

湘财证券研究所

医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8710

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

朱毅

Tel:021-68634510-8683

E-Mail:zy2831@xcsc.com

目标价：92.80 元

当前股价：67.22 元

评价调整：上调

基本信息

上证综指 3069.14

总股本 360,128,000

流通股本 360,104,517

EPS(09) 1.690

PE(09) 39.78

相关报告

华兰生物（002007）：开县浆站获准采浆，血液龙头再添助力-20100106

华兰生物（002007）：再接甲流疫苗订单，收储工作有望延续-20100114

投资要点：上调评级至“买入”，目标价 92.8 元

公司发布 2009 年年报，公司 2009 年实现营业收入 12.20 亿元，同比增长 156.86%；实现归属于母公司净利润 6.08 亿元，同比增长 224.94%，每股收益为 1.69 元。分配方案为每 10 股送 6 股派 3 元（含税）。

q 甲流疫苗是 2009 年高增长的关键，2010 年收储仍将延续。公司 2009 年营业收入和净利润的高增长主要来源于公司甲流疫苗的国家收储，估计 2009 年甲流疫苗收入在 6 亿元上下，约占公司营收的一半。当前甲流高发季节已过，疫情已趋于缓和，但跨年度复发的可能性不可不防。我们维持之前的判断，即政府的甲流疫苗收储仍将持续，直至完成一定量的安全储备量。1 月份工信部再次下达甲流疫苗订单，已初步验证了我们的判断。我们预计，公司 2010 年仍将从甲流疫苗中获得超市场预期收益，并对目前的高股价形成强有力的支撑。

q 新建浆站+产品涨价助推血液制品业务高景气。2010 年公司将有三个新建浆站实现投产（其中重庆开县浆站已经投产），进一步巩固公司在血液制品行业的龙头地位。加之凝血因子类和静丙最高限价的大幅上调，使得公司本就高景气的血液制品业务如虎添翼。我们预计，2010 年公司主要血液制品人血白蛋白上调最高限价是大概率事件，上调幅度应与静丙相当，在 40%-50%之间，届时将进一步提升公司血液制品业务的盈利能力。

q 新产品陆续投放市场，疫苗业务有望撑起半边天。疫苗业务是公司未来重点发展的一个方向。而且甲流疫情中公司疫苗产品的杰出表现，为未来疫苗产品的推广奠定了良好的品牌效应和社会影响力。一方面，公司季节性流感疫苗在甲流疫情的推动下呈现良好的发展势头；另一方面，公司近期陆续有新的疫苗产品投放市场，其中四价流感疫苗和重组乙肝疫苗将分别受益于寡头垄断格局和国家乙肝疫苗补种计划，有望成为公司未来业绩增长的两大亮点。

q 盈利预测及投资评级

我们预测华兰生物 2010-2012 年 EPS 分别为 2.21 元、1.73 元和 2.30 元。我们认为，甲流疫苗将继续成为公司 2010 年的主要利润来源，而血液制品和疫苗两项业务均保持良好的增长势头，有望带动公司的高速发展。考虑到 2010 年甲流疫苗和白蛋白涨价带来的超预期收益，我们上调公司投资评级至“买入”，6 个月目标价 92.8 元，并建议长期投资。

q 风险提示：血液制品及疫苗安全事件；浆站被关停或者减产；甲流疫苗收储提前结束。

盈利预测

单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	475.16	1220.49	1814.93	1485.48	1934.10
营业收入增长率	35.32%	156.86%	48.70%	-18.15%	30.20%
归属母公司净利润	187.26	608.48	795.77	621.56	826.57
净利润增长率	55.49%	224.94%	30.78%	-21.89%	32.98%
EPS	0.52	1.69	2.21	1.73	2.30

数据来源：湘财证券研究所预测

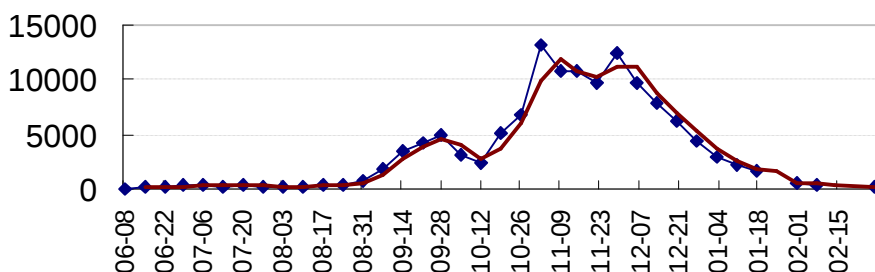
甲流疫苗是 2009 年高增长的关键，2010 年仍将延续。

公司 2009 年营业收入和净利润的高增长主要来源于公司甲流疫苗的国家收储。公司 2009 年 4000 万支甲流订单中年前交付了 2946.52 万支，按照 20 元/支计算，则 2009 年甲流疫苗收入在 6 亿元上下，约占营业总收入的一半。

当前甲流高发季节已过，疫情已趋于缓和，甲流周新增病例已到达低点。但从历史上的经验来看（如图 2 所示），全球范围的流感大流通大都存在跨年度行情，其中 1957 年在美国爆发的流感大流行更是历时六年之久，因此流感大流行跨年度复发的可能性不可不防。我们延续之前的判断，即政府的甲流疫苗收储仍将延续，直至完成一定量的安全储备量。1 月份工信部再次下达甲流疫苗订单，便初步验证了我们的判断。

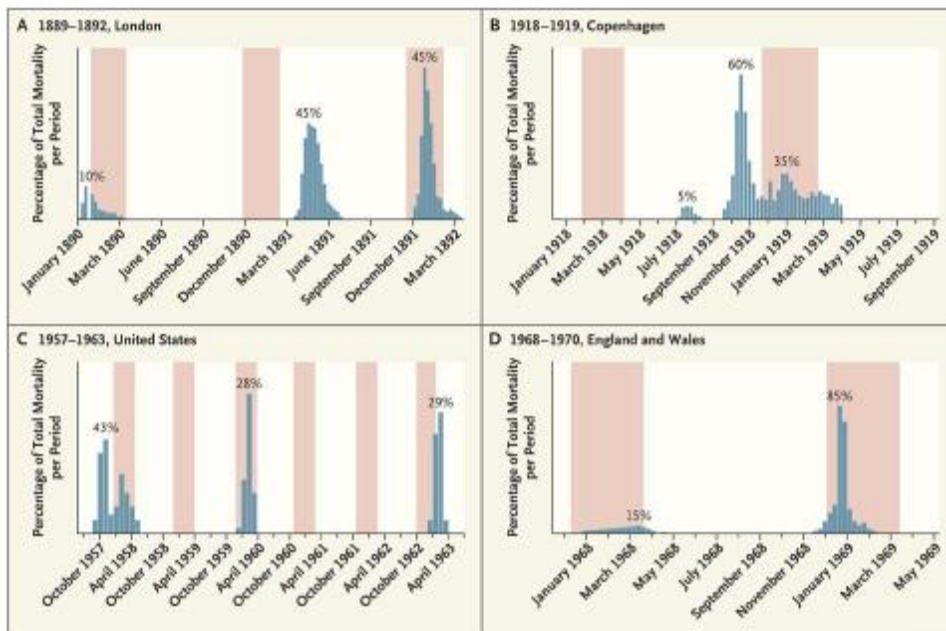
图 1 国内甲型 H1N1 流感周新增病例呈下降趋势

国内甲型 H1N1 流感周新增病例



数据来源：卫生部，湘财证券研究所

图 2 历史上全球四次流感大流行的死亡率时间分布



注：红柱代表北半球的一季度

数据来源：湘财证券研究所

我们预计，2010 年甲流疫苗的国家收储量将于 2009 年持平，在 1 亿支左右，假设产能最大的华兰生物占到 30% 的份额（2009 年公司因为研发早，约占 40% 的订单份额），即 3000 万剂，加上公司 2009 年订单中未在年前交付的 1000 多支，公司甲流疫苗 2010 年有望实现销售量约 4000 万支，销售收入在 8 亿元左右。考虑到甲流疫苗与季节性流感疫苗共用生产线，生产工艺流程类似，且生产规模较大，则单位生产成本较低，应远小于流感疫苗的 10 元/支，毛利率在 85%-90%，再考虑到隶属于国储计划销售费用极低，我们预计本次订单将增厚 2010 年公司 EPS 1.08-1.14 元，可谓获利颇丰。按照我们的判断，公司 2010 年仍将从甲流疫苗中获得超市场预期收益，从而对目前的高股价形成强有力的支撑。

此外，公司目前已完成甲流疫苗在部分国家的境外注册，未来存在出口的超预期可能。因此，当前的高股价仍具有良好的业绩支撑。

新建浆站+产品涨价助推血液制品业务高景气

2010 年公司将有三个新建浆站实现投产，其中重庆开县浆站已经投产，而忠县浆站和博白浆站也将于年内投产。三个新建浆站的覆盖人口较大，合计达 425 万人，且以农村人口为主，适合发展献浆员队伍。通过与上海莱士兴平浆站的比较，我们预计三个新浆站达产后可贡献采浆量在 200 吨以上，相对于目前公司 300 多吨投浆量，将显著提高公司的投浆量水平，进一步巩固公司的血液制品龙头地位。

表 1 新建浆站采浆量预测

浆站	采浆区域	人口(万人)	农业人口占比	达产后采浆量(吨)
华兰生物开县浆站	重庆开县	160	86.70%	>77.88
华兰生物忠县浆站	重庆忠县	96.5	85.90%	>47.05
华兰生物博白浆站	广西博白县	168.99	-	>82.40
上海莱士兴平浆站	陕西兴平市	58	65.50%	28.28 (2007 年)

数据来源：政府网站，湘财证券研究所

但是，浆站达产尚需培育期，短期影响有限。通常，浆站采浆需要一个献浆员的培育过程，主要包括献浆员的教育、认知，再到认可的过程，一般需要两年的时间。期间存在投浆量逐步释放的一个过程：2010 年浆站基本处于培育期，对投浆量贡献有限；到 2011 年浆站将进入实质性采浆阶段；而到 2012 年浆站则可进入稳定的规模化采浆阶段；往后增长将趋缓。因此，新浆站投产后，对公司 2010 年业绩影响有限，但从长远来看将利好公司业绩的持续增长，届时公司将拥有 14 家浆站，与整合了成都蓉生的天坛生物持平。考虑到公司在涪陵投资兴建的亚洲最大的血液制品生产基地也投产在即，公司将进一步巩固在血液制品领域的龙头地位。

表 2 华兰生物浆站汇总表

编号	单采血浆站	地址	股权比例	状态
1	陆川华兰单采血浆有限公司	广西陆川县	100%	正常采浆
2	贺州华兰单采血浆有限公司	广西贺州市	100%	正常采浆
3	都安华兰单采血浆有限公司	广西都安县	100%	正常采浆
4	博白华兰单采血浆有限公司	广西博白县	100%	在建 (2010 年投产)

5	华兰生物(独山)单采血浆有限公司	贵州独山县	100%	正常采浆
6	华兰生物(龙里)单采血浆有限公司	贵州龙里县	100%	正常采浆
7	华兰生物(罗甸)单采血浆有限公司	贵州罗甸县	100%	正常采浆
8	华兰生物(惠水)单采血浆有限公司	贵州惠水县	100%	正常采浆
9	华兰生物(瓮安)单采血浆有限公司	贵州瓮安县	100%	正常采浆
10	华兰生物(长顺)单采血浆有限公司	贵州长顺县	100%	正常采浆
11	华兰生物重庆市巴南区单采血浆有限公司	重庆巴南区	100%	正常采浆
12	华兰生物武隆县单采血浆有限公司	重庆武隆县	100%	正常采浆
13	华兰生物忠县单采血浆有限公司	重庆忠县	100%	在建 (2010年投产)
14	华兰生物开县单采血浆有限公司	重庆开县	100%	正常采浆
15	华兰生物封丘县单采血浆有限公司	河南封丘县	100%	新建浆站获批

数据来源：上市公司报告，湘财证券研究所

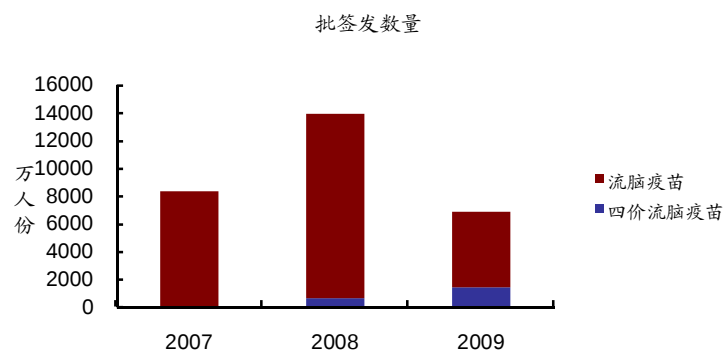
而且,近期发改委提高了凝血因子 VIII 等部分凝血因子类产品以及静丙的最高限价,使得公司本就高景气的血液制品业务如虎添翼。我们预计,2010 年公司主要血液制品人血白蛋白上调最高限价是大概率事件,上调幅度应与静丙相当,在 40%-50% 之间,届时将进一步提升公司血液制品业务的盈利能力。

新产品陆续投放市场, 疫苗业务有望撑起半边天

疫苗业务是公司未来重点发展的一个方向。而且甲流疫情中公司疫苗产品的杰出表现,为未来疫苗产品的推广奠定了良好的品牌效应和社会影响力。在 2009 年甲流疫苗实现大爆发后,公司正在进一步寻求疫苗业务的产品结构多样化。一方面,在甲流疫情的推动下,公司原有的季节性流感疫苗实现了放量公司近期,公司陆续有新的疫苗产品投产,其中四价流脑疫苗和重组乙肝疫苗是两大亮点。

公司 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗(即四价流脑疫苗)已于 2009 年底实现量产。2009 年流脑二类苗签批发数量为 6839 剂,其中四价流脑疫苗作为未来流脑疫苗的发展方向,占比逐步上升,2009 年达到 20%以上。目前四价流脑疫苗生产厂家仅公司、绿竹和天元三家,公司凭借寡头垄断地位,有望在流脑疫苗市场占据有利地位。

图 3 四价流感疫苗批签发数量在流脑疫苗中的占比提升



数据来源：中检所，湘财证券研究所

此外,公司的重组乙型肝炎疫苗也有望在年 2010 年初取得生产文号,设计产能 1500 万人份。根据卫生部补种乙肝疫苗计划,全国 15 岁以下总计有 7500 万人群需要补种乙肝疫苗,将在 3 年内完成。再加上新生儿计划免疫和易感人群的自费接种需求,未来三年内市场需求在 6000 万人份左右。市场潜力很大,而且重组乙肝疫苗属于质优价高品种,利润空间较大,将为公司带来丰厚利润。

盈利预测及投资评级

表 1 盈利预测表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1220	1815	1485	1934
营业成本	293	445	507	638
营业税金及附加	3	4	3	4
营业费用	26	40	30	39
管理费用	102	145	134	174
财务费用	-0	-3	-5	-8
资产减值损失	28	20	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	769	1164	807	1077
营业外收入	17	15	15	15
营业外支出	3	4	4	4
利润总额	783	1175	818	1088
所得税	31	163	74	98
净利润	752	1011	744	990
少数股东损益	144	216	123	163
归属母公司净利润	608	796	622	827
EBITDA	817	1234	887	1164
EPS (元)	1.69	2.21	1.08	1.43

注: 2011 年和 2012 年 EPS 为摊薄后每股收益

数据来源: 湘财证券研究所

不考虑送股对股本的摊薄作用,我们预测华兰生物 2010-2012 年 EPS 分别为 2.21 元、1.73 元和 2.30 元。我们认为,甲流疫苗将继续成为公司 2010 年主要利润来源,而同时血液制品和疫苗两项业务均保持良好的增长势头,有望带动公司业的高速发展。目前华兰生物所在生物制药行业同类上市公司 2010 年预测市盈率平均值为 45.34 倍,结合申万生物制品行业 2010 年预测市盈率平均值为 35.07 倍,行业中值为 38.97 倍(更好的参考价值),考虑到 2010 年甲流疫苗以及白蛋白涨价可能带来的超预期收益,我们给予公司 2010 年业绩 42 倍市盈率,上调公司的投资评级至“买入”,6 个月目标价为 92.8 元。

证券代码	证券简称	2010 年预测市盈率
000661.SZ	长春高新	46.5639
002007.SZ	华兰生物	45.4059

002022.SZ	科华生物	37.8068
002030.SZ	达安基因	54.1136
002038.SZ	双鹭药业	36.1156
300009.SZ	安科生物	54.6829
600161.SH	天坛生物	57.1266
600867.SH	通化东宝	36.0752
002252.SZ	上海莱士	40.1297

平均

45.34

数据来源：Wind，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。