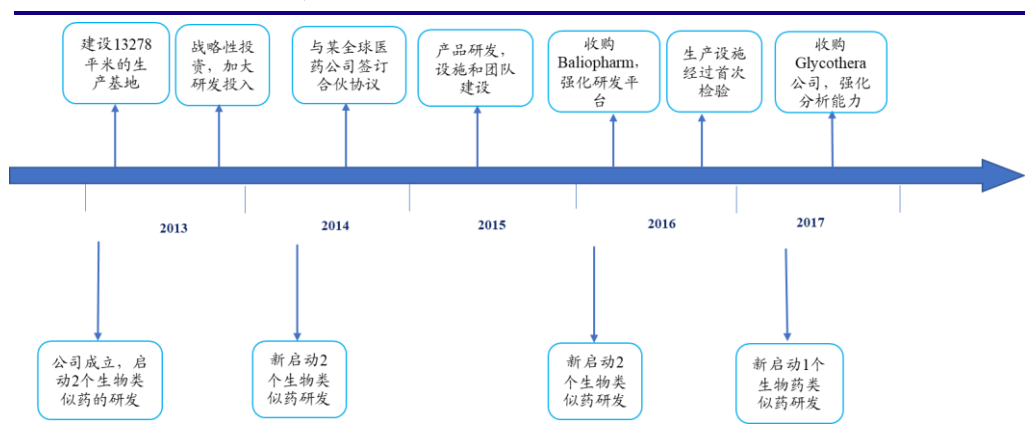


资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 2018-08-22 长春高新半年报跟踪：业绩增速好于预期，继续强烈推荐
2. 2018-04-25 长春高新一季报点评：医药业务保持高速增长，继续长期看好
3. 2018-02-09 长春高新年报跟踪：业绩增速好于预期，未来成长性确定
4. 2017-12-14 长春高新事件点评：投资瑞宙生物，布局重磅肺炎结合疫苗

图 1: Alvotech 发展里程碑



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

(三) 单抗仿制药在研管线迅速丰富, 有望助力长期发展

合资公司锁定 6 款在研产品在中国的所有权益, 为公司长期发展增添新动力。此次双方成立的合资公司, 致力于发展成为中国生物类似药领域的引领者, 向患者提供高质量的生物类似药产品。根据约定, 在合同期限内, 合资公司锁定 Alvotech 的 6 款单抗仿制药产品在中国的所有权益, 包括使用许可技术研发、生产、进口合同产品, 并在中国销售合同产品。我们认为此次设立合资公司, 将助力公司丰富单抗仿制药研发管线, 有望为公司业绩的长期高速增长增添新动力。同时, 合资公司亦希望在上述基础上, 通过提供全球代工服务和创新生物制药研发, 实现在生物制药领域的国际化, 将有利于公司打造国际生物产业平台。

3. 投资建议

我们认为此次与 Alvotech 成立合资公司, 可迅速丰富单抗仿制药的研发管线, 有利于公司打造国际生物产业平台, 有望为长期业绩的高速增长增添新动力。公司是国内生物药龙头, 我们认为生长激素业绩将保持高速增长: 随着消费升级和人们对身高管理的重视, 生长激素市场未来成长空间广阔。公司在生长激素领域具有产品线最全、终端掌控能力最强、新适应症开拓最快、技术领先和积极布局新型给药技术等全方位优势。按剂型划分来看, 粉针有助于巩固竞争优势; 水针新适应症研发快速推进, 有望持续放量; 长效剂型为独家剂型, IV 期临床完成和销售渠道扩张将显著增厚业绩。重组人促卵泡激素填补国产空白, 有望实现进口替代。疫苗业务即将进入全新发展阶段: 水痘疫苗正开拓国际市场, 狂犬疫苗将通过工艺改造和剂型升级扭亏为盈。华康药业和房地产业务均有望保持稳定增长。公司房地产业务亦将维持平稳增长。我们预计 2018-2020 年归母净利润为 10.06/13.19/17.00 亿元, EPS 分别为 5.92/7.75/10.00 元, 对应 PE 分别为 37/28/22 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

新药研发不及预期, 新产品市场推广不及预期。

附表 1. 主要财务指标

单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2402.09	2897.44	4102.26	5529.20	7026.17	8768.54
营业收入增长率	6.18%	20.62%	41.58%	34.78%	27.07%	24.80%
净利润 (百万元)	384.48	484.85	655.44	1006.72	1319.00	1700.39
净利润增长率	20.84%	26.11%	35.18%	53.60%	31.02%	28.92%
EPS (元)	2.26	2.85	3.85	5.92	7.75	10.00
P/E	95.75	75.92	56.16	36.57	27.91	21.65
P/B	20.71	9.44	8.32	7.01	5.81	4.76
EV/EBITDA	39.63	41.64	30.85	17.11	13.19	10.23

资料来源: 中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2402.09	2897.44	4102.26	5529.20	7026.17	8768.54
减: 营业成本	520.74	596.26	740.71	884.67	1124.19	1402.97
营业税金及附加	89.95	101.66	102.62	132.22	163.31	203.37
营业费用	796.67	947.87	1565.50	1910.03	2379.97	2894.36
管理费用	371.38	453.78	580.52	718.80	913.40	1139.91
财务费用	-15.31	-18.69	-9.31	-30.87	-59.80	-94.74
资产减值损失	13.09	20.89	45.72	36.77	42.99	47.83
加: 投资收益	-1.13	14.25	52.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	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	624.44	809.91	1128.50	1877.58	2462.12	3174.84
加: 其他非经营损益	28.16	7.19	-19.72	8.77	9.37	11.29
利润总额	652.60	817.09	1108.78	1886.35	2471.49	3186.13
减: 所得税	114.10	140.17	187.68	471.59	617.87	796.53
净利润	538.50	676.92	921.10	1414.76	1853.61	2389.60
减: 少数股东损益	154.02	192.07	265.66	408.05	534.62	689.21
归属母公司股东净利润	384.48	484.85	655.44	1006.72	1319.00	1700.39
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	687.50	613.88	984.93	1964.62	3415.32	5069.54
应收和预付款项	543.47	1081.93	972.42	1819.86	1728.40	2699.77
存货	678.52	676.36	1840.10	2085.89	2706.67	3100.00
其他流动资产	41.79	1539.68	1044.08	1044.08	1044.08	1044.08
长期股权投资	35.63	15.39	74.36	74.36	74.36	74.36
投资性房地产	48.32	87.90	85.77	72.00	58.23	44.45

固定资产和在建工程	1063.71	1204.64	1280.96	1068.13	849.07	625.17
无形资产和开发支出	213.37	291.65	313.75	261.53	209.30	157.08
其他非流动资产	146.27	146.86	269.91	266.54	263.16	263.16
资产总计	3458.57	5658.27	6866.27	8656.99	10348.59	13077.61
短期借款	79.00	77.00	60.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	768.46	892.25	1257.53	1874.68	1950.10	2595.59
长期借款	23.71	7.67	12.49	12.49	12.49	12.49
其他负债	152.23	230.90	302.63	302.63	302.63	302.63
负债合计	1023.39	1207.82	1632.65	2189.80	2265.22	2910.71
股本	131.33	170.11	170.11	170.11	170.11	170.11
资本公积	263.62	1966.96	1967.10	1967.10	1967.10	1967.10
留存收益	1382.98	1762.77	2288.63	3114.14	4195.72	5590.04
归属母公司股东权益	1777.93	3899.84	4425.84	5251.35	6332.93	7727.25
少数股东权益	657.25	550.61	774.49	1182.54	1717.16	2406.36
股东权益合计	2435.18	4450.45	5200.34	6433.89	8050.08	10133.61
负债和股东权益合计	3458.57	5658.27	6832.98	8623.69	10315.30	13044.32
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	769.53	307.48	382.93	1183.45	1621.29	1857.08
投资性现金净流量	-294.77	-1650.61	223.82	6.58	7.03	8.47
筹资性现金净流量	-139.03	1460.92	-330.81	-210.34	-177.61	-211.34
现金流量净额	337.33	118.61	274.74	979.69	1450.70	1654.22

资料来源：中国银河证券研究院

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、王晓琦，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。

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 研究院

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：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn