

华兰生物 (002007)

期待疫苗新品高增长

易镜明
 021-38676779
 yijingming@gtjas.com
 S0880208080357

本报告导读:

中报点评: 净利润大幅增长, 季节性流感疫苗生产启动

投资要点:

- 10 年中报: 主营收入、营业利润分别为 6.15、4.14 亿元, 分别同比上升 207.4%、375.4%; 净利润 3.10 亿元, 同比增长 300.0%, 业绩符合市场预期: 营业利润率大幅提升 (10H 67.3%, 09H 43.5%), 静丙等部分血制品提价、高毛利率的疫苗业务占收入比重提高使得产品毛利水平提升; EPS 0.54 元(一季度单季度 0.36, 二季度单季 0.18 元)。ROE 17.02%, 每股经营性现金流 0.28 元。
- 公司业绩来自两部分: 血制品量价齐升, 实现营业收入 3.43 亿元, 同比增长 67.04%, 毛利率提升 8.96 个百分点, 源自部分血制品的提价; 疫苗继续确认收入: 实现营业收入 2.71 亿元, 同比增长 4,827.46%, 毛利率提升 74.44 个百分点。其中流感疫苗 2.45 亿, 主要是上半年继续确认工信部万剂甲型 H1N1 流感疫苗定单 1117 万支收入, 预计下半年将继续确认收入 1,000 万支以上。
- 下半年看点: 1、疫苗新品中, 乙肝疫苗预计 10 年 3 季度通过 GMP 认证, 4 季度上市销售, 对 10 年业绩影响不大; ACWY135 脑膜炎疫苗上半年批签发量 136 万支, 已远超 09 全年 44.5 万支, 预计 10 年能贡献 6,000~7000 万收入; 2、公司生产线从甲流疫苗过渡到季节性流感疫苗 (包含甲流病毒毒株), 其销售情况决定全年疫苗业绩; 3、公司广西博白、河南封丘浆站已基本建成, 有望投产。重庆子公司的巴南地区、潼南、彭水、巫溪浆站则刚获批建设血浆站投产。
- 公司血制品业务受益于产品的价量齐升, 增长很快, 新浆站的陆续投产将继续推动其发展; 疫苗业务产品梯队较好, 四价流脑疫苗和乙肝疫苗有望取得爆发性的业绩, 但考虑到甲流疫苗经营风险, 我们认为公司疫苗收入 11 年可能出现下滑, 长期仍看好增长。我们预计公司 10、11 年 EPS 为 1.42、1.51 元, 同比增长 34%、7%, 目前股价 48.4 元, 相当于 11 年 PE 32 倍, 维持增持评级, 目标价 60 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	475	1,220	1,593	1,744	2,214
(+/-)%	35.3%	156.9%	30.6%	9.5%	26.9%
经营利润 (EBIT)	222	769	1,000	1,056	1,313
(+/-)%	71.9%	246.8%	30.1%	5.6%	24.3%
净利润	187	608	816	870	1,088
(+/-)%	55.5%	224.9%	34.1%	6.6%	25.1%
每股净收益 (元)	0.32	1.06	1.42	1.51	1.89
每股股利 (元)	0.20	0.30	0.14	0.15	0.19

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	46.7%	63.0%	62.8%	60.5%	59.3%
净资产收益率(%)	17.0%	36.5%	34.4%	27.5%	26.1%
投入资本回报率(%)	26.1%	68.3%	64.7%	60.9%	66.4%
EV/EBITDA	103.8	33.5	25.8	24.3	19.7
市盈率	149.1	45.9	34.2	32.1	25.7
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: 55.00

上次预测: 60.00

当前价格: 48.44

2010.08.23

交易数据

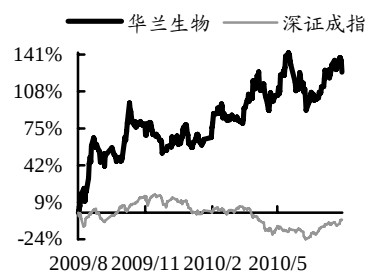
52 周内股价区间 (元)	31.65-79.44
总市值 (百万元)	27,911
总股本/流通 A 股 (百万股)	576/576
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	242

