

华兰生物 (002007.SZ) 生物技术行业

评级：买入 维持评级

公司点评

李龙俊
 联系人
 (8621)61038315
 lij@gjzq.com.cn

黄挺
 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

李敬雷
 联系人
 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

血液制品超高增长，新疫苗贡献收入

事件

公司公布 1 季报，2010 年 1 季度公司实现收入 3.68 亿元，较去年同期增长 252.73%；实现归属于上市公司股东的净利润为 2.07 亿元，较去年同期增长 500.63%；每股收益达到 0.574 元。

收入大幅增长来源于两块业务：血液制品收入同比增长 79.53%；疫苗业务贡献 1.99 亿收入（包括甲流疫苗和 4 价流脑疫苗），而去年同期疫苗业务仅有 1000 万的收入。

评论

未来几年公司血液制品业务将保持快速的发展势头：

- 1、1 季度公司血液制品收入较去年同期大幅增长 79.53%。由于产品提价和结构调整等因素，净利润的增长幅度高达 131.9%；
- 2、今年 1 季度公司静丙的出厂价格较去年同期有较大幅度的提高。我们认为，与国外的静丙价格相比，国内的静丙价格还有很大的提升空间，但是提价的节奏更大程度上依赖政府的政策走向
- 3、值得强调的是，截至 2010 年 1 季度末，公司的新浆站（包括 2008 年开始采浆的武隆浆站）尚未产生收入贡献。因此，考虑到未来公司新浆站将提供更丰富的浆源，我们对公司未来几年血液制品业务的高增长充满信心。

新疫苗品种开始贡献收入：

- 1、4 价流脑疫苗作为新疫苗已经在 1 季度贡献收入，我们预计该品种今年有望贡献 7500 万左右的收入；
- 2、同时，公司有望于年中获得乙肝疫苗的生产批文，并于今年开始贡献收入。

关注公司季节性流感疫苗的放量，期待公司季节性流感疫苗的出口突破：

- 1、市场比较关注公司甲流疫苗的收入状况，公司披露 1 季度确认了 860 万剂甲流疫苗的收入。我们预计，余下的约 1300 万剂甲流疫苗将在随后陆续确认收入。

投资建议

目前我们暂时不调整盈利预测，仍然维持之前的盈利预测。不考虑疫苗出口，我们对公司 2010-2012 年的盈利预测分别为：2.221 元、2.671 元和 3.425 元。

公司血液制品业务的大幅增长坚定了我们血液制品高增长的信心；同时，新疫苗的上市销售以及季节性流感疫苗的放量，将推动疫苗业务的增长。目前的股价对应 2010 年业绩 34 倍 PE，我们继续维持“买入”的投资建议。

业绩大幅增长 500%

- 公司公布 1 季报，2010 年 1 季度公司实现收入 3.68 亿元，较去年同期增长 252.73%；实现归属于上市公司股东的净利润为 2.07 亿元，较去年同期增长 500.63%；每股收益达到 0.574 元。
- 收入大幅增长来源于两块业务：血液制品收入同比增长 79.53%；疫苗业务贡献 1.99 亿收入（包括甲流疫苗和 4 价流脑疫苗），而去年同期疫苗业务仅有 1000 万的收入。
- 同时，2010 年 1 季度公司销售费用仅有 139 万，主要由于血液制品供不应求以及甲流疫苗是国家采购；管理费用 2143 万，较去年同期仅增长 12.73%；

血液制品业务增长喜人

血液制品业务增速超预期

- 2010 年 1 季度公司血液制品业务收入达到 1.69 亿元，较去年同期增长 79.53%；血液制品业务贡献净利润 9561 万元（即每股收益 0.265），较去年同期增长 131.9%。
- 血液制品业务快速增长，主要由于以下几个原因：
 - 2008 年开始施行的原料血浆检疫期仍然对公司 2009 年 1 季度的投浆量产生一定程度的不利影响；而 2010 年 1 季度公司基本没有检疫期的不利影响；
 - 部分产品提价（特别是静丙）幅度较大，同时产品结构也在优化调整，这些措施有效提高吨浆收入和吨浆利润水平。
 - 2010 年公司血液制品毛利率达到 70%，较去年同期的 60%有大幅提升。
- 值得强调的是，截至 2010 年 1 季度末，公司的新浆站（包括 2008 年开始采浆的武隆浆站）尚未产生收入贡献。因此，考虑到未来公司新浆站将提供更丰富的浆源，我们对公司未来几年血液制品业务的高增长充满信心。

手足口病疫情进一步拉动静丙需求

- 近年来国内手足口病疫情较为严重，发病人数和死亡人数保持快速增长态势。今年国内手足口病疫情仍然维持高发的态势，疫情程度较去年仍有较大程度的增加：
 - 我国从 2008 年开始将手足口病纳入法定传染病报告。2009 年国内手足口病发病人数 115.6 万人，较 2008 年增长 135%；死亡人数 353 人，较 2008 年增长 180%。
 - 截至 4 月 11 日，今年（2010 年）我国累计报告手足口病例 19.2 例，比去年同期上升了 38.26%。其中重症 2119 例，死亡 94 例。
 - 手足口病于每年春季开始多发，4-5 月病例增多明显，5-7 月发病形成高峰。因此，今年的手足口病疫情还处于上升阶段。
- 手足口病多以轻症患儿为主；中度及重症患儿需要静脉注射人免疫球蛋白（静丙）。
 - 2008 年手足口病患儿中 99.76%为轻型病例，轻症患儿一般一周内即可自行康复。
 - 如患儿存在其他并发症，治疗原则主要为对症治疗，一般要进行抗病毒药物治疗，并需要静脉注射人免疫球蛋白（静丙）。静脉注射免疫球蛋白的标准为：总量 2g/kg，分 2~5 天给予。
- 静丙在临床上面应用范围较广，国外免疫球蛋白与白蛋白的销售份额基本相当，而国内白蛋白占据绝大部分销售份额。我们认为，随着医生和患者对静丙临床应用的认知逐步提升，静丙的需求将呈快速增长态势。

新浆站为血液制品持续高增长提供支撑

- 近年来国内手足口病疫情较为严重，发病人数和死亡人数保持快速增长态势。今年国内手足口病疫情仍然维持高发的态势，疫情程度较去年仍有较大程度的增加：截至 2009 年底，公司所属浆站中处于正常采浆状态的有 10 个。我们预计，2010 年投入运营的新浆站会有 4-5 个；同时我们认为，到 2012 年公司的单采血浆站数目有望达到 20-25 个。考虑到公司浆站数量的扩张，我们预计，未来 3-5 年公司采浆量的增速有望保持在 30%左右。

图表1：公司现有浆站基本情况

浆站名称	持股比例	浆站所在地	总人口(万)	农村人口(万)	农村人均纯收入(元)	开始运营时间	预计年投浆量(吨)
都安华兰单采血浆有限公司	100%	广西都安县	65.7	61.4	2182	2008年之前	
陆川华兰单采血浆有限公司	100%	广西陆川县	95.9	85.5	3484	2008年之前	
贺州华兰单采血浆有限公司	100%	广西贺州市	218.4	187.7	3093	2008年之前	
华兰生物(独山)单采血浆有限公司	100%	贵州独山县	22.4	18.7	2210	2008年之前	
华兰生物(龙里)单采血浆有限公司	100%	贵州龙里县	12.7	10.1	2552	2008年之前	
华兰生物(罗甸)单采血浆有限公司	100%	贵州罗甸县	13.5	11.2	2177	2008年之前	
华兰生物(惠水)单采血浆有限公司	100%	贵州惠水县	20.9	17.0	2432	2008年之前	
华兰生物(瓮安)单采血浆有限公司	100%	贵州瓮安县	25.8	21.7	2550	2008年之前	
华兰生物(长顺)单采血浆有限公司	100%	贵州长顺县	15.6	13.5	2210	2008年之前	
华兰生物武隆县单采血浆有限公司	100%	重庆武隆县	98.3	35.2	2935	2008年第3季	20-30
华兰生物忠县单采血浆有限公司	100%	重庆忠县	98.3	82.9	3387	预计于2010年第1季	40-50
华兰生物开县单采血浆有限公司	100%	重庆开县	158.5	143.1	3210	预计于2010年第2季	45-60
博白华兰单采血浆有限公司	100%	广西博白县	160.9	146.3	3252	预计于2010年中期	45-60
封丘	100%	河南封丘县	72.0	68.3	3436	预计于2011年中期	35-45
华兰生物巴南区单采血浆有限公司	100%	重庆巴南区	87.2	59.2	4385	尚在建设中	25-35
潼南	100%	重庆潼南县	92.5	80.9	3849	刚拿到批文	40-50
彭水	100%	重庆彭水县	66.3	59.8	2674	刚拿到批文	35-40
巫溪	100%	重庆巫溪县	53.0	47.0	2410	刚拿到批文	30-40

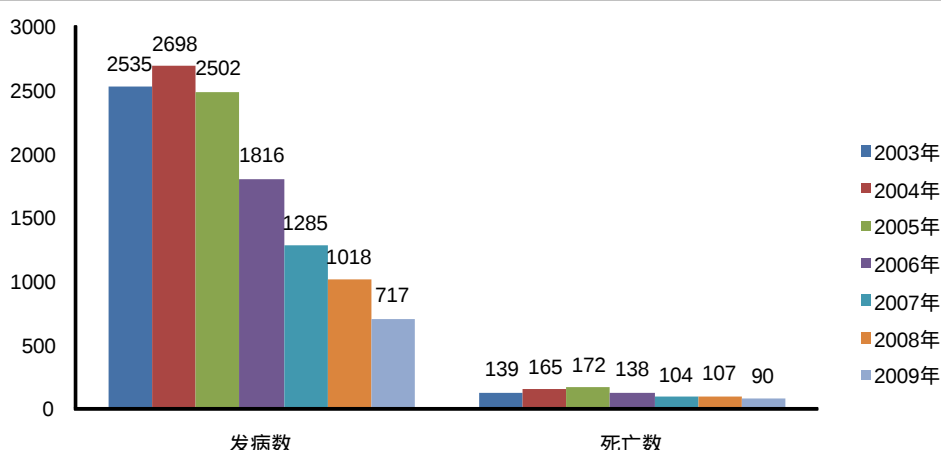
来源：国金证券研究所

新疫苗开始贡献收入

4 价流脑开始销售

- 2010 年 1 季度公司血液制品业务收入达到 1.69 亿元，较去年同期增长 79.53%；血液制品业务贡献净利润 9561 万元（即每股收益 0.265），较去年同期增长 131.9%。我国是流脑高发国家之一，并以 A 群流脑为主，但到 2005 年后，由 C 群引起的病例时有发生。近年来，国外比较流行的 Y 群和 W135 群也在我国华南地区（如广西等）出现局部流行案例。
 - 流行性脑脊髓膜炎是一种具有悠久历史的传染性疾病，。其分为 13 个血清群，其中 A、B、C、Y 和 W135 毒力最强，这五个血清群占所发生病例的 95%以上，而 A、C 群传染性最强，是引起流脑流行的最常见的菌株。
 - 目前国内流脑的优势菌群由原来的 A 群向 C 群逐渐变迁，且开始出现 W135 和 Y 群，呈现出菌群多样化的格局。

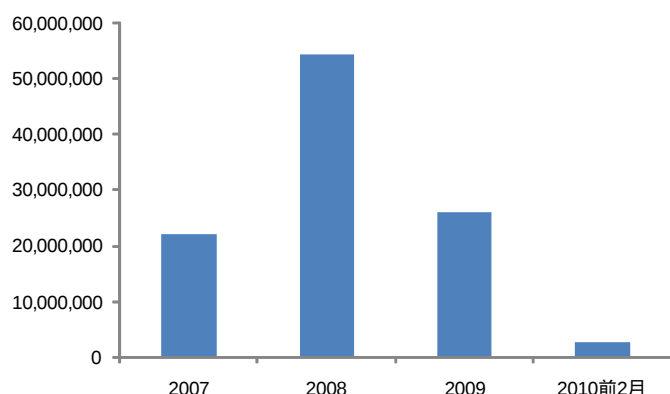
图表2：国内流脑发病数和死亡数



来源：国金证券研究所

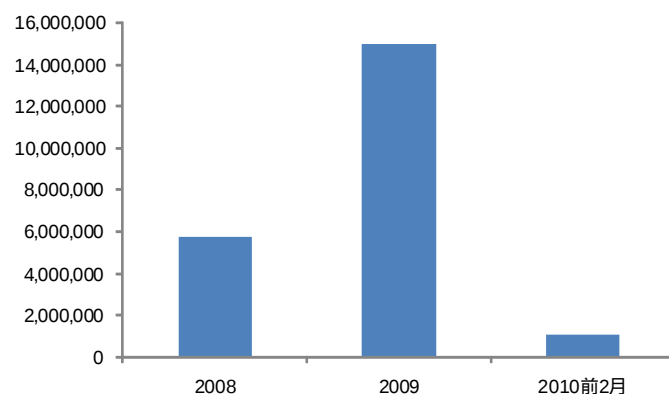
- 流脑的死亡率超过 10%，而预防流脑最有效的方法是接种疫苗。目前流脑疫苗可分为 A 群单价、C 群单价、A+C 群双价、以及 A+C+Y+W135 群四价。
 - 2007 年底《扩大国家免疫规划实施方案》中明确指出，A 群流脑疫苗的免疫范围由原有的 14 个省扩展至全国范围；同时，增加 A+C 群流脑疫苗这个新疫苗作为加强免疫（即儿童在 3 岁和 6 岁时再次接种 A+C 群流脑疫苗）。
 - 虽然 ACYW135 四价流脑疫苗不在国家免疫范围以内，但 Y 群和 W135 群已经在国内出现局部案例。同时，根据 2007 年国家级监测点对健康人群 Y、W135 群流脑抗体水平监测结果显示，健康人群对 Y、W135 群流脑保护率仅为 2%-3%，而 15 岁以下儿童对 Y、W135 群流脑完全没有保护力。所以在华南等地区 ACYW135 四价流脑疫苗有很好的市场需求。
- 按照最新扩大免疫程序规定，流脑疫苗接种 4 剂：1、2 剂用 A 群流脑疫苗，儿童自 6 月龄-18 月龄接种第 1 剂，2 剂次间隔不少于 3 个月；第 3、4 剂次为加强免疫，用 A+C 群流脑疫苗，3 岁时接种第 3 剂，与第 2 剂间隔时间不少于 1 年；6 岁时接种第 4 剂。
- 2008 年 AC 二价和 ACYW135 四价流脑疫苗的批签发数据合计为 6032 万人份；2009 年上述两种疫苗的批签发数据合计为 4130 万人份。我们可以清楚地看到，ACYW135 四价流脑疫苗的增长非常明显。

图表3：AC 二价流脑疫苗的批签发数据



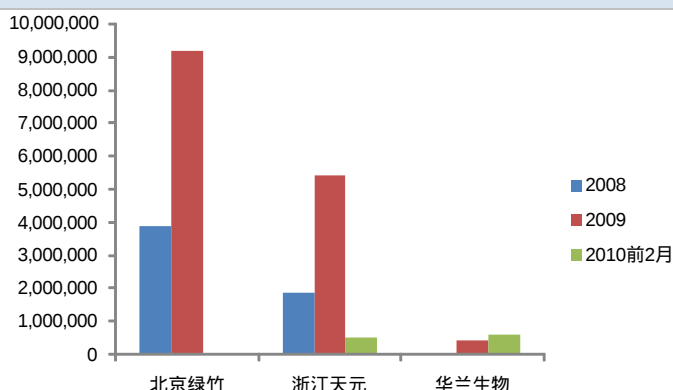
来源：国金证券研究所

图表4：ACYW135 四价流脑疫苗的批签发数据

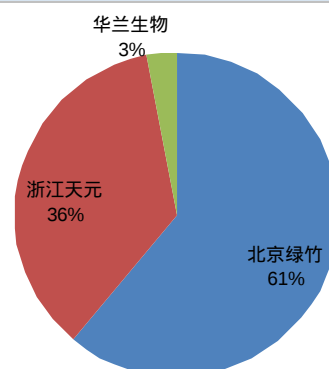


- 目前国内生产 4 价流脑疫苗的厂商主要是北京绿竹、浙江天元和华兰生物等 3 家企业。由于华兰生物是在 2009 年中期拿到该品种的生产批文，因此，2009 年 4 价流脑疫苗主要是北京绿竹和浙江天元生产。

图表5：三大4价流脑疫苗厂商近两年批签发情况



图表6：2009年4价流脑疫苗各厂商市场份额



来源：国金证券研究所

- 考虑到4价流脑疫苗的良好市场前景，以及公司高水平的营销能力，我们预计该品种今年有望贡献7500万左右的收入（中检所披露公司该品种去年和今年1季度的批签发数据分别为45万和75万人份）；同时，公司有望于年中获得乙肝疫苗的生产批文，并于今年开始贡献收入。

甲流疫苗尚未全部确认收入，季节性流感疫苗值得期待

- 市场比较关注公司甲流疫苗的收入状况，公司披露1季度确认了860万剂甲流疫苗的收入。我们预计，余下的约1300万剂甲流疫苗将在随后陆续确认收入。
 - 目前有部分投资者担心甲流疫情平稳后公司的甲流订单会遭到国家退货的风险，我们认为这种可能性非常小。
 - 根据卫生部披露的数据，截至4月9号全国各地已经累计签收疫苗11435万人份，占工信部订单的90%以上，累计完成接种9638万人。
- 流感疫苗方面，我们再次强调我们一直的观点：关注公司季节性流感疫苗的放量，期待公司季节性流感疫苗的出口突破。
 - WHO在1季度已经公布了北半球的季节性流感疫苗毒株，甲流毒株纳入季流疫苗3个毒株之一。甲流疫苗虽然不会作为单独的疫苗存在，但甲流疫情会推动季节性流感疫苗的爆发性增长。我们预计2010年公司在国内销售的季节性流感疫苗数量大约在2000-3000万支。
 - 全球性的疫苗企业是公司的长期战略目标。公司的新产能是按照欧盟的最新标准设计建造的，同时，公司也在积极推动WHO和欧盟的认证以及部分国家的注册工作。

盈利预测和投资建议

- 目前我们暂时不调整盈利预测，仍然维持之前的盈利预测。不考虑疫苗出口，我们对公司2010-2012年的盈利预测分别为：2.221元、2.671元和3.425元。疫苗出口的业绩弹性如下表：

图表7：疫苗出口的业绩弹性预测

	疫苗出口数量	价格（人民币）	EPS增厚
保守预测	季节性流感疫苗出口500万人份	20元/人份	0.14元
中性预测	季节性流感疫苗出口1000万人份	25元/人份	0.35元
乐观预测	季节性流感疫苗出口1500万人份	30元/人份	0.69元

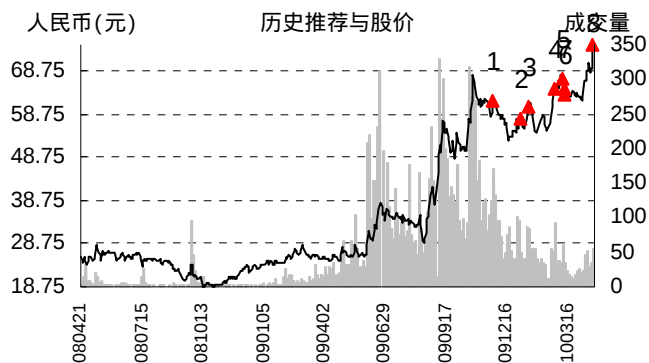
来源：国金证券研究所

- 公司血液制品业务的大幅增长坚定了我们血液制品高增长的信心；同时，新疫苗的上市销售以及季节性流感疫苗的放量，将推动疫苗业务的增长。目前的股价对应 2010 年业绩 34 倍 PE，我们继续维持“买入”的投资建议。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-11-27	买入	61.81	N/A
2	2010-01-05	买入	57.78	94.12 ~ 94.12
3	2010-01-15	买入	60.60	N/A
4	2010-02-26	买入	64.84	N/A
5	2010-03-09	买入	67.22	N/A
6	2010-03-10	买入	63.55	N/A
7	2010-03-11	买入	64.91	N/A
8	2010-04-20	买入	75.00	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室