

医药/必需消费

华兰生物 (002007)

乙肝疫苗获批，静待两翼齐飞

易镜明
 021-38676779
 yijingming@gtjas.com
 S0880208080357

本报告导读：

乙肝疫苗生产获批，业绩来年释放

甲流仍不确定，四价疫苗更值得期待

投资要点：

- 公司近期公告获得乙肝疫苗生产批文，即将上市销售，我们十分看好该产品的市场：1、市场需求较大：产品已进入国家基本药物目录基层版，并将受益于国家为15岁以下人群补种乙肝疫苗所带来的市场扩容。2、接种效果较好：公司乙肝疫苗（酵母）表达载体为汉逊酵母，目前国内仅有大连汉信生物一家生产。3、公司目前拥有4,500万支生产能力，业绩有望在2011年得到释放。
- 我们对甲流疫情趋势的看法：短期看好市场，长期不好判断：1、中国人口基数大，需求尚未完全释放。目前接种1亿人左右，距离国家重点保护人群3亿的目前仍有空间；2、由于甲流导致的死亡人数已超过“非典”，借鉴“非典”爆发后对疫苗的需求接种情况，预计国家对甲流收储计划仍将继续。
- 10年1-5月公司ACWY135脑膜炎疫苗的批签发量129万支，已远远超过09年全年44.5万支的水平，目前市场竞争对手较少，其很有可能成为第二枚疫苗“重磅炸弹”。
- 在投浆站逐步投产以及静丙提价的带动下，血制品业务实现量价齐升，小制品业务值得期待。
- 华兰生物有踏实稳健的管理层、战略规划积极主动：疫苗和血液制品两手抓，实现比翼双飞。考虑到公司10~12年的管理层的股权激励，未来两年业绩有望保持30%的增长。按照最新摊薄后，我们上调公司10~11年eps分别为1.37、1.63元，同比增长31.3%、17.9%，目标价60元，给予增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	475	1,220	1,559	1,860	2,260
(+/-)%	35.3%	156.9%	27.7%	19.3%	21.5%
经营利润 (EBIT)	222	769	969	1,136	1,353
(+/-)%	71.9%	246.8%	26.0%	17.2%	19.2%
净利润	187	608	799	942	1,130
(+/-)%	55.5%	224.9%	31.3%	17.9%	20.0%
每股净收益 (元)	0.32	1.06	1.39	1.63	1.96
每股股利 (元)	0.20	0.30	0.14	0.16	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	46.7%	63.0%	62.1%	61.0%	59.9%
净资产收益率 (%)	17.0%	36.5%	33.9%	29.3%	26.6%
投入资本回报率 (%)	26.1%	68.3%	64.3%	65.3%	69.9%
EV/EBITDA	103.5	33.4	26.5	22.6	19.1
市盈率	148.6	45.7	34.8	29.5	24.6
股息率 (%)	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：60.00

上次预测：90.00

当前价格：48.29

2010.06.23

注：股本发生变动

交易数据

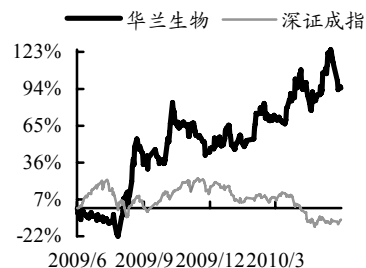
52周内股价区间 (元)	28.14-79.44
总市值 (百万元)	27,825
总股本/流通A股 (百万股)	576/576
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	210

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,872
每股净资产	3.25
市净率	14.9
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.06	0.36
Q2	0.07	0.24
Q3	0.20	0.34
Q4	0.73	0.45
全年	1.06	1.39

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	21%	108%
相对指数	10%	38%	118%

相关报告

《血液制品增速超出预期》	2010.04.21
《疫苗为主，血制品为辅》	2010.03.16
《成长源自深度专注》	2009.03.06
《血制品毛利持续攀升，疫苗项目积极推	2006.10.27

模型更新时间: 2010.06.23

股票研究

必需消费
医药

华兰生物 (002007)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 60.00

上次预测: 90.00

当前价格: 48.29

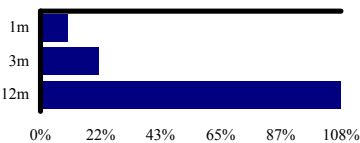
公司网址

www.hualanbio.com

公司简介

公司是从事血液制品研发和生产的国家级重点高新技术企业,疫苗业务也获得很大进展。目前公司是拥有产品品种最多、规格最全的血液制品生产企业,血浆处理能力居国内乃至亚洲前列,已成为亚洲大型血液制品生产企业。其中主导产品国内市场占有率居同行业前列,主要财务指标连续多年高速增长,综合实力公司进入中国国家医药工业行业 30 强。公司生产的 H1N1 流感疫苗获国家收储。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

28.14-79.44

市值 (百万)

27,825

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本
税金及附加
营业费用
管理费用

EBIT

公允价值变动收益
投资收益
财务费用

营业利润

所得税
少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产
其他流动资产
长期投资
固定资产合计
无形资产及其他资产

资产合计

流动负债
长期负债
股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT
折旧与摊销
流动资金增量
资本支出

自由现金流

经营现金流
投资现金流
融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率
EBIT 增长率
净利润增长率
利润率
毛利率
EBIT 率
净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)
总资产收益率(ROA)
投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数
应收账款周转天数
总资产周转天数
净利润现金含量
资本支出/收入

偿债能力

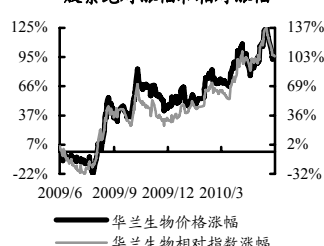
资产负债率
净负债率

估值比率

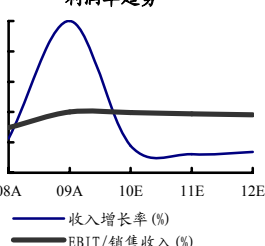
PE
PB
EV/EBITDA
P/S
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	475	1,220	1,559	1,860	2,260
营业成本	189	293	404	504	641
税金及附加	2	3	5	6	7
营业费用	7	26	31	37	45
管理费用	48	102	140	167	203
EBIT	222	769	969	1,136	1,353
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	8	0	-20	-32	-50
营业利润	214	769	989	1,167	1,403
所得税	23	31	150	177	212
少数股东损益	7	144	50	59	71
净利润	187	608	799	942	1,130
货币资金、交易性金融资产	292	704	1,068	1,751	2,660
其他流动资产	451	555	906	1,119	1,408
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	341	605	697	752	692
无形资产及其他资产	82	97	119	140	161
资产合计	1,262	2,012	2,791	3,741	4,887
流动负债	114	150	189	218	257
长期负债	3	6	5	5	5
股东权益	1,144	1,856	2,597	3,518	4,625
投入资本(IC)	851	1,127	1,506	1,740	1,936
NOPLAT	198	739	823	965	1,150
折旧与摊销	42	48	62	73	79
流动资金增量	126	69	311	184	249
资本支出	45	223	100	100	0
自由现金流	411	1,079	1,297	1,322	1,478
经营现金流	119	753	582	861	983
投资现金流	(47)	(258)	(130)	(130)	(30)
融资现金流	101	(45)	(88)	(48)	(45)
现金流净增加额	174	450	364	683	909
收入增长率	35.3%	156.9%	27.7%	19.3%	21.5%
EBIT 增长率	71.9%	246.8%	26.0%	17.2%	19.2%
净利润增长率	55.5%	224.9%	31.3%	17.9%	20.0%
利润率					
毛利率	60.1%	76.0%	74.1%	72.9%	71.6%
EBIT 率	46.7%	63.0%	62.1%	61.0%	59.9%
净利润率	39.4%	49.9%	51.3%	50.6%	50.0%
净资产收益率(ROE)	17.0%	36.5%	33.9%	29.3%	26.6%
总资产收益率(ROA)	14.8%	30.2%	28.6%	25.2%	23.1%
投入资本回报率(ROIC)	26.1%	68.3%	64.3%	65.3%	69.9%
存货周转天数	229	198	211	227	225
应收账款周转天数	26	41	44	33	33
总资产周转天数	841	483	555	632	687
净利润现金含量	0.61	1.00	0.69	0.86	0.82
资本支出/收入	9.48%	18.27%	6.42%	5.38%	0.00%
资产负债率	9.3%	7.7%	7.0%	6.0%	5.4%
净负债率	-26.5%	-42.3%	-45.3%	-54.4%	-62.5%
PE	148.6	45.7	34.8	29.5	24.6
PB	25.3	16.7	11.8	8.6	6.5
EV/EBITDA	103.5	33.4	26.5	22.6	19.1
P/S	22.87	14.25	17.85	14.96	12.31
股息率	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%

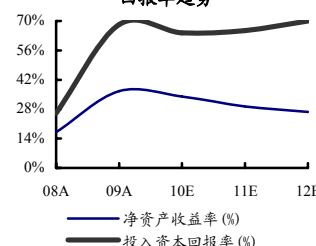
股票绝对涨幅和相对涨幅



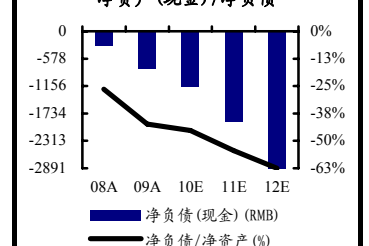
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 乙肝疫苗获批

公司近期公告获得乙肝疫苗生产批文，即将上市销售，我们十分看好该产品的市场：

- **市场需求较大：**产品已进入国家基本药物目录基层版，并将受益于国家为 15 岁以下人群补种乙肝疫苗所带来的市场扩容。目前我国每年常规乙肝疫苗接种人数在 3,500 万人次左右，考虑到国家补种情况，预计 2010 年接种人次将到达 6,000 万；
- **接种效果较好：**公司乙肝疫苗（酵母）表达载体为汉逊酵母，和其他载体疫苗相比，其基因拷贝数及抗原表达量高，在抗体阳转率、抗体滴度、母婴阻断率上均存在一定优势。目前国内仅有大连汉信生物一家生产。
- **业绩期待释放：**除公司外，目前有 4 家国内企业和 2 家国外企业生产重组乙肝疫苗。2010 年 1~5 月，重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）批签发数量为 1,830 万支，重组乙型肝炎疫苗批签发数量总计为 8,591 万支，较之去年同期 5,902 万支，同比增长 45%，增速显著。公司目前拥有 4,500 万支生产能力，业绩有望在 2011 年得到释放。

表1：2010年1-5月重组乙型肝炎疫苗各公司批签发情况

公司	乙肝疫苗类别	2010 年批签发量（万支）	2009 年同期批签发量（万支）
华北制药金坦生物	重组乙型肝炎疫苗（CHO 细胞）	1,245.12	672.47
深圳康泰生物	重组乙型肝炎疫苗（酵母）	3,812.12	2,716.55
北京天坛生物	重组乙型肝炎疫苗（酵母）	1,588.59	1820.5
GlaxoSmithKline Biologicals s.a.	重组乙型肝炎疫苗（酵母）	65.78	259.62
Berna Biotech Korea Corp.	重组乙型肝炎疫苗（酵母）	49.97	10.0
大连汉信生物	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	1,829.61	433.13
合计		8,591.19	5,902.27

数据来源：中国药品生物制品检定所，国泰君安证券研究

2. 公司基本情况

2.1 甲流疫情存在疑云，四价疫苗值得期待

工信部数据显示，公司甲流疫苗批签发数据 1 季度是 2,300 多万支，但是 4-5 月份却没有批签发量，主要原因是考虑到目前甲流疫情逐步平稳，流感进入淡季，公司将生产线逐步从生产甲流疫苗过渡到生产季节性流感疫苗（包含甲流病毒毒株），因此在今后一段时间内公司流感疫苗销售主要来自其他流感病毒裂解疫苗。公司 2009 年确认甲流 2900 万支，第一季度确认 860 万支，上半年销售量估计在 2000 万支左右，主要来自 09 年和 1 季

度国家收储计划的收入确认。

ACWY135 脑膜炎疫苗属于国家二类疫苗，10 年 1-5 月的批签发量 129 万支，已远远超过 09 年全年 44.5 万支的水平，年化销售量预计能达到 300 万剂以上。目前市场上竞争对手较少，只有北京绿竹、浙江天元，而且从今年 1-5 月同期批签发数据看，公司四价流脑疫苗市场已经领先于其他公司。而公司也将着力培养其成为疫苗产品梯队的生力军，四价流脑疫苗很有可能成为甲流疫苗之后的带动公司疫苗业务的第二枚“重磅炸弹”。

表 2：2010 年 1-5 月 ACWY135 脑膜炎疫苗各公司批签发情况

公司名称	2010 年批签发量 (万瓶)	2009 年同期批 签发量 (万瓶)
北京绿竹生物制药有限公司	44.67	368.41
浙江天元生物药业股份有限公司	51.19	204.72
华兰生物疫苗有限公司	106.50	0

数据来源：中国药品生物制品检定所，国泰君安证券研究

2.2 血制品量价齐升，小制品将是亮点

我们认为随着公司投浆量的稳步增长，血制品有望迎来快速发展：

- 公司目前拥有 18 个浆站，数量位居行业第一，分布在广西、贵州、重庆和河南等采浆大省，单个浆站年采浆约 50 吨，最多一个在 80 万吨左右。
- 公司重庆开县、忠县浆站已于 10 年初开始采浆；广西博白县、河南封丘县浆站已基本建成，下半年有望投产；重庆巴南地区由于地处山区，建设期较长，预计 11 年建成；重庆潼南县、彭水县、巫溪县浆站则刚获批建设，建设期预计 1-2 年。10~12 年，公司每年都将有新的浆站投入使用，未来投浆量的提升空间很大。

静丙出厂价格有望继续提升：

- 人血白蛋白销售价格上涨空间有限，目前出厂价已接近最高零售价 360 元/10g；
- 静丙在上半年提价后，2.5g 包装的最高零售价从 412 提高到 600 元，公司的出厂价也相应逐步提高，目前在 414 元左右，仍有提价动力。

未来重点关注小制品增长：

- 由于市场对凝血因子类和特异性免疫球蛋白等小制品需求增加，而且从 2009 年情况来看，小制品业务收入同比增长 127%，预计未来小制品有望成为公司血制品业务增长点。
- 冻干人凝血因子 VIII 产品虽然存在进入基本药物目录扩展版的可能性，但是公司并不打算将其作为重点产品培育，因此政策性影响因素不大。

表 3：华兰生物 2010 年 1-5 月生物制品批签发情况

制品名称	规格	2010 年批签发量 (万份)	2009 年同期年批签发量 (万份)
甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗	15μg/0.5ml/瓶	2,300.49	—
流感病毒裂解疫苗	15μg/亚型/0.5ml/瓶	—	11.09

ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	200μg/0.5ml/剂	129.01	—
静注人免疫球蛋白（pH4）	5g(5%,100ml)/瓶	3.26	—
	2.5g(5% 50ml) /瓶	9.36	5.71
	1.25g(5%,25ml)/瓶	6.42	1.52
破伤风人免疫球蛋白	250IU/2.5ml/支	1.81	—
人免疫球蛋白	150mg(10% 1.5ml)/瓶	13.56	15.06
人凝血酶原复合物	200IU/瓶	3.19	2.48
	300IU/瓶	2.12	—
	400IU/瓶	0.46	—
人凝血因子Ⅷ	200IU/瓶	1.37	0.25
人血白蛋白	5g(10% ,50ml)/瓶	9.78	2.96
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU/2.0ml/支	20.42	—

数据来源：中国药品生物制品检定所，国泰君安证券研究

公司未来战略：疫苗和血液制品两手抓，实现比翼双飞。公司 1 季度显示血制品增长很快，同比 80%，主要受益于产品的价量齐升，而上半年业绩也主要来自血制品销售增长的带动，我们预计公司业绩将符合预期，归属母公司净利润比上年同期增长 300%-350%，EPS 为 0.54-0.60 元。

作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		