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,866
每股净资产	3.24
市净率	15.0
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.06	0.36
Q2	0.07	0.18
Q3	0.20	0.34
Q4	0.73	0.54
全年	1.06	1.42

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	10%	126%
相对指数	1%	2%	134%

相关报告

《乙肝疫苗获批, 静待两翼齐飞》	2010.06.23
《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: 2010.08.23

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: 55.00

上次预测: 60.00

当前价格: 48.44

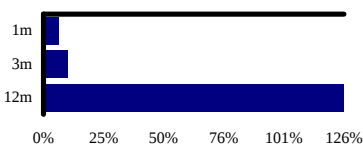
公司网址

www.hualanbio.com

公司简介

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

31.65-79.44

市值 (百万)

27,911

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

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

净利率

收益

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

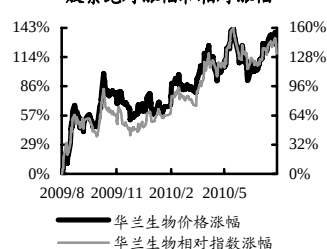
EV/EBITDA

P/S

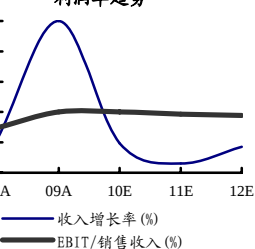
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	475	1,220	1,593	1,744	2,214
营业成本	189	293	429	509	673
税金及附加	2	3	5	5	7
营业费用	7	26	32	35	44
管理费用	48	102	127	140	177
EBIT	222	769	1,000	1,056	1,313
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	-31	-47
营业利润	214	769	1,020	1,087	1,360
所得税	23	31	153	163	204
少数股东损益	7	144	51	54	68
净利润	187	608	816	870	1,088
货币资金、交易性金融资产	292	704	1,045	1,697	2,519
其他流动资产	451	555	954	1,110	1,455
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	341	605	697	752	692
无形及其他资产	82	97	119	140	161
资产合计	1,262	2,012	2,815	3,678	4,794
流动负债	114	150	195	216	262
长期负债	3	6	5	5	5
股东权益	1,144	1,856	2,615	3,457	4,526
投入资本(IC)	851	1,127	1,547	1,733	1,978
NOPLAT	198	739	850	898	1,116
折旧与摊销	42	48	62	73	79
流动资金增量	126	69	353	136	298
资本支出	45	223	100	100	0
自由现金流	411	1,079	1,365	1,207	1,492
经营现金流	119	753	559	833	891
投资现金流	(47)	(258)	(130)	(130)	(30)
融资现金流	101	(45)	(88)	(51)	(40)
现金流净增加额	174	450	341	653	822
收入增长率	35.3%	156.9%	30.6%	9.5%	26.9%
EBIT 增长率	71.9%	246.8%	30.1%	5.6%	24.3%
净利润增长率	55.5%	224.9%	34.1%	6.6%	25.1%
利润率					
毛利率	60.1%	76.0%	73.1%	70.8%	69.6%
EBIT 率	46.7%	63.0%	62.8%	60.5%	59.3%
净利率	39.4%	49.9%	51.2%	49.8%	49.2%
净资产收益率(ROE)	17.0%	36.5%	34.4%	27.5%	26.1%
总资产收益率(ROA)	14.8%	30.2%	29.0%	23.6%	22.7%
投入资本回报率(ROIC)	26.1%	68.3%	64.7%	60.9%	66.4%
存货周转天数	229	198	206	232	221
应收账款周转天数	26	41	44	34	32
总资产周转天数	841	483	545	670	689
净利润现金含量	0.61	1.00	0.64	0.90	0.77
资本支出/收入	9.48%	18.27%	6.28%	5.73%	0.00%
资产负债率	9.3%	7.7%	7.1%	6.0%	5.6%
净负债率	-26.5%	-42.3%	-44.0%	-53.7%	-60.5%
PE	149.1	45.9	34.2	32.1	25.7
PB	25.3	16.8	11.8	8.8	6.7
EV/EBITDA	103.8	33.5	25.8	24.3	19.7
P/S	22.95	14.29	17.52	16.00	12.61
股息率	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%

