

甲流疫情带来爆发式增长

● 公司 2009 年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长 226.8%

公司扣非后 EPS 为 1.66 元。2009 年实现主营业务收入 12.20 亿元，同比增长 156.86%，实现主营业务利润 9.25 亿元，同比增长 225.55%，实现营业利润 7.69 亿元，同比增长 260.24%，实现利润总额 7.83 亿元，同比增长 259.84%，实现归属于母公司所有者的净利润为 6.08 亿元，同比增长 224.94%。每股收益为 1.69 元，每股经营现金流为 1.69 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 5.98 亿元，同比增长 226.8%。净资产收益率为 43.29%，同比增加 21.2 个百分点。分配预案为每 10 股送 6 股红股派现 3 元。

● 甲流疫苗销售增长快速

从分产品情况来看，公司疫苗实现销售收入 7.14 亿元，同比增长 874.5%；人血白蛋白实现销售 2.63 亿元，同比增长 15.5%；静注丙球实现销售 1.44 亿元，同比增长 10.7%，其他产品实现销售 9900 万元，同比增长 127.3%。

● 资产负债表稳健，现金流情况良好

货币资金大幅增加了 4.12 亿元，应收票据和其他应收款均大幅减少，经营性现金的回流使得公司的货币资金大幅增加；公司的经营性现金流净额为 6.08 亿元，与净利润基本持平，说明公司的经营业绩有现金保障。存货维持较低水平，应收帐款比期初增加了 1.7 亿元。无长短期负债。资产负债率仅为 7.74%。

● 投资建议

公司未来几年，将在巩固血液制品行业龙头地位的基础上，积极扩大产业链条，向疫苗、基因工程药物领域拓展，加大疫苗、基因工程药物的研发、市场投入，逐步发展成为一个集血液制品、疫苗、基因工程药物研发、生产和销售为主的大型生物制品集团。

由于公司 2009 年增长快速，形成高基数，在未来几年增长会有所放缓，我们预计 2010 年公司的净利润增速为 24%，每股收益为 2.12 元，2011 年净利润增速为 30%，每股收益为 2.73 元，给予该股增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2010 年 03 月 09 日) 67.22 元

目标价格(6 个月) 80 元

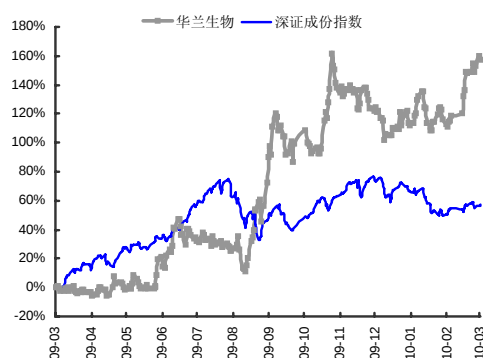
总股本/A 股(万股) 36013/36013

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 03 月 10 日

股价表现



重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1220	1465	1728	2057
同比(%)	157%	20%	18%	19%
归属母公司净利润	608	763	984	1180
同比(%)	225%	25%	29%	20%
毛利率(%)	76.0%	70.0%	71.0%	71.0%
ROE(%)	36.5%	32.9%	30.4%	27.2%
每股收益(元)	1.69	2.12	2.73	3.28
P/E	34.15	27.22	21.12	17.62
P/B	12.48	8.96	6.43	4.79

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司 2009 年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长 226.8%

公司扣非后 EPS 为 1.66 元。2009 年实现主营业务收入 12.20 亿元，同比增长 156.86%，实现主营业务利润 9.25 亿元，同比增长 225.55%，实现营业利润 7.69 亿元，同比增长 260.24%，实现利润总额 7.83 亿元，同比增长 259.84%，实现归属于母公司所有者的净利润为 6.08 亿元，同比增长 224.94%。每股收益为 1.69 元，每股经营现金流为 1.69 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 5.98 亿元，同比增长 226.8%。净资产收益率为 43.29%，同比增加 21.2 个百分点。分配预案为每 10 股送 6 股红股派现 3 元。

从单季情况来看，公司四季度实现主营收入 7.86 亿元，同比增长 423.39%，实现主营业务利润 6.49 亿元，同比增长 531.27%，实现营业利润 5.52 亿元，同比增长 645.67%，实现归属于母公司所有者的净利润为 4.18 亿元，同比增长 502.73%。公司 2009 年四季度业绩同比环比均实现大幅增长。

从公司报表的总体情况来看，收入和利润均实现高速增长，其中四季度增长尤为快速。公司全年实现快速增长主要由于：一方面来自主营业务即甲流疫苗国家收储订单的大幅增长，另一方面，公司盈利能力提高以及各项费用控制较好均促进了业绩的快速增长。

