

生物制品 II
华兰生物 (002007.SZ) / 42.37 元
血制品产品结构调整渐显优势，疫苗新产品值得期待
事 项

公司2010年实现销售收入12.62亿元，同比增长3%，营业利润8.0亿元，同比增长3.98%，归属于母公司的净利润6.12亿元，同比增长1%，每股收益1.06元，公司拟每10股派3元（含税）。巫溪单采血浆站取得单采血浆许可证。

主要观点

一、不考虑甲流业务收入，主营业务收入同比增长64.5%。公司实现净利润6.12元，同比增长1%，每股收益1.06元。**血制品：**白蛋白实现销售3.01亿元，同比增长14.5%，毛利率同比上涨13.99个百分点。静丙受提价影响收入大幅增长，收入达到2.74亿元，同比增长90%；**疫苗业务：**实现营业收入5.1亿元，同比下降31.22%，受甲流未确认收入影响，甲流疫苗共实现营业收入3.1亿元，同比下降52%，但其他疫苗增长迅速，收入同比增长96%。2010年综合毛利率62.80%，同比上升0.68个百分点。期间费用率11.4%，基本持平。

二、2011年看点：浆站资源丰富，投浆量稳步增长，疫苗发展势头强劲。

- **巫溪浆站获批，浆站资源进一步丰富。**公司目前共有18个浆站，局行业首列，且公司目前在重庆、河南等人口大省区域优势明显，浆站质量上乘，新浆站投产后有望快速实现投浆，老浆站稳步增长，投浆量有望快速增长。
- **未来产品结构进一步调整之后，小制品比例增多，公司的核心竞争力逐渐显现。**目前国内的血制品仍是处于供不应求的状态，公司调整产品结构，提升小制品的得率，增加产品附加值。长期看未来白蛋白受国外进口产品冲击影响下，小企业的盈利将逐渐受到影响，公司的核心竞争力有望进一步体现。
- **疫苗产品逐渐丰富，汉逊酵母乙肝疫苗上市后将成为利润增长新看点。**
公司疫苗销售实力渐显，疫苗发展势头强劲，2011年新产品汉逊酵母乙肝疫苗投放市场，目前产品储备丰富，未来有望涉及二类疫苗的所有大类产品的生产。我国疫苗监管体系通过WHO论证，有望加快公司流感疫苗WHO论证的进程，前景看好。
- **研发实力雄厚，积极布局基因工程药物的研发生产，实现产品多元化，未来有望分享其他生物制剂高增长。**

三、投资建议：推荐（维持）。我们预测公司2011-2013年EPS分别1.35/1.83/2.31元，对应PE为31X/23X/18X。公司是血制品龙头，浆站资源优势明显，研发实力雄厚，未来疫苗产品线有望逐步完善，看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

四、风险提示：1) 血制品安全问题 2) 新浆站审批达不到进度。

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002

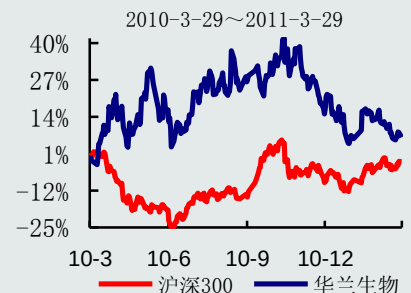
联系人：胡朝凤
Tel: 010-59370816
Email: huchaofeng@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	57620
流通A股/B股(万股)	57612/0
资产负债率(%)	6.60
每股净资产(元)	3.76
市盈率(倍)	39.87
市净率(倍)	11.27
12个月内最高/最低价	79.44/39.7

市场表现对比图(近12个月)


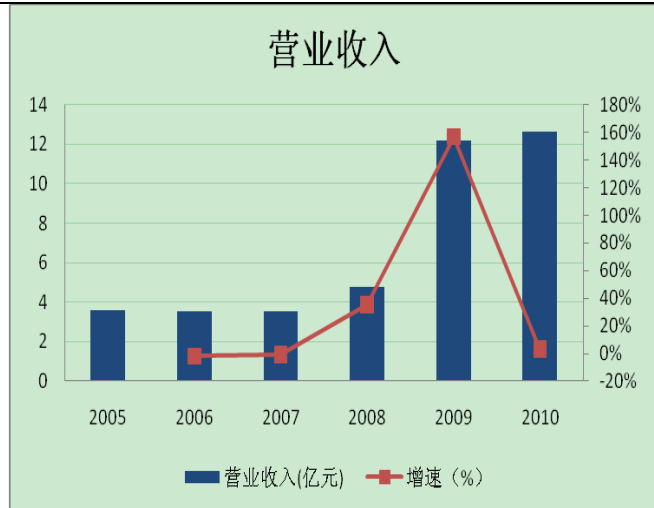
资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、不考虑甲流业务收入，主营业务收入同比增长64.5%。

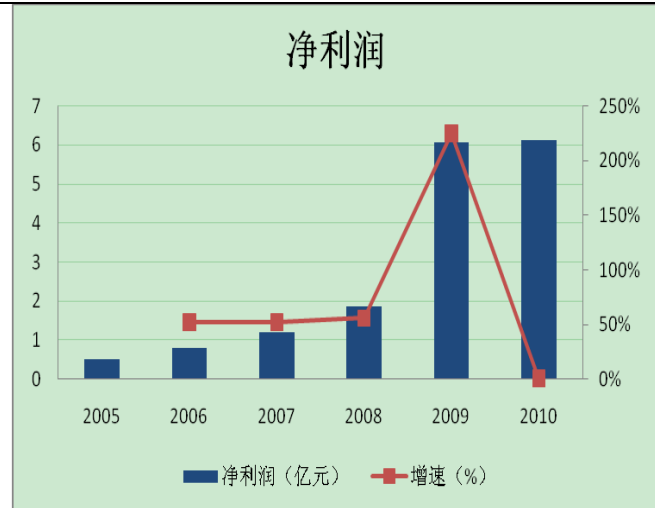
公司2010年实现销售收入12.62亿元，同比增长3%，营业利润8.0亿元，同比增长3.98%，归属于母公司的净利润6.12亿元，同比增长1%，每股收益1.06元，低于市场预期，公司拟每10股派3元（含税）。

图 1：公司 2010 年收入增长 3%



资料来源：华创证券研究所

图 2：公司 2010 年净利润增长 1%

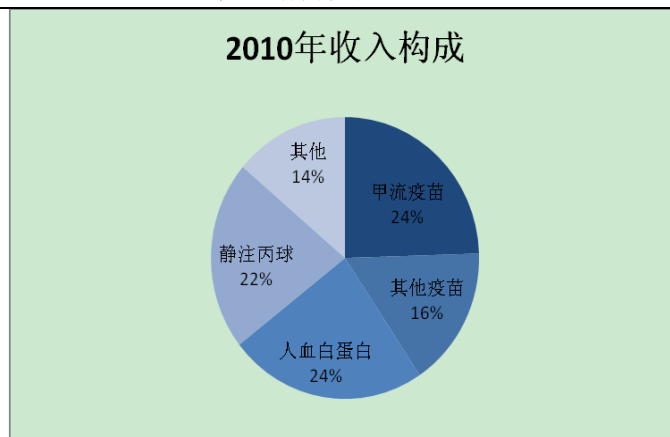


资料来源：华创证券研究所

1.1 分业务分析

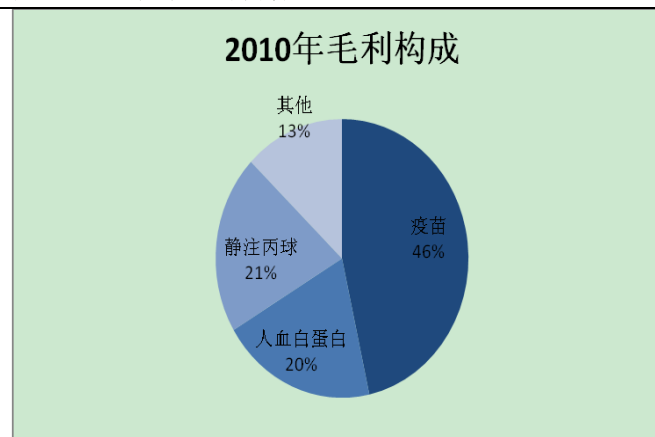
2010年公司主营业务收入12.61亿元。其中疫苗业务收入占比40%；2010年公司实现毛利润9.67亿元，其中疫苗占比达到46%。

图 3：公司 2010 收入结构优化



资料来源：公司公告、华创证券研究所

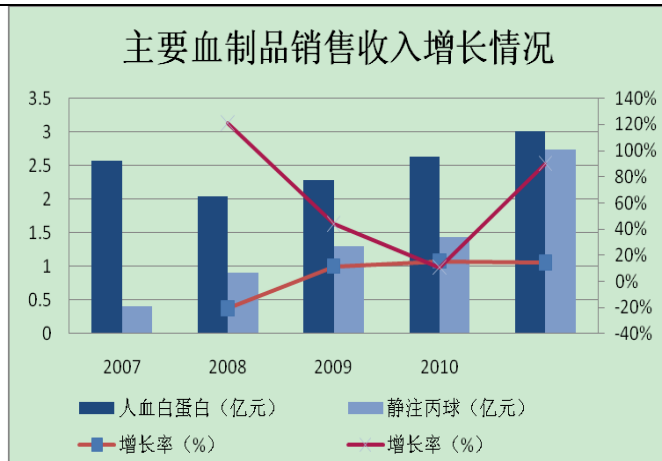
图 4：公司疫苗毛利润占比46%



资料来源：公司公告、华创证券研究所

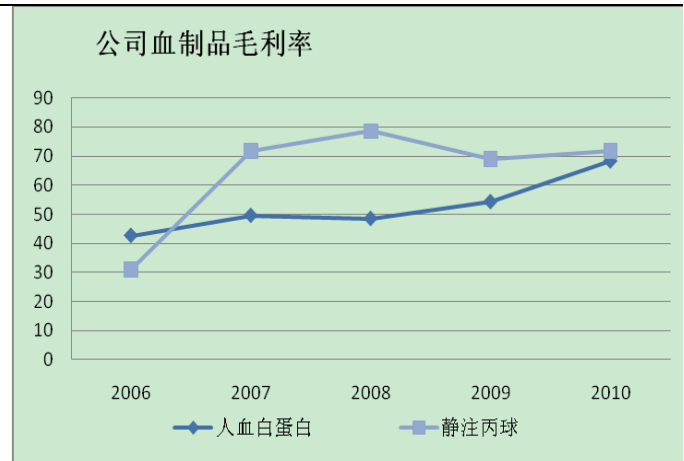
血制品：受血制品价格提升的影响，白蛋白实现销售3.01亿元，同比增长14.5%，毛利率同比上涨13.99个百分点。静丙收入大幅增长，收入达到2.74亿元，同比增长90%，毛利率也小幅上升2.73个百分点；其他产品（主要是小制品）实现销售收入2.74亿元同比增长60%。

图 5：公司 2010 年主要血制品收入增长情况



资料来源：华创证券研究所

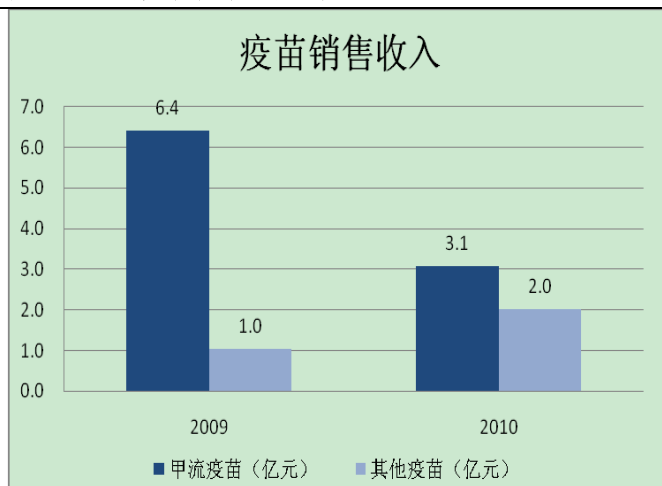
图6：公司主要血制品毛利率有所上升



资料来源：华创证券研究所

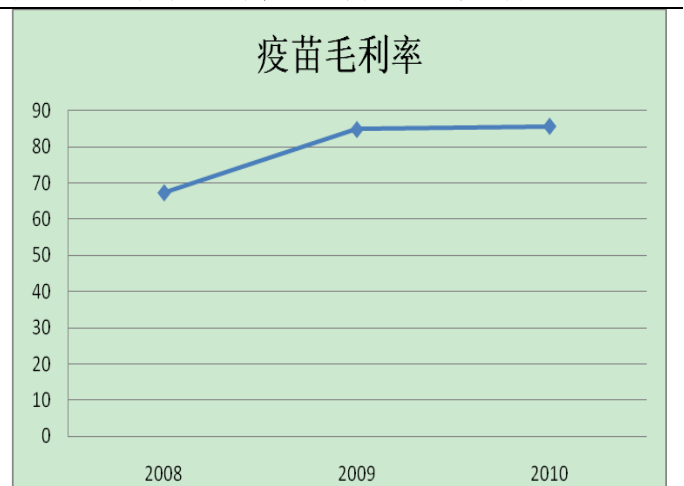
疫苗业务实现营业收入5.1亿元，同比下降31.22%，甲流疫苗共实现营业收入3.1亿元，同比下降 52%，2010年共确认1500 余万剂甲流疫苗收入，剩余769 万剂甲流疫苗未确认收入，导致业绩低于预期。但四价流脑、流感疫苗增长迅速，收入同比增长96%。2010年综合毛利率62.80%，同比上升0.68个百分点。

图 7：公司其他疫苗同比增长 96%



资料来源：公司年报、华创证券研究所

图8：公司疫苗毛利率同比增加0.89个百分点

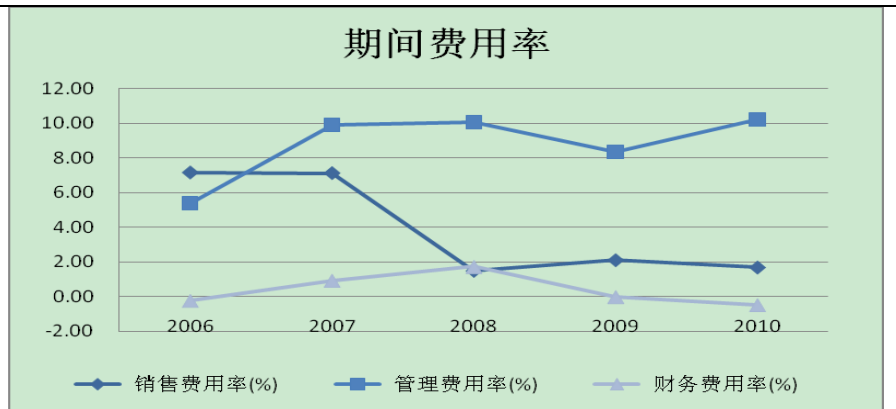


公司资料来源：年报、华创证券研究所

1.2综合毛利率提升，期间费用率基本稳定，经营质量良好

受血制品提价影响，公司综合毛利率提升0.78个百分点，达到76.71%。期间费用率控制良好，为11.4%，基本持平，其中销售费用率下降0.42个百分点，管理费用同比上涨1.84个百分点。

图 9：公司期间费用率变化图



资料来源：公司年报、华创证券研究所、

二、2011年看点：老产品保持稳定增长，新产品逐步上市。

- **巫溪浆站获批，浆站资源进一步丰富。**公司目前共有19个浆站，据行业首列，且公司目前在重庆、河南等人口大省区域优势明显，浆站质量上乘，新浆站投产后有望快速实现投浆，老浆站稳步增长，投浆量有望快速增长。
- **未来产品结构进一步调整之后，小制品比例增多，公司的核心竞争力逐渐显现。**目前国内的血制品仍是处于供不应求的状态，公司调整产品结构，提升小制品的得率，提升企业产品附加值，长期看未来白蛋白受国外进口产品冲击影响下，小企业的盈利将会受到影响，公司的核心竞争力有望进一步体现。
- **疫苗产品逐渐丰富，汉逊酵母乙肝疫苗上市后将成为利润增长新看点。**公司疫苗销售实力渐显，疫苗发展势头强劲，2011年新产品汉逊酵母乙肝疫苗投放市场，目前产品储备丰富，未来有望涉及二类疫苗的所有大产品的生产。我国疫苗体系通过WHO论证，有望加快公司流感疫苗WHO论证的进程，前景看好。
- **研发实力雄厚，积极布局基因工程药物的研发生产，实现产品多元化，未来有望分享其他生物制剂高增长。**

三、投资建议：推荐（维持）。我们预测公司2011-2013年EPS分别为1.35/1.83/2.31元，对应PE为31X/23X/18X。公司是血制品龙头，浆站资源优势明显，研发实力雄厚，未来疫苗产品线有望逐步完善，看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

四、风险提示：1) 血制品安全问题 2) 新浆站审批达不到进度。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1728	2630	3747	5114
现金	1079	1965	3290	4635
应收账款	174	259	50	50
其它应收款	3	18	8	9
预付账款	72	134	113	106
存货	277	199	222	233
其他	123	55	63	80
非流动资产	848	777	718	657
长期投资	0	0	0	0
固定资产	697	636	577	521
无形资产	95	89	88	84
其他	56	52	53	53
资产总计	2576	3407	4465	5771
流动负债	158	151	164	168
短期借款	0	0	0	0
应付账款	50	49	52	50
其他	108	102	112	118
非流动负债	12	-4	-7	-11
长期借款	0	-12	-16	-21
其他	12	7	9	9
负债合计	170	146	157	157
少数股东权益	237	315	416	504
股本	576	576	576	576
资本公积金	291	291	291	291
留存收益	1302	2079	3024	4244
归属母公司股东权益	2169	2947	3892	5111
负债和股东权益	2576	3407	4465	5771

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	610	855	1364	1340
净利润	695	856	1155	1418
折旧摊销	69	64	64	64
财务费用	-6	-46	-80	-120
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-172	-24	222	-19
其它	23	6	2	-4
投资活动现金流	-150	-4	-6	1
资本支出	150	-0	-0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-4	-6	1
筹资活动现金流	-84	34	-32	4
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	-12	-4	-5
普通股增加	216	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-300	46	-29	9
现金净增加额	375	886	1325	1345

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1262	1531	2119	2585
营业成本	294	394	586	713
营业税金及附加	5	3	3	4
营业费用	21	26	38	52
管理费用	129	153	212	258
财务费用	-6	-46	-80	-120
资产减值损失	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	800	1001	1359	1678
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	819	1001	1359	1678
所得税	123	145	204	260
净利润	695	856	1155	1418
少数股东损益	83	78	102	87
归属母公司净利润	612	778	1054	1330
EBITDA	863	1019	1343	1622
EPS（元）	1.06	1.35	1.83	2.31

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	3.4%	21.4%	38.4%	22.0%
营业利润	4.0%	25.1%	35.8%	23.5%
归属母公司净利润	0.6%	27.0%	35.5%	26.3%
获利能力				
毛利率	76.7%	74.2%	72.3%	72.4%
净利率	48.5%	50.8%	49.7%	51.5%
ROE	28.2%	26.4%	27.1%	26.0%
ROIC	50.8%	63.9%	109.6%	138.1%
偿债能力				
资产负债率	6.6%	4.3%	3.5%	2.7%
净负债比率	0.00%	-7.99%	-9.91%	-13.25%
流动比率	10.95	17.47	22.85	30.45
速动比率	9.19	16.14	21.49	29.06
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.51	0.54	0.51
应收账款周转率	6	7	14	52
应付账款周转率	5.54	8.01	11.68	14.03
每股指标（元）				
每股收益	1.06	1.35	1.83	2.31
每股经营现金	1.06	1.48	2.37	2.33
每股净资产	3.76	5.11	6.75	8.87
估值比率				
P/E	39.87	31.40	23.17	18.35
P/B	11.25	8.28	6.27	4.78
EV/EBITDA	27	23	18	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,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、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801