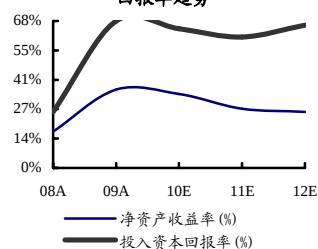
股票绝对涨幅和相对涨幅



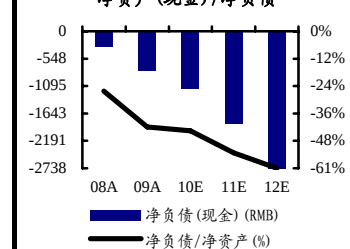
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 中报分析：符合预期

10 年中报：主营收入、营业利润分别为 6.15、4.14 亿元，分别同比上升 207.4%、375.4%；净利润 3.10 亿元，同比增长 300.0%，业绩符合市场预期：

- ✓ 营业利润率大幅提升（10H 67.3%，09H 43.5%），静丙等部分血制品提价、高毛利率的疫苗业务占收入比重提高使得产品毛利水平提升；
- ✓ 期间费用率大幅下降，一方面是收入的大幅增长，另一方面由于甲流疫苗属于政府采购，销售费用支出较小；
- ✓ EPS 0.54 元(一季度单季度 0.36，二季度单季 0.18 元)。ROE 17.02%，每股经营性现金流 0.28 元。

表 1:利润表分析 (万元)

	09H	10H	增量	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q
主营收入	20,010	61,512	41,502	10,431	9,580	23,405	78,635	36,792	24,720
同比 %	1.5%	207.4%		32.5%	-19.2%	83.3%	423.4%	252.7%	158.1%
环比 %				-30.6%	-8.2%	144.3%	236.0%	-53.2%	-32.8%
毛利率	62.8%	78.7%		62.9%	62.8%	65.0%	82.6%	83.2%	72.0%
主营毛利	12,574	48,409	35,835	6,560	6,014	15,218	64,973	30,605	17,804
同比 %	10.8%	285.0%		51.3%	-14.3%	121.2%	528.3%	366.6%	196.0%
环比 %				-36.6%	-8.3%	153.0%	326.9%	-52.9%	-41.8%
主营税金/收入	0.5%	0.3%		0.4%	0.5%	0.4%	0.1%	0.2%	0.4%
销售费用	849	1,077	228	587	262	276	1,446	139	937
销售费用/收入	4.2%	1.8%		5.6%	2.7%	1.2%	1.8%	0.4%	3.8%
管理费用	3,182	5,969	2,787	1,901	1,281	1,876	5,143	2,143	3,826
管理费用/收入	15.9%	9.7%		18.2%	13.4%	8.0%	6.5%	5.8%	15.5%
财务费用/收入	-0.4%	-0.4%		-0.2%	-0.6%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.5%
期间费用率	19.8%	11.0%		23.7%	15.5%	9.2%	8.5%	5.9%	18.8%
营业利润	8,707	41,396	32,688	4,043	4,664	12,988	55,224	28,397	12,999
营业利润率	43.5%	67.3%		38.8%	48.7%	55.5%	70.2%	77.2%	52.6%
同比 %	-0.3%	375.4%		26.0%	-15.6%	149.3%	645.7%	602%	178.7%
环比 %				-45.4%	15.4%	178.5%	325.2%	-49%	-54.2%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业外收支净额	455	157	(298)	7	448	991	-65	2	155
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	5.0%	0.4%		0.2%	8.8%	7.1%	-0.1%	0.0%	1.2%
利润总额	9,162	41,553	32,391	4,050	5,112	13,980	55,159	28,399	13,154
税前利润率	45.8%	67.6%		38.8%	53.4%	59.7%	70.1%	77.2%	53.2%
同比 %	-2.1%	353.5%		26.9%	-17.1%	147.1%	717.9%	601.2%	157.3%
环比 %				-39.9%	26.2%	173.5%	294.6%	-48.5%	-53.7%
实际税率	19.4%	14.5%		21.4%	17.9%	8.0%	0.3%	13.8%	16.1%
少数股东损益/利润总额	-3.9%	10.9%		-6.4%	-1.9%	11.4%	23.8%	13.4%	5.7%

净利润	7,741	30,964	23,223	3,443	4,298	11,265	41,842	20,677	10,287
同比 %	1.5%	300.0%		60.9%	-21.7%	171.1%	502.8%	500.6%	139.3%
环比 %				-50.4%	24.9%	162.1%	271.4%	-50.6%	-50.2%
EPS (摊薄后)	0.13	0.54		0.06	0.07	0.20	0.73	0.36	0.18

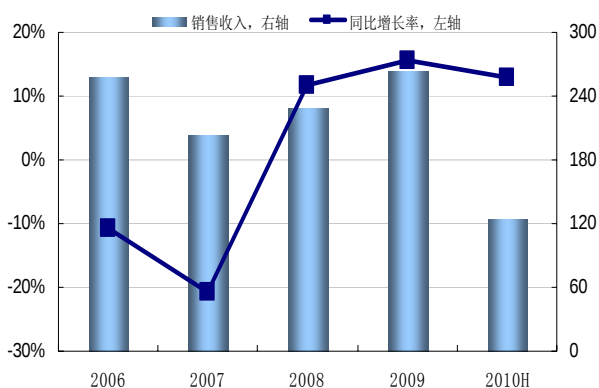
数据来源: Wind 国泰君安证券 按现有股本计算

1.1. 公司经营情况分析

报告期内,公司业绩主要由两部分构成:血制品、疫苗。

- ✓ **血制品量价齐升:**实现营业收入 3.43 亿元,同比增长 67.04%,毛利率提升 8.96 个百分点。其中人血白蛋白 1.24 亿,同比增长 12.95%,毛利率提升 14.95 个百分点;静注丙球 1.21 亿,同比增长 61.34%,主要是上半年提价所致,毛利率提升 0.01 个百分点;
- ✓ **疫苗继续确认收入:**实现营业收入 2.71 亿元,同比增长 4,827.46%,毛利率提升 74.44 个百分点。其中流感疫苗 2.45 亿,同比增长 4,352.20%,毛利率提升 74.28 个百分点,主要是上半年继续确认工信部万剂甲型 H1N1 流感疫苗定单 1117 万支收入;流脑疫苗 (ACWY135 群脑膜炎疫苗) 正式确认收入 0.27 亿。

图 1: 人血白蛋白收入增长情况 (百万元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 2: 静注丙球收入增长情况 (百万元)

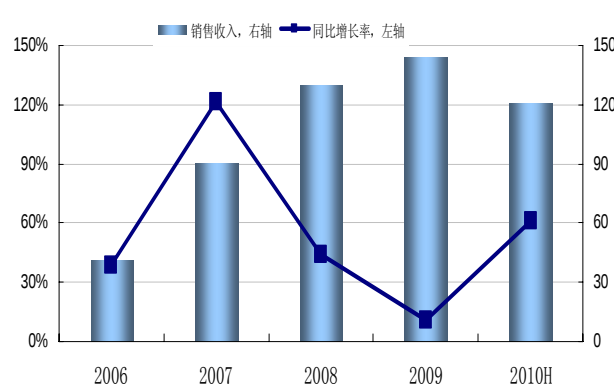
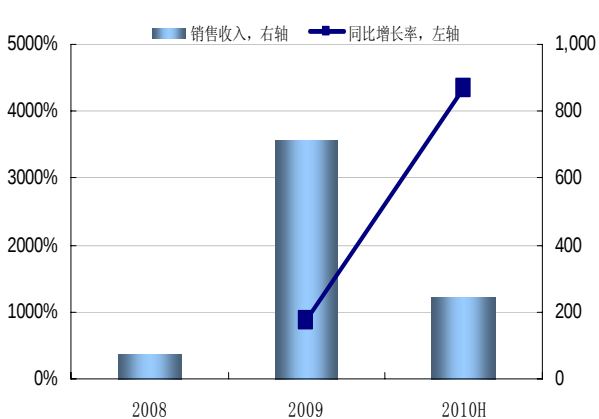
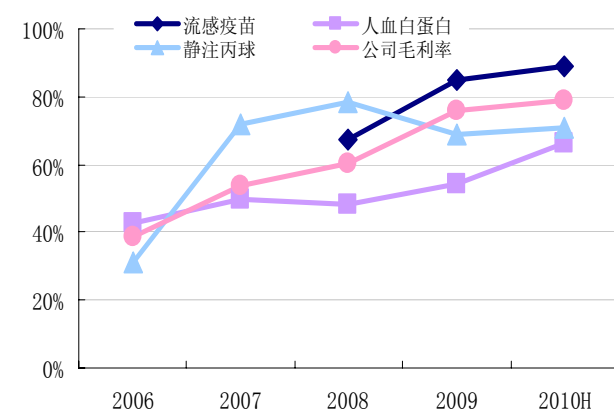


图 3: 疫苗销售增长情况 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 4: 公司毛利水平变化



1.2. 疫苗业务：存在业绩爆发的可能

1、**乙肝疫苗获批，即将上市：**公司10年6月公告获批生产乙肝疫苗生产批文，预计下半年销售。

- 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；
- **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。
- 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1~6月，重组乙型肝炎疫苗(汉逊酵母)批签发数量为2,263万支，同比增长100%；重组乙型肝炎疫苗批签发数量总计为9,438万支，较之去年同期7,461万支，同比增长27%。**
- **公司预计3季度获得GMP认证，4季度上市销售。目前拥有4,500万支生产能力，预计对10年业绩影响不大，有望在2011年放量。**

表2：2010年1-6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)	1,351.76	920.76
深圳康泰生物	重组乙型肝炎疫苗 (酵母)	3,812.12	3,078.83
北京天坛生物	重组乙型肝炎疫苗 (酵母)	1,895.63	2,064.27
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	10.00
大连汉信生物	重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)	2,263.27	1,127.39
合计		9,438.53	7,460.87

数据来源：中国药品生物制品检定所，国泰君安证券研究

2、**四价流脑疫苗期待销量爆发：**ACWY135 脑膜炎疫苗属于国家二类疫苗，公司于10年正式确认收入：

- **10年上半年的批签发量136万支，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300万支以上。目前公司出厂价在20元左右，我们预计全年能贡献6,000~7000万左右收入。**
- 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。
- 公司管理层表示，将着重培养其成为疫苗梯队的生力军，四价流脑疫苗很有可能成为甲流疫苗之后的带动疫苗业务的第二枚“重磅炸弹”。

表3：2010年1-6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	88.78	505.74
浙江天元生物药业股份有限公司	103.12	307.34
华兰生物疫苗有限公司	136.57	0

数据来源：中国药品生物制品检定所，国泰君安证券研究

3、流感疫苗存在不确定

工信部数据显示，公司甲流疫苗批签发数据全部来自 1 季度，主要是考虑到目前甲流疫情逐步平稳，流感进入淡季，公司将生产线已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），因此在下半年公司流感疫苗销售主要来自流感病毒裂解疫苗订单。公司 2009 年确认甲流 2900 万支，10 年上半年已确认 1,117 万支，根据批签发情况，我们预计下半年还将继续确认收入超过 1,000 万支。

我们对甲流疫情趋势的看法：短期看好市场，长期不好判断。

- 中国人口基数大，需求尚未完全释放。目前接种 1 亿多人，距离国家重点保护人群 3 亿的目前仍有空间；
- 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。

表 4：2010 年 1-6 月流感疫苗公司批签发情况

制品名称	2010 年批签发量 (万份)	2009 同期年批签发量 (万份)
甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗	2,233.88	—
流感病毒裂解疫苗	558.57	11.09

数据来源：中国药品生物制品检定所，国泰君安证券研究

4、其他疫苗研发进展

公司疫苗产品梯队完善，未来 2 年均会有新品推出：目前报生产待批的品种有吸附破伤风疫苗、A、C 群脑膜炎球菌结合疫苗等，处于临床试验阶段的疫苗品种则有吸附无细胞百白破联合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗、乙型脑炎纯化疫苗（Vero 细胞）等多个品种。

表 5：公司疫苗产品梯队情况

疫苗名称	当前进度
吸附破伤风疫苗	生产待批
A、C 群脑膜炎球菌结合疫苗	生产待批
冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	待进 III 期
乙型脑炎纯化疫苗（Vero 细胞）	申请临床
A、C 群脑膜炎球	申请临床
菌多糖疫苗吸附无细胞百白破联合疫苗	申请临床

数据来源：国泰君安证券

1.3. 血制品业务：享受行业景气回升

1、公司投浆量的稳步增长：

- 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。公司广西博白县、河南封丘县浆站已基本建成，下半年有望投产。

- 公司重庆子公司拥有 7 个采浆站：开县、忠县浆站已于 10 年初开始采浆；巴南地区由于地处山区，建设期较长，预计 12 年前建成；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。
- 由于行业目前处于供不应求，景气度回升，而 10~12 年公司每年都将有新的浆站投入使用，随着投浆量的增加，血制品业务将稳定发展。

表 6: 公司 18 个浆站建设情况

公司	省份	浆站地区	状态	预计投产
华兰生物	广西	都安	正常采浆	10 年
		陆川	正常采浆	
		贺州	正常采浆	
		博白	建设完成	
	贵州	独山	正常采浆	
		龙里	正常采浆	
		惠水	正常采浆	
		罗甸	正常采浆	
		长顺	正常采浆	
		瓮安	正常采浆	
	河南	封丘	建设完成	10 年
重庆子公司	重庆	武隆	正常采浆	
		忠县	正常采浆	
		开县	正常采浆	
		潼南	建设中	11/12 年
		彭水	建设中	11/12 年
		巫溪	建设中	11/12 年
		巴南	建设中	11/12 年

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2、静丙出厂价有望继续提升：

- 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。

3、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 2010 年上半年情况来看，小制品业务收入同比增长 380%，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，但我们了解下来，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 7: 公司 2010 年 1-6 月血制品批签发情况

制品名称	规格	2010 年批签发量 (万份)	2009 同期年批签发量 (万份)
------	----	--------------------	----------------------

静注人免疫球蛋白（pH4）	5g(5%,100ml)/瓶	3.69	—
	2.5g(5% 50ml) /瓶	10.94	8.94
	1.25g(5%,25ml)/瓶	6.42	3.65
破伤风人免疫球蛋白	250IU/2.5ml/支	1.81	6.66
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	4.85	2.48
	300IU/瓶	2.31	—
	400IU/瓶	0.46	—
人凝血因子Ⅷ	200IU/瓶	2.49	0.76
人血白蛋白	5g(10% ,50ml)/瓶	9.78	4.86
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU/2.0ml/支	20.42	8.80

数据来源：中国药品生物制品检定所，国泰君安证券研究

1.4. 财务指标稳定

财务指标：资产负债率为 7.92%。应收账款周转天数有所上升（10H 64 天，09H 35 天），存货周转天数有所下降（10H 334 天，09H 422 天）。

10 年上半年，应收账款周转天数增加主要是部分省份采购疫苗未及时支付，基本不存在坏账风险；存货比期初增长 55.96%，主要原因是投浆量及血浆价格有所增长，致使在产品增加；此外控股子公司华兰生物疫苗产品大量入库。

表 8:财务指标

	09H	10H
资产负债率(%)	12.2	7.92
流动比率(倍)	6.25	8.57
速动比率(倍)	4.43	6.84
存货周转天数(天)	422.44	334.26
应收账款周转天数(天)	35.34	64.02
总资产周转率(次)	0.15	0.29
净资产收益率(加权)(%)	6.79	17.02
销售毛利率(%)	62.84	78.70
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	(0.08)	0.28
每股收益-稀释(元)	0.13	0.54

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

2. 投资建议

公司血制品业务受益于产品的价量齐升，增长很快，新浆站的陆续投产将继续推动其发展；疫苗业务产品梯队较好，四价流脑疫苗和乙肝疫苗有望取得爆发性的业绩，但考虑到甲流疫苗经营风险，我们认为公司疫苗收入 11 年可能出现下滑，长期仍看好增长。我们预计公司 10、11 年 EPS 为 1.42、1.51 元，同比增长 34%、7%，目前股价 48.4 元，相当于 11 年 PE 32 倍，维持增持评级，目标价 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		