公司主营收入增长幅度为 156.86%，主要来自于甲流疫苗的增长。由于 2009 年甲流疫情的大规模爆发使得公司收到国家大量疫苗收储订单，并已实现收入，推动了公司整体业绩的大幅增长。

从分产品情况来看，公司甲流疫苗实现销售收入 7.14 亿元，同比增长 874.5%；人血白蛋白实现销售 2.63 亿元，同比增长 15.5%；静注丙球实现销售 1.44 亿元，同比增长 10.7%，其他产品实现销售 9900 万元，同比增长 127.3%。

表 1：公司主要产品销售情况（百万元）

	2007	2008	2009
人血白蛋白	204	228	263
同比增长	-	11.8%	15.5%
静注丙球	90	130	144
同比增长	-	44.4%	10.7%
甲流疫苗	0	73	714
同比增长	-	-	874.5%
其他	57	43	99
同比增长	-	-32.6%	127.3%

资料来源：东方证券研究所

公司费用控制良好，盈利能力提升幅度较大

公司 2009 年毛利率和净利率同比均有大幅提升，说明公司盈利能力的增强。其中 2009 年毛利率高达 76.01%，同比增加了 15.88 个百分点；净利率高达 49.85%，同比增加 10.44 个百分点。

另一方面，同时公司各项费用也控制较好，2009 年期间费用率仅为 10.45%，同比下降了 2.82 个百分点。

表 2：华兰生物报表分析

	累计数据相比								单季度数据比较							
	1Q2008	1-2Q2008	1-3Q2008	2008	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	2009	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
营业总收入	78.74	197.23	324.92	475.16	104.31	200.10	434.15	1220.49	78.74	118.49	127.70	150.24	104.31	95.80	234.05	786.34
营业收入	78.74	197.23	324.92	475.16	104.31	200.10	434.15	1220.49	78.74	118.49	127.70	150.24	104.31	95.80	234.05	786.34
同比增长率	3.50%	15.12%	18.79%	35.32%	32.47%	1.46%	33.62%	156.86%	3.50%	24.40%	24.95%	93.61%	32.47%	-19.15%	83.28%	423.39%
营业总成本	46.65	109.86	185.46	261.64	63.88	113.03	217.19	451.30	46.65	63.21	75.60	76.18	63.88	49.15	104.16	234.11
营业成本	35.40	83.71	142.60	189.43	38.71	74.36	156.22	292.84	35.40	48.31	58.89	46.83	38.71	35.65	81.86	136.62
成本率	44.96%	42.44%	43.89%	39.87%	37.11%	37.16%	35.98%	23.99%	44.96%	40.77%	46.12%	31.17%	37.11%	37.21%	34.98%	17.37%
主营业务利润	43.15	112.89	181.33	284.10	65.13	124.81	276.12	924.88	43.15	69.73	68.45	102.77	65.13	59.68	151.31	648.76
毛利率	55.04%	57.56%	56.11%	60.13%	62.89%	62.84%	64.02%	76.01%	55.04%	59.23%	53.88%	68.83%	62.89%	62.79%	65.02%	82.63%
同比增长率	37.77%	38.01%	26.69%	51.01%	50.94%	10.56%	52.27%	225.55%	37.77%	38.13%	11.46%	128.48%	50.94%	-14.41%	121.05%	531.27%
营业税金及附加	0.19	0.63	0.99	1.63	0.47	0.93	1.81	2.78	0.19	0.45	0.36	0.64	0.47	0.47	0.88	0.97
销售费用	0.59	1.96	4.18	7.08	5.87	8.49	11.25	25.71	0.59	1.36	2.22	2.91	5.87	2.62	2.76	14.46
营业费用率	0.75%	0.99%	1.29%	1.49%	5.63%	4.24%	2.59%	2.11%	0.75%	1.15%	1.74%	1.94%	5.63%	2.73%	1.18%	1.84%
管理费用	8.87	17.55	29.24	47.76	19.01	31.82	50.58	102.01	8.87	8.67	11.69	18.51	19.01	12.81	18.76	51.43
管理费用率	11.26%	8.90%	9.00%	10.05%	18.22%	15.90%	11.65%	8.36%	11.26%	7.32%	9.15%	12.32%	18.22%	13.37%	8.02%	6.54%
财务费用	1.59	5.18	7.62	8.23	-0.18	-0.71	-0.80	-0.20	1.59	3.59	2.44	0.61	-0.18	-0.53	-0.09	0.60
期间费用率	14.03%	12.52%	12.63%	13.27%	23.68%	19.79%	14.06%	10.45%	14.03%	11.49%	12.80%	14.66%	23.68%	15.55%	9.16%	8.46%
资产减值损失	0.00	0.83	0.83	7.51	0.00	-1.86	-1.86	28.17	0.00	0.83	0.00	6.68	0.00	-1.86	0.00	30.03
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	32.09	87.37	139.47	213.52	40.43	87.07	216.95	769.19	32.09	55.27	52.10	74.06	40.43	46.64	129.88	552.24
营业利润率	40.75%	44.30%	42.92%	44.94%	38.76%	43.51%	49.97%	63.02%	40.75%	46.65%	40.80%	49.29%	38.76%	48.68%	55.49%	70.23%
同比增长率	72.81%	63.19%	43.89%	69.81%	25.99%	-0.34%	55.55%	260.24%	72.81%	58.05%	20.07%	157.15%	25.99%	-15.61%	149.29%	645.67%
加：营业外收入	0.08	6.75	11.58	12.17	0.19	4.97	16.00	17.02	0.08	6.68	4.83	0.59	0.19	4.78	11.03	1.02
减：营业外支出	0.27	0.53	0.88	8.09	0.12	0.42	1.54	3.21	0.27	0.26	0.35	7.21	0.12	0.30	1.12	1.67
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	1.27	0.00	0.00	0.00	0.60	0.00	0.00	0.00	1.27	0.00	0.00	0.00	0.60
利润总额	31.91	93.59	150.17	217.60	40.50	91.62	231.42	783.00	31.91	61.69	56.57	67.44	40.50	51.12	139.80	551.58
税前利润率	40.53%	47.45%	46.22%	45.80%	38.83%	45.79%	53.30%	64.15%	40.53%	52.06%	44.30%	44.89%	38.83%	53.36%	59.73%	70.15%
同比增长率	73.33%	75.53%	56.17%	69.73%	26.92%	-2.10%	54.11%	259.84%	73.33%	76.66%	32.08%	110.42%	26.92%	-17.13%	147.13%	717.89%
减：所得税	10.81	18.42	29.50	23.13	8.65	17.78	28.96	30.81	10.81	7.61	11.08	-6.37	8.65	9.13	11.18	1.85
有效税率	33.88%	19.68%	19.64%	10.63%	21.36%	19.41%	12.51%	3.93%	33.88%	12.34%	19.59%	-9.45%	21.36%	17.86%	8.00%	0.34%
净利润	21.10	75.18	120.67	194.47	31.85	73.84	202.46	752.19	21.10	54.08	45.49	73.80	31.85	42.00	128.62	549.73
减：少数股东损益	-0.30	-1.11	2.83	7.21	-2.58	-3.56	12.40	143.72	-0.30	-0.81	3.93	4.38	-2.58	-0.99	15.96	131.32
归属于母公司所有者的净利润	21.40	76.28	117.84	187.26	34.43	77.41	190.06	608.48	21.40	54.88	41.56	69.42	34.43	42.98	112.65	418.42
净利润率	27.18%	38.68%	36.27%	39.41%	33.01%	38.69%	43.78%	49.85%	27.18%	46.32%	32.55%	46.21%	33.01%	44.86%	48.13%	53.21%
同比增长率	36.57%	47.89%	34.46%	55.49%	60.89%	1.48%	61.29%	224.94%	36.57%	52.83%	15.25%	111.71%	60.89%	-21.68%	171.05%	502.73%
每股收益	0.059	0.212	0.327	0.520	0.096	0.215	0.528	1.690	0.059	0.152	0.115	0.193	0.096	0.119	0.313	1.162

资料来源：东方证券研究所

资产负债表稳健，现金流情况良好

- 货币资金大幅增加了 4.12 亿元，应收票据和其他应收款均大幅减少，经营性现金的回流使得公司的货币资金大幅增加；
- 公司的经营性现金流净额为 6.08 亿元，与净利润基本持平，说明公司的经营业绩有现金保障。
- 存货维持较低水平，应收帐款比期初增加了 1.7 亿元。
- 无长短期负债。
- 资产负债率仅为 7.74%。

公司未来增长点众多

- **血液制品领域：**公司将继续加快新产品研制步伐，提高血浆综合利用度，实现血液制品品种多元化，稳步提高产品价格；加快重庆公司血液制品产品文号转移、GMP 认证的进度，尽快实现投产；积极开拓新的浆源，保障公司的原料血浆供应。同时公司积极向重庆、河南地区申请新建浆站，继续加强对单采血浆站的管理，保持血浆稳定增长，进一步提升公司血液制品生产规模。
- **疫苗、基因工程药物：**公司将继续加大疫苗、基因工程药物的研发和市场投入，进一步提高市场占有率，同时加快其他疫苗、基因工程药物的研发、报批进度。2009 年的甲流疫情，公司凭借生产规模的优势，疫苗的市场占有率稳居国内同行业首位，占国内收储总量的近 40%，公司品牌得到了市场的认可。2010 年公司将在深挖国内流感疫苗市场、继续扩大国内流感疫苗市场占有率的同时，积极向海外市场进军，加快甲流疫苗和季节性流感疫苗的海外注册，争取在海外市场获得较大突破；ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗在报告期内上市、重组乙型肝炎疫苗（酵母）将在 2010 年取得生产文号，2010 年公司将加快强 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗和重组乙型肝炎疫苗（酵母）的市场开发力度，争取在 2010 年取得较好的市场占有率。

投资建议

随着人民生活水平的提高和医疗条件的改善，对血液制品等高档医疗药品的需求将逐步增加，血液制品生产企业将获得良好的发展机遇和外部环境。2009 年甲流感疫情使得国民对疫苗接种意识不断提高，国内疫苗产业蕴藏着巨大的市场需求和潜力。同时，随着国家医疗体制改革的进一步深入，基本医药制度的建立、社区医疗保险制度和新农村合作医疗制度的建立及全面覆盖，对血液制品、疫苗等必需医疗药品的需求将稳步增加，生物制品生产企业将获得良好的发展机遇和外部环境。

公司未来几年，将在巩固血液制品行业龙头地位的基础上，积极扩大产业链条，向疫苗、基因工程药物领域拓展，加大疫苗、基因工程药物的研发、市场投入，逐步发展成为一个集血液制品、疫苗、基因工程药物研发、生产和销售为主的大型生物制品集团。

由于公司 2009 年增长快速，形成高基数，在未来几年增长会有所放缓，我们预计 2010 年公司的净利润增速为 24%，每股收益为 2.12 元，2011 年净利润增速为 30%，每股收益为 2.73 元，给予该股增持的投资评级。

表 3：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1260	1933	2905	4110	营业收入	1220	1465	1728	2057
现金	704	1157	2041	3107	营业成本	293	439	501	596
应收账款	216	260	274	301	营业税金及附加	3	4	4	5
其它应收款	5	25	29	35	营业费用	26	51	36	43
预付账款	133	176	200	239	管理费用	102	155	147	185
存货	190	286	326	388	财务费用	-0	-29	-50	-80
其他	11	29	35	41	资产减值损失	28	0	0	0
非流动资产	752	797	808	808	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	605	643	661	667	营业利润	769	844	1089	1306
无形资产	96	113	111	109	营业外收入	17	5	5	5
其他	51	41	36	32	营业外支出	3	1	0	1
资产总计	2012	2730	3713	4918	利润总额	783	848	1093	1311
流动负债	150	171	188	220	所得税	31	42	55	66
短期借款	0	0	0	0	净利润	752	806	1039	1245
应付账款	56	88	100	119	少数股东损益	144	42	55	66
其他	93	84	88	100	归属于母公司净利润	608	763	984	1180
非流动负债	6	5	5	5	EBITDA	817	874	1105	1298
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.69	2.12	2.73	3.28
其他	6	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	156	176	193	225	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	191	234	288	354	成长能力				
股本	360	360	360	360	营业收入	156.9%	20.0%	18.0%	19.0%
资本公积	291	291	291	291	营业利润	260.2%	9.7%	29.0%	20.0%
留存收益	1013	1669	2581	3688	归属于母公司净利润	224.9%	25.5%	28.9%	19.9%
归属母公司股东权益合计	1665	2320	3232	4340	获利能力				
负债和股东权益	2012	2730	3713	4918	毛利率	76.0%	70.0%	71.0%	71.0%
现金流量表					净利率	49.9%	52.1%	56.9%	57.4%
单位:百万元					ROE	36.5%	32.9%	30.4%	27.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	68.3%	58.4%	70.3%	77.4%
经营活动现金流	608	615	983	1130	偿债能力				
净利润	752	806	1039	1245	资产负债率	7.7%	6.5%	5.2%	4.6%
折旧摊销	48	60	66	72	净负债比率				
财务费用	-0	-29	-50	-80	流动比率	8.42	11.27	15.45	18.71
投资损失	0	0	0	0	速动比率	7.15	9.61	13.72	16.95
营运资金变动	-218	-204	-74	-110	营运能力				
其它	26	-17	2	2	总资产周转率	0.75	0.62	0.54	0.48
投资活动现金流	-159	-83	-77	-72	应收账款周转率	9	6	6	7
资本支出	162	73	73	68	应付账款周转率	6.08	6.09	5.33	5.43
长期投资	0	0	0	0	每股指标（元）				
其他	3	-10	-4	-4	每股收益	1.69	2.12	2.73	3.28
筹资活动现金流	-36	-79	-22	8	每股经营现金流	1.69	1.71	2.73	3.14
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.62	6.44	8.98	12.05
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	135	0	0	0	P/E	34.15	27.22	21.12	17.62
资本公积增加	-135	0	0	0	P/B	12.48	8.96	6.43	4.79
其他	-36	-79	-22	8	EV/EBITDA	25	23	18	16
现金净增加额	412	453	884	1066					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn