

公司研究

甲流增厚业绩 疫苗展翅腾飞

生物医药

2010 年 8 月 12 日

评级：推荐

最近 52 周走势：

报告作者：

国联医药研究组

赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

周静 杨扬

电话：0510-82833217

 Email: zhoujing@glsc.com.cn
yangyang0729@gmail.com
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- 2010 年度上半年公司实现营业总收入 6.15 亿元，同比增长 207.40%，营业利润和利润总额为 4.14 亿元和 4.15 亿元，其中归属于公司普通股股东的净利润为 3.10 亿元，同比增加 300.02%，每股收益为 0.54 元。公司业绩略低于我们的预期。
- 流感疫苗和人血白蛋白收入增幅低于预期。2010 年中期血液制品实现收入 3.43 亿元，同比增长 67.04%，相较于静注丙球 61.34% 的快速增长人血白蛋白仅增长 12.95%，增速明显较慢。疫苗方面，2010 年上半年实现收入 2.72 亿元，同比增长 4827.46%，主要原因是 1116.85 万剂甲型 H1N1 流感疫苗结算计入收入所致，不过由于 2009 年还余 1054 万剂没有结算收入，因此 2010 年全年预计甲流疫苗共实现收入 5.13 亿元。
- 毛利率提高和期间费用的控制进一步增厚公司业绩。2010 年中期整体毛利率为 78.70%，同比提高近 12 个百分点，与流感疫苗毛利率大幅提升有关。另外 2010 年中期期间费用率为 11.04%，同比下降 8.75 个百分点，这与公司疫苗业务主要由国家收储而销售费用较少有关。另外管理费用虽然由于研发费用和奖励基金提取绝对额出现 87.60% 增长，不过收入大幅提高使得比例下降了 6 个多分点。
- 投浆量的扩大和疫苗新产品的陆续上市支撑业绩持续增长。重庆分公司忠县和开县的获准采浆以及新批血浆站的陆续投产都将为公司血液制品的增长提供保障。疫苗方面，重组乙型肝炎疫苗已经取得生产文号，下半年有望上市，ACWY135 脑膜炎疫苗 2010 年 1-5 月份已经批签发 129 万支，未来将加大对业绩的提升作用。而 AC 流脑多糖疫苗、AC 流脑结合疫苗、吸附破伤风疫苗已完成临床。
- 盈利预测：我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 1.33 元、1.49 元和 1.86 元，考虑到公司血液制品随着投浆量的提高继续分享行业高景气度，而疫苗业务随着产品的丰富业绩有望出现超预期增长，因此给予“推荐”评级。

盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1259.55	1971.32	2855.76	4129.65	营业收入	1,220.49	1,485.28	1,668.89	2,140.05
现金	704.31	1284.37	2083.89	3139.87	营业成本	292.84	346.10	409.49	500.72
应收账款	216.20	263.10	295.63	379.09	营业税金及附加	2.78	3.71	5.01	6.85
其它应收款	4.86	5.91	6.65	8.52	营业费用	25.71	29.71	35.05	46.01
预付账款	132.81	161.62	181.60	232.87	管理费用	102.01	126.25	143.52	188.32
存货	190.14	231.39	260.00	333.40	财务费用	-0.20	-2.00	-1.00	0.00
其他	11.23	24.91	27.99	35.89	资产减值损失	28.17	10.00	4.00	2.00
非流动资产	752.17	859.51	956.79	971.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	605.48	670.46	747.77	716.27	营业利润	769.19	971.51	1072.82	1396.15
无形资产	95.67	120.49	118.31	142.59	营业外收入	17.02	10.00	8.00	5.00
其他	51.02	68.56	90.72	112.92	营业外支出	3.21	5.00	3.00	2.00
资产总计	2011.72	2830.83	3812.55	5101.43	利润总额	783.00	976.51	1077.82	1399.15
流动负债	149.52	181.67	204.13	261.76	所得税	30.81	97.65	118.56	167.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	752.19	878.86	959.26	1231.25
应付账款	56.42	96.69	108.64	139.32	少数股东损益	143.72	113.00	100.00	160.06
其他	93.10	84.98	95.48	122.44	归属母公司净利润	608.48	765.86	859.26	1071.19
非流动负债	6.15	6.15	6.15	6.15	EBITDA	830.64	1013.13	1121.33	1451.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.06	1.33	1.49	1.86
其他	6.15	6.15	6.15	6.15	主要财务比率				
负债合计	155.67	187.82	210.28	267.91	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	191.17	304.17	404.17	564.23	成长能力				
股本	360.13	360.13	360.13	360.13	营业收入	156.86%	21.70%	12.36%	28.23%
资本公积	291.34	291.34	291.34	291.34	营业利润	260.24%	26.30%	10.43%	30.14%
留存收益	1013.42	1687.38	2546.64	3617.83	归属于母公司净利润	224.94%	25.86%	12.20%	24.66%
归属母公司股东权益	1664.89	2338.85	3198.11	4269.30	获利能力				
负债和股东权益	2011.73	2830.84	3812.56	5101.44	毛利率	76.01%	76.70%	75.46%	76.60%
现金流量表					净利率	61.63%	59.17%	57.48%	57.53%
单位:百万元					ROE	36.55%	32.75%	26.87%	25.09%
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	607.73	820.86	945.88	1123.74	资产负债率	7.74%	6.63%	5.52%	5.25%
净利润	752.19	878.86	959.26	1231.25	净负债比率	-37.95%	-48.59%	-57.85%	-64.96%
折旧摊销	47.84	36.62	43.51	52.32	流动比率	8.42	10.85	13.99	15.78
财务费用	1.47	-2.00	-1.00	0.00	速动比率	7.15	9.58	12.72	14.50
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	-218.46	-105.49	-66.58	-180.24	总资产周转率	0.75	0.61	0.50	0.48
其它	24.69	12.87	10.68	20.41	应收账款周转率	9.32	6.20	5.97	6.34
投资活动现金流	-159.49	-148.90	-146.36	-67.76	应付账款周转率	25.34	19.40	16.26	17.26
资本支出	-162.43	-148.90	-146.36	-67.76	每股指标 (元)				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	1.06	1.33	1.49	1.86
其他	2.94	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.05	1.42	1.64	1.95
筹资活动现金流	-35.97	-91.90	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	2.89	4.06	5.55	7.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	47.54	37.77	33.66	27.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	17.37	12.37	9.04	6.78
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	33.98	27.28	23.94	17.77
其他	-35.97	-91.90	0.00	0.00					
现金净增加额	412.36	580.06	799.52	1055.98					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。