

完成疫苗收储订单，实现业绩高增长

- 公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 321.95%。公司扣非后 EPS 为 0.537 元，基本符合预期。2010 年上半年实现业务收入 6.15 亿元，同比增长 207.4%，实现主营业务利润 4.83 亿元，同比增长 286.6%，实现营业利润 4.14 亿元，同比增长 375.4%，实现利润总额 4.16 亿元，同比增长 353.5%，实现归属于母公司所有者的净利润为 3.10 亿元，同比增长 300.0%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 3.08 亿元，同比增长 321.95%。

血制品业务实现量价齐升，上半年公司采浆量和投浆量逐步回升，同时静丙产品价格较去年同期大幅度上涨，导致静丙销售收入同比增长 61.34%，远高于白蛋白增速。上半年公司收到工信部 1225 万剂甲型 H1N1 流感疫苗定单并将 1116 万剂甲型 H1N1 流感疫苗运至指定地点，基本完成了今年季节性流感疫苗的生产任务，其中一季度完成 860 万剂，二季度完成 256 万剂，共确认收入 2.42 亿元；

- 加大研发投入力度，布局未来医药高科技产业。公司将在北京用不超过 1.2 亿元的自有资金创立生物技术研发中心。同时公司将与中国科学院生物技术局共同成立中国科学院生物技术创新与产业化联合基金，重点支持生物医学领域关键技术研发及技术转化与产业化。
- 疫苗业务造成高毛利、低三费现象。上半年公司综合毛利率为 78.7%，同比上升了 15.9 个百分点，毛利率的大幅上升主要是因为高毛利率的疫苗业务占销售收入的比重显著提高。随着疫苗业务占收入的比重下降，二季度毛利率为 72.0%，环比下降 11.2 个百分点。因此我们预计下半年毛利率会保持环比下降态势。上半年公司期间费用率为 11.0%，同比下降 8.8 个百分点，而二季度期间费用率为 18.8%，环比上升 13 个百分点，这和国家流感疫苗收储在一季度密集完成也直接相关。
- 经营性现金流得到显著改善。公司存货比年初增长 55.96%，主要原因是：一是报告期内本公司投浆量及血浆价格有所增长，致使在库产品增加，二是本公司控股子公司华兰生物疫苗有限公司疫苗产品大量入库，致使库存商品增长所致；每股经营活动产生的现金流量净额为 0.28 元，低于公司的净利润，但相比去年同期的-0.08 元有显著改善。
- 投资建议：公司下半年的季节性流感疫苗销售将成为业绩增长的关键，同时血制品业务将继续受益于产品价格的提升。根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年实现每股收益 1.32 元、1.71 元、2.05 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
执业证书编号：S0860208110154

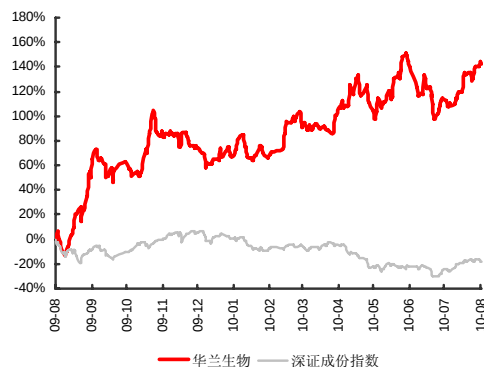
田加强

联系人
8621-63325888 × 6087
tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 8 月 11 日) 50.20 元
目标价格 52.80 元
总股本/A 股 (万股) 57620/57620
国家/地区 中国
行业 医药
报告日期 2010 年 8 月 12 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

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	1181	
同比(%)	225%	25%	29%	20%	
毛利率(%)	76.0%	70.0%	71.0%	71.0%	
ROE(%)	36.5%	30.1%	28.0%	25.4%	
每股收益(元)	1.06	1.32	1.71	2.05	
P/E (倍)	47.35	38.33	29.36	24.49	
P/B (倍)	17.37	11.92	8.49	6.39	

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范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 321.95%

公司扣非后 EPS 为 0.537 元，基本符合预期。2010 年上半年实现业务收入 6.15 亿元，同比增长 207.4%，实现主营业务利润 4.83 亿元，同比增长 286.6%，实现营业利润 4.14 亿元，同比增长 375.4%，实现利润总额 4.16 亿元，同比增长 353.5%，实现归属于母公司所有者的净利润为 3.10 亿元，同比增长 300.0%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 3.08 亿元，同比增长 321.95%。

血制品业务实现量价齐升

- 上半年公司采浆量和投浆量实现稳定回升，
- 静丙产品价格较去年同期大幅度上涨，导致静丙销售收入同比增长 61.34%，远高于白蛋白增幅；
- 在重庆潼南县、彭水县、巫溪县行政辖区获批各设置一个单采血浆公司，保证未来长远供应；
- 上半年忠县单采血浆站和开县单采血浆站获准正式采浆，同时封丘单采血浆站建设完毕，正在等待卫生部门验收，预计每个浆站运营 2 年左右后可稳定贡献 40-50 吨血浆；

上半年基本完成全年季节性疫苗生产任务

- 上半年公司收到工信部 1225 万剂甲型 H1N1 流感疫苗定单并将 1116 万剂甲型 H1N1 流感疫苗运至指定地点，基本完成了今年季节性流感疫苗的生产任务，其中一季度完成 860 万剂，二季度完成 256 万剂，共确认收入 2.42 亿元；
- 疫苗公司新改造完成的流感二车间正式通过国家 GMP 认证，使得疫苗公司具备年产 5000 万剂以上季节性流感疫苗的生产能力；

表 1：上半年公司主导产品经营情况

分行业或分产品	营业收入	营业收入同比增长	毛利率	毛利率比上年同期增减
血液制品	343.23	67.04%	70.55%	8.96%
疫苗制品	271.88	4827.46%	88.98%	74.44%

主营业务分产品情况	营业收入	营业收入同比增长	毛利率	毛利率比上年同期增减
人血白蛋白	124.42	12.95%	66.24%	14.95%
静注丙球	120.86	61.34%	70.84%	0.01%
流感疫苗	244.55	4352.20%	88.82%	74.28%
流脑疫苗	27.33		90.46%	
其他	97.95	379.90%	75.66%	-7.48%

资料来源：公司公告

加大研发投入力度，布局未来医药高科技产业

为进一步加强公司研发实力，公司将利用北京的地理位置、人力资源、科技信息等相关优势条件，在北京用不超过 1.2 亿元的自有资金创立生物技术研发中心，构建以研究开发生物基因产品、疫苗产品的生物高端产品的研发平台，以促进产业化发展，提高公司的核心竞争力和可持续发展力。

与此同时，公司将与中国科学院生物技术局共同成立中国科学院生物技术创新与产业化联合基金，在未来五年内，中科院生物技术局将投入联合基金 3000-5000 万元，公司将用自有资金投入联合基金 1 亿元，重点支持生物医学领域关键技术研发及技术转化与产业化。

表 2：华兰生物利润表分析

	累计数据比较						单季度数据比较					
百万元	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1Q2010	1-2Q2010	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业收入	104.3	200.1	434.2	1220.5	367.9	615.1	104.3	95.8	234.1	786.4	367.9	247.2
同比增长率	32.5%	1.5%	33.6%	156.9%	252.7%	207.4%	32.5%	-19.1%	83.3%	423.4%	252.7%	158.0%
营业总成本	63.9	113.0	217.2	451.3	84.0	201.2	63.9	49.2	104.2	234.1	84.0	117.2
营业成本	38.7	74.4	156.2	292.8	61.9	131.0	38.7	35.7	81.9	136.6	61.9	69.2
成本率	37.1%	37.2%	36.0%	24.0%	16.8%	21.3%	37.1%	37.2%	35.0%	17.4%	16.8%	28.0%
主营业务利润	65.1	124.8	276.1	924.9	305.5	482.5	65.1	59.7	151.3	648.8	305.5	177.0
毛利率	62.9%	62.8%	64.0%	76.0%	83.2%	78.7%	62.9%	62.8%	65.0%	82.6%	83.2%	72.0%
同比增长率	50.9%	10.6%	52.3%	225.5%	369.0%	286.6%	50.9%	-14.4%	121.1%	531.3%	369.0%	196.7%
营业税金及附加	0.5	0.9	1.8	2.8	0.6	1.6	0.5	0.5	0.9	1.0	0.6	1.0
销售费用	5.9	8.5	11.3	25.7	1.4	10.8	5.9	2.6	2.8	14.5	1.4	9.4
营业费用率	5.6%	4.2%	2.6%	2.1%	0.4%	1.8%	5.6%	2.7%	1.2%	1.8%	0.4%	3.8%
管理费用	19.0	31.8	50.6	102.0	21.4	59.7	19.0	12.8	18.8	51.4	21.4	38.3
管理费用率	18.2%	15.9%	11.7%	8.4%	5.8%	9.7%	18.2%	13.4%	8.0%	6.5%	5.8%	15.5%
财务费用	-0.2	-0.7	-0.8	-0.2	-1.3	-2.5	-0.2	-0.5	-0.1	0.6	-1.3	-1.2
期间费用率	23.7%	19.8%	14.1%	10.4%	5.8%	11.0%	23.7%	15.6%	9.2%	8.5%	5.8%	18.8%
资产减值损失	0.0	-1.9	-1.9	28.2	0.0	0.7	0.0	-1.9	0.0	30.0	0.0	0.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	40.4	87.1	217.0	769.2	284.0	414.0	40.4	46.6	129.9	552.2	284.0	130.0
营业利润率	38.8%	43.5%	50.0%	63.0%	77.2%	67.3%	38.8%	48.7%	55.5%	70.2%	77.2%	52.6%
同比增长率	26.0%	-0.3%	55.6%	260.2%	602.4%	375.4%	26.0%	-15.6%	149.3%	645.7%	602.4%	178.7%
加：营业外收入	0.2	5.0	16.0	17.0	0.1	5.0	0.2	4.8	11.0	1.0	0.1	5.0
减：营业外支出	0.1	0.4	1.5	3.2	0.0	3.5	0.1	0.3	1.1	1.7	0.0	3.4
利润总额	40.5	91.6	231.4	783.0	284.0	415.5	40.5	51.1	139.8	551.6	284.0	131.5
税前利润率	38.8%	45.8%	53.3%	64.2%	77.2%	67.6%	38.8%	53.4%	59.7%	70.1%	77.2%	53.2%
同比增长率	26.9%	-2.1%	54.1%	259.8%	601.2%	353.5%	26.9%	-17.1%	147.1%	717.9%	601.2%	157.3%
减：所得税	8.7	17.8	29.0	30.8	39.2	60.4	8.7	9.1	11.2	1.9	39.2	21.2
有效税率	8.3%	8.9%	6.7%	2.5%	10.6%	9.8%	21.4%	17.9%	8.0%	0.3%	13.8%	16.1%
净利润	31.9	73.8	202.5	752.2	244.8	355.1	31.9	42.0	128.6	549.7	244.8	110.3
减：少数股东损益	-2.58	-3.56	12.4	143.72	38.05	45.49187	-2.58	-0.99	15.96	131.32	38.05	7.44187
归属于母公司所有者的净利润	34.4	77.4	190.1	608.5	206.8	309.6	34.4	43.0	112.7	418.4	206.8	102.9
净利润率	33.0%	38.7%	43.8%	49.9%	56.2%	50.3%	33.0%	44.9%	48.1%	53.2%	56.2%	41.6%
同比增长率	60.9%	1.5%	61.3%	224.9%	500.6%	300.0%	60.9%	-21.7%	171.1%	502.7%	500.6%	139.3%
每股收益(元)	0.060	0.134	0.330	1.056	0.359	0.537	0.060	0.075	0.196	0.726	0.359	0.179

资料来源：东方证券研究所

疫苗业务造成高毛利、低三费现象

上半年公司综合毛利率为 78.7%，同比上升了 15.9 个百分点，毛利率的大幅上升主要是因为高毛利率的疫苗业务占销售收入的比重显著提高。随着疫苗业务占收入的比重下降，二季度毛利率为 72.0%，环比下降 11.2 个百分点。因此我们预计下半年毛利率会保持环比下降态势。

上半年公司期间费用率为 11.0%，同比下降 8.8 个百分点，而二季度期间费用率为 18.8%，同比上升 13 个百分点，这和国家流感疫苗收储在一季度密集完成也直接相关，疫苗收储计划的完成对管理费用和销售费用的需求较低，因此我们预计下半年期间费用率将会保持环比上升态势。

经营性现金流得到显著改善

- 公司存货比年初增长 55.96%，主要原因是：一是报告期内公司投浆量及血浆价格有所增长，致使在库产品增加，二是公司控股子公司华兰生物疫苗有限公司疫苗产品大量入库，致使库存商品增长所致；
- 每股经营活动产生的现金流量净额为 0.28 元，低于公司的净利润，但相比去年同期的-0.08 元有显著改善；
- 无长短期借款，资产负债率仅为 7.92%；

投资建议

公司下半年的季节性流感疫苗销售将成为业绩增长的关键，同时血制品业务将继续受益于产品价格的提升。根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年实现每股收益 1.32 元、1.71 元、2.05 元，给予该股增持的投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析

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	1907	2883	4039	营业收入	1220	1465	1728	2057
现金	704	1304	2167	3187	营业成本	293	439	501	596
应收账款	216	169	199	237	营业税金及附加	3	4	4	5
其它应收款	5	27	39	46	营业费用	26	51	36	44
预付账款	133	154	175	209	管理费用	102	155	147	175
存货	190	253	303	361	财务费用	-0	-31	-54	-83
其他	11	0	0	0	资产减值损失	28	0	0	0
非流动资产	752	880	961	1023	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	744	834	907	营业利润	769	846	1093	1319
无形资产	96	104	99	94	营业外收入	17	5	5	5
其他	51	32	27	21	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	2012	2787	3844	5062	利润总额	783	850	1097	1323
流动负债	150	125	141	166	所得税	31	44	57	73
短期借款	0	0	0	0	净利润	752	806	1040	1250
应付账款	56	88	100	119	少数股东损益	144	45	59	72
其他	93	37	41	47	归属于母公司净利润	608	762	981	1178
非流动负债	6	0	0	0	EBITDA	817	879	1117	1327
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.06	1.32	1.70	2.04
其他	6	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	156	125	141	166	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	191	236	295	367	成长能力				
股本	360	576	576	576	营业收入	156.9%	20.0%	18.0%	19.0%
资本公积	291	183	183	183	营业利润	260.2%	10.0%	29.1%	20.7%
留存收益	1013	1667	2648	3769	归属于母公司净利润	224.9%	25.2%	28.8%	20.1%
归属母公司股东权益合计	1665	2427	3408	4528	获利能力				
负债和股东权益	2012	2787	3844	5062	毛利率	76.0%	70.0%	71.0%	71.0%
现金流量表					净利率	49.9%	52.0%	56.8%	57.3%
单位:百万元					ROE	36.5%	31.4%	28.8%	26.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	68.3%	60.1%	67.8%	72.5%
经营活动现金流	608	746	968	1148	偿债能力				
净利润	752	806	1040	1250	资产负债率	7.7%	4.5%	3.7%	3.3%
折旧摊销	48	64	78	91	净负债比率				
财务费用	-0	-31	-54	-83	流动比率	8.42	15.25	20.46	24.29
投资损失	0	0	0	0	速动比率	7.15	13.15	18.22	22.03
营运资金变动	-218	-70	-98	-112	营运能力				
其它	26	-24	2	2	总资产周转率	0.75	0.61	0.52	0.46
投资活动现金流	-159	-177	-159	-154	应收账款周转率	9	7	9	9
资本支出	162	176	158	153	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	-1	-1	-1	每股收益	1.06	1.32	1.70	2.04
筹资活动现金流	-36	31	54	25	每股经营现金流	1.05	1.29	1.68	1.99
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.89	4.21	5.91	7.86
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	135	216	0	0	P/E	47.35	38.33	29.36	24.49
资本公积增加	-135	-108	0	0	P/B	17.37	11.92	8.49	6.39
其他	-36	-77	54	25	EV/EBITDA	32	30	24	20
现金净增加额	412	599	863	1020					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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