

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

华兰生物(002007.SZ)

血液制品和疫苗业务齐驱并进

投资要点

● **血液制品业务将保持快速增长势头。**公司现有浆站数目为18个，只有10个投入运营，随着新浆站的陆续投放使用，血液制品的增长有了坚实的保障；同时静丙国内价格与国外相比，仍有较大的提升空间；其他类血液制品随着上游采浆能力的不断提升，也将呈现高增长态势。

● **疫苗业务将成为重头戏。**甲流毒株已被世界卫生组织确认为季节性流感疫苗毒株之一，将推动季节性流感疫苗的增长，预计今年将带来4.6亿元销售收入；ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗国内处于高速成长期，市场潜力巨大。

● **手足口病是股价催化剂。**公司的静丙球蛋白对手足口重症患者疗效突出，手足口病的发生将成为股价上涨的催化剂。预计6-7月份手足口病会进入流行的高峰期，公司股价有反复表现的机会。

● **给予“推荐”评级。**我们预计公司2010、2011、2012年实现净利润9.17亿元、8.82亿元、11.38亿元，同比增长51%、-4%、29%，每股收益1.59元、1.53元、1.98元。按照2010年40倍PE估值，合理估值63.6元。公司良好的发展前景凸现了长期投资价值，是战略性投资品种。

医药生物

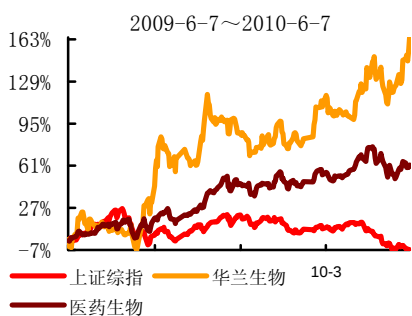
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	63.6元

市场数据

市价(元)	51.40
上市的流通A股(亿股)	5.76
总股本(亿股)	5.76
52周股价最高最低(元)	28.14-79.44
上证指数/深证成指	2553.59/10187.20
2009年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1220.49	1733	1744	2249
增长率(%)	156.86	42	1	29
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	608.48	917.46	881.56	1138.33
增长率(%)	224.94	51	-4	29
毛利率(%)	76.01	76	73	72
净资产收益率(%)	36.55	36	25	25
EPS(元)	1.69	1.59	1.53	1.98
P/E(倍)	48.67	32.28	33.60	26.02
P/B(倍)	19.04	11.47	8.55	6.44

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、血液制品业务将保持快速增长势头	3
（一）新浆站投放为血液制品增长提供保证	3
（二）静丙有较大提价空间	3
（三）其他类血液制品处于快速成长通道中	3
二、疫苗业务将成为重头戏	3
（一）季节性流感疫苗爆发力强	3
（二）ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗今年将贡献收入	3
三、手足口病是股价催化剂	4
四、公司盈利预测与估值	4
（一）核心假设	4
（二）盈利预测和估值	5

图表目录

图 1：ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗销量规模及趋势	4
图 2：ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗收入规模及趋势	4
表 1：公司收入和毛利预测	4
表 2：盈利预测表	5
附录：财务预测表	6

一、血液制品业务将保持快速增长势头

（一）新浆站投放为血液制品增长提供保证

公司现有浆站数目为 18 个，其中股份公司 11 个，只有 9 个浆站运营使用，3 个位于广西、6 个位于贵州，还有 2 个分别位于广西的博白县和河南的封丘县，博白采浆站有望今年投入使用，封丘采浆站估计明年投入运营。

重庆分公司有 7 个浆站，目前有 1 个运营，2 个可以投产，还有 4 个已拿到批文。新浆站的陆续投放使用，将为公司血液制品的增长提供保障。

公司一季度血液制品收入增长近 80%，很大一部分原因还和采浆量的恢复性增长有关。08 年开始血液制品行业实行原料血浆检疫期，使得 09 年一季度采浆量受到了较大的影响，基数较低，10 年同期负面因素消除。

（二）静丙有较大提价空间

公司一季度静丙的出厂价同比有较大幅度的提高，但与国外的静丙价格相比，仍然有较大的提升空间。目前公司静丙价格为每 2.5 克 600 多元，而国外 200 美元左右，价格差距非常大。但提价幅度和时间有赖于各地政府的态度。

（三）其他类血液制品处于快速成长通道中

公司其他类血液制品包括狂犬病人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物、外科用冻干人纤维蛋白胶、外用冻干人凝血酶、人纤维蛋白原等，目前这些产品均处于供不应求状态。随着上游采浆能力的不断提升，这些血液制品将呈现高增长态势。

二、疫苗业务将成为重头戏

（一）季节性流感疫苗爆发力强

公司自上市以来，收入和利润的主要来源主要是血液制品。自去年爆发甲流疫情以来，甲流疫苗贡献了 6 亿多收入。2010 年一季度，又确认了 860 万剂的近 2 亿元甲流疫苗收入。由于甲流毒株已被世界卫生组织确认为季节性流感疫苗毒株之一，因而将推动季节性流感疫苗的增长。公司季节性流感疫苗自去年上市以来，09 年产生了近 7000 万元的销售收入，预计今年季节性流感疫苗销售数量至少在 2000 万支，对应销售收入约 4.6 亿元。

（二）ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗今年将贡献收入

流行性脑脊髓膜炎(以下简称流脑)是我国常见的传染性疾病之一，是由脑膜炎双球菌引起的急性呼吸道传染病。目前市场上的流脑疫苗主要有以下 4 种：A 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗。

A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗的生产企业有：兰州生物制品研究所、浙江天元和赛诺菲—巴斯德。2008 年，该疫苗被纳入国家免疫规划后，国家招标采购在 3200 万剂左右。

A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗 2007 年在我国上市，目前国内生产该疫苗的企业有无锡罗益、北京绿竹和云南沃森，2009 年总产量为 263.67 万剂，但实际销量可以达到 682.5 万剂。该疫苗的理论需求量在 6400 万剂以上，市场缺口较大。

ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗 2008 年在我国上市，生产企业为浙江天元 and 北京绿竹

两家公司。该疫苗当年销量为 300 多万剂，2009 年销量为 717.2 万剂。公司在 2009 年 7 月也取得了生产批件，预计产能为 1000 万剂。考虑到该疫苗对 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗的替代性，以及二类疫苗的复合增长率，预计未来 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗市场将快速增长，复合增长率达 33% 左右。

图 1：ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗销量规模及趋势



资料来源：中国医药保健品进出口商会，民族证券

图 2：ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗收入规模及趋势



资料来源：中国医药保健品进出口商会，民族证券

如果公司 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗销量为 100 万剂，普通二价疫苗价格 20 元左右，四价苗的价格是普通苗的 2 倍，那么该项业务今年将为公司带来 4000 万元的收入。

三、手足口病是股价催化剂

手足口病多发于春夏季，每年 5 至 7 月是手足口病流行高发期，常见于学龄前儿童，3 岁以下的婴幼儿发病率最高。患儿和隐性感染者均为传染源，主要通过消化道、呼吸道和密切接触等途径传播。截至 5 月 4 日，中国内地已累计报告手足口病例 427278 例，比去年同期增加了 41.51%，其中重症 5454 例，死亡 260 例，防控形势十分严峻。

每当疫情发生时，生物类板块都表现活跃。尤其是公司的静丙球蛋白对手足口重症患者疗效突出，因此，手足口病的发生将成为股价上涨的催化剂。预计 6-7 月份手足口病会进入流行的高峰期，公司股价有反复表现得机会。

四、公司盈利预测与估值

（一）核心假设

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
人血白蛋白	26302	34192	44450	55563
增长率 (%)	15.53%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率 (%)	54.28%	54.28%	54.28%	54.28%
静注丙球	14385	24455	39127	58691
增长率 (%)	10.74%	70.00%	60.00%	50.00%
毛利率 (%)	68.96%	70.00%	70.00%	70.00%
流感疫苗	71402	94816	55200	60720
增长率 (%)	874.45%	32.79%	-41.78%	10.00%
毛利率 (%)	84.82%	85.00%	85.00%	85.00%
其他	9875	19750	35550	49770

增长率 (%)	127.27%	100.00%	80.00%	40.00%
毛利率 (%)	80.78%	80.00%	80.00%	80.00%
总收入	121964	173213	174328	224744
增长率 (%)	156.86%	42.02%	0.64%	28.92%
营业成本率	23.99%	23.75%	27.22%	27.62%
毛利率 (%)	76.01%	76.25%	72.78%	72.38%

资料来源：民族证券

(二) 盈利预测和估值

我们预计公司 2010、2011、2012 年实现营业收入 17.33 亿元、17.44 亿元、22.49 亿元，同比增长 42%、1%、29%；实现净利润 9.17 亿元、8.82 亿元、11.38 亿元，同比增长 51%、-4%、29%，每股收益 1.59 元、1.53 元、1.98 元。按照公司 2010 年 40 倍 PE 估值，合理估值 63.6 元。

表 2：盈利预测表

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1220	1733	1744	2249
营业成本	293	412	475	621
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	26	43	44	56
管理费用	102	139	131	157
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	28	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	769	1136	1092	1410
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	783	1136	1092	1410
所得税	31	57	55	70
净利润	752	1079	1037	1339
少数股东损益	144	162	156	201
归属于母公司所有者的净利润	608	917	882	1138
EBITDA	797	1136	1092	1410
EPS (元)	1.69	1.59	1.53	1.98

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1260	2502	3662	5183
现金及等价物	704	1716	2832	4107
应收帐款	227	323	325	419
存货	190	267	308	403
其它流动资产	138	196	197	254
非流动资产	750	996	907	1043
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	646	867	785	900
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	96	121	113	135
其它非流动资产	8	8	8	8
资产总计	2011	3499	4570	6227
流动负债	150	210	242	317
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	56	79	91	120
其它流动负债	93	131	151	197
非流动负债	6	353	355	598
长期借款	0	345	345	585
其它非流动负债	6	9	10	13
负债合计	156	564	597	915
少数股东权益	191	353	509	710
归属于母公司所有者权益	1665	2582	3464	4602
负债和股东权益	2012	3499	4570	6227

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	731	1008	1115	1271
净利润	752	1079	1037	1339
资产减值准备	28	0	0	0
折旧和摊销	48	99	90	103
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	0	0	0	0
营运资本变动	-97	-170	-12	-171
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-281	-345	0	-240
资本支出	-277	-345	0	-240
其它	-4	0	0	0
融资活动现金流	-37	347	2	243
权益性融资	-40	0	0	0
负债净变化	3	347	2	243
财务费用	0	0	0	0
现金净增加额	412	1011	1116	1275
期初现金余额	293	705	1716	2832
期末现金余额	705	1716	2832	4107

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1220	1733	1744	2249
营业成本	293	412	475	621
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	26	43	44	56
管理费用	102	139	131	157
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	28	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	769	1136	1092	1410
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	783	1136	1092	1410
所得税	31	57	55	70
净利润	752	1079	1037	1339
少数股东损益	144	162	156	201
归属于母公司所	608	917	882	1138
EBITDA	797	1136	1092	1410
EPS（元）	1.69	1.59	1.53	1.98

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	156.9%	42.0%	0.6%	28.9%
营业利润	260.2%	47.7%	-3.9%	29.1%
归属母公司净利	224.9%	50.8%	-3.9%	29.1%
获利能力				
毛利率	76.0%	76.2%	72.8%	72.4%
净利率	49.9%	52.9%	50.5%	50.6%
ROE	36.5%	35.5%	25.4%	24.7%
ROIC	38.7%	32.8%	24.0%	22.7%
偿债能力				
资产负债率	7.7%	16.1%	13.1%	14.7%
流动比率	8.4	11.9	15.1	16.3
速动比率	7.2	10.6	13.8	15.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
应收帐款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
应付帐款周转率	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)				
每股收益	1.69	1.59	1.53	1.98
每股经营现金	2.03	1.75	1.93	2.21
每股净资产	4.62	4.48	6.01	7.99
估值比率				
P/E	30.4	32.3	33.6	26.0
P/B	11.1	11.5	8.6	6.4
EV/EBITDA	53.2	37.4	38.9	30.1

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn