

王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐 (首次)

华兰生物 (002007)

拓浆源调结构, 重拾增长新一年

2011 年 4 月 27 日

投资要点

- 近日, 我们调研了华兰生物, 与公司管理层就公司经营情况、新产品研发及行业动态等进行了交流。我们认为, 在新浆站开采和储存血浆投产的双重推动下, 公司 2011 年投浆量有望大幅提升, 同时产品结构的优化将进一步提高血制品业务的利润率。在疫苗领域, 公司的季节性流感疫苗、四价流脑疫苗仍有望维持较高速增长, 乙肝疫苗等新产品也将逐步开始贡献收益。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.31、1.55 和 1.85 元, 首次给予公司 ‘推荐’ 评级。

调研要点:

- **投浆量增长领跑行业:** 根据 2010 年血液制品批签发量, 我们估计公司去年投浆量在 420 吨左右, 截至 2010 年底, 公司在广西、贵州、重庆、河南共设立了 18 家浆站 (15 家可采浆, 3 家在建), 其中位于重庆的 7 家浆站中 5 家可采, 彭水站已完成建设, 正在等待卫生局验收, 预计上半年可以采浆, 巴南站也将在年内建成。由于重庆子公司的生产文号转移仍未完成, 因此重庆各浆站采集的血浆目前仍未投入生产, 考虑到今年重庆的 7 家浆站约可贡献近 200 吨血浆, 加上去年采集的部分血浆, 年内公司新增投浆量将十分可观, 很可能超过市场普遍预期。此外河南封丘浆站经过近半年的试采业务已渐入正轨, 采浆量也略高于预期。目前河南省已将发展血液制品列入 ‘十二五’ 规划, 华兰生物作为本地企业和行业龙头, 势必将继续受益。考虑到当地早期曾出现过一些采浆问题, 公司计划先将封丘站作为省内浆站的典型积累规范采浆的经验, 之后再进一步申请新设浆站。
- **产品结构调整推动利润提升:** 去年 8 月份我们在血制品行业报告《规模、品质、技术: 三个支点造就三分天下》曾经指出 2013 年前血液制品行业仍将维持整体高景气, 而随着市场的逐步成熟, 以静丙和凝血因子为代表的产品正在逐步替代白蛋白成为主力品种, 这两类产品占比较高的企业将会获得超额收益, 之后的市场情况也进一步验证了我们的观点。近年来, 公司的产品结构不断改善, 人血白蛋白占比持续下降, 而毛利润率较高的静丙和小制品占比则不断上升。随着静丙需求量的增加, 公司的静丙价格也一直保持坚挺, 不排除未来继续小幅提高出厂价的可能。小制品中公司的 VIII 因子于本月提价 100 元/瓶, 未来仍存在价格上行空间。随着 VIII 因子提取工艺的改进和投浆量的提高, 公司年内 VIII 因子产量可能翻番, 从而使其在下半年超过莱士, 成为国内最大的 VIII 因子生产商。此外, 公司的特免类产品中也有多个千万级产品, 乙肝特免也已进入 III 期临床的后期, 年内有望获批并与明年投产。公司希望今年在小制品中能诞生首个亿元级产品, 进一步改善其产品结构。
- **甲流尾款回收可能性较高:** 公司年报显示, 2010 年公司共确认 1,500 余万剂甲流疫苗收入, 剩余 769 万

剂甲流疫苗未确认收入。我们认为，虽然对公司而言甲流疫苗的收入具有一定的不可复制性，未来在收入确认过程中也不排除仍有博弈过程，但考虑到国家需要确保未来其他疫情爆发时疫苗企业仍具有足够的生产积极性，因此对已交付的甲流疫苗支付货款仍将是大概率事件。

- **其他疫苗品种较快增长：**2010 年，公司成人用季节性流感疫苗共批签发 1000 万剂，估计销售收入接近 1.5 亿，其产能占全国 1/2，批签发量约占 30%，**今年公司的季节性流感疫苗业务将受益于其儿童流感疫苗的上市而有望获得 30-40% 的增长**（目前成人流感疫苗和儿童流感疫苗的比例大约是 3:1）。公司四价流脑（ACYW135）上市后迅速抢占市场，2010 年公司已成为四价流脑批签发最多的企业（约 360 万支），预计 11 年仍将维持 15%-20% 的惯性增速，需要指出的是，2010 年在我国广西首次发现了 Y 型和 W 型流脑的小规模爆发，如果未来出现大规模爆发，则四价流脑的销量可能出现井喷。去年年底公司的汉逊酵母乙肝疫苗上市，该品种目前市场竞争较为激烈，公司计划将其作为一个长期品种稳步进行市场培育。随着国家对 15 岁以下人群进行乙肝疫苗补种政策的落实，乙肝计划免疫已成为大势所趋，未来不排除对更大龄人群（如 15-25 岁）进行乙肝补种的可能性，而在这一细分市场中公司的乙肝疫苗有望占领更大份额。
- **在研项目稳步推进，海外市场出露端倪：**公司在研产品中破伤风疫苗、AC 结合流脑疫苗已经进入 GMP 申报阶段，预计年内能够投产。后续疫苗产品中无细胞百白破疫苗、禽流感疫苗、AC 多糖流脑等疫苗也已进入临床实验阶段，为公司提供了良好的产品储备，未来公司计划进一步丰富产品线，覆盖除部分一类疫苗（如麻风腮、水痘、乙脑）外的所有大品种疫苗。在国际化方面，今年年初我国疫苗监管体系通过了 WHO 认证，从而为国内企业申报 WHO 产品预认证，打开国际市场提供了良好条件。在去年 WHO 的检查中，公司获得了对方较高的评价，目前公司已经成立了 WHO 和欧盟认证工作组，将稳步推进流感疫苗等品种的海外市场拓展。
- **盈利预测：**我们认为，在投浆量大幅增长和血液制品产品结构优化的带动下，公司 2011 年业绩将重拾升势，疫苗业务的稳步发展和在研项目的推进也将为公司的长期增长提供保障。我们预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.31、1.55 和 1.85 元（2011 年业绩按甲流尾款确认 80% 计，如无法确认则对应 EPS 为 1.17 元），公司股价经过前期调整估值已具有一定吸引力，首次给予公司‘推荐’评级。
- **风险提示：**甲流疫苗尾款无法确认（可能性较小）；人血白蛋白价格大幅下滑（可能性很小）

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1728	2417	3340	4583
货币资金	1079	1703	2484	3505
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	174	258	288	358
其他应收款	3	5	5	7
存货	277	326	422	504
非流动资产	848	872	954	951
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	697	706	753	775
在建工程	43	52	101	80
油气资产	0	0	0	0
无形资产	95	89	84	78
资产总计	2576	3289	4294	5534
流动负债	158	202	193	222
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	1
应付账款	50	69	83	100
其他	108	132	110	121
非流动负债	12	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	12	0	0	0
负债合计	170	202	193	222
股本	576	576	576	576
资本公积	291	291	291	291
未分配利润	1165	1670	2473	3434
少数股东权益	237	338	459	603
股东权益合计	2406	3088	4101	5313
负债及权益合计	2576	3289	4294	5534

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	612	753	893	1067
折旧和摊销	69	67	73	79
资产减值准备	19	-12	1	-0
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-6	-21	-31	-45
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	83	102	121	144
营运资金的变动	104	12	151	193
经营活动产生现金流量	677	851	914	1051
投资活动产生现金流量	-100	-75	-165	-75
融资活动产生现金流量	-102	-152	31	45
现金净变动	476	624	780	1021
现金的期初余额	704	1079	1703	2484
现金的期末余额	1180	1703	2484	3505

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1262	1555	1847	2221
营业成本	294	390	475	572
营业税金及附加	5	5	6	7
销售费用	21	31	37	56
管理费用	129	149	177	215
财务费用	-6	-21	-31	-45
资产减值损失	19	15	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	800	987	1173	1407
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	819	1006	1192	1426
所得税	123	151	179	214
净利润	695	855	1013	1212
少数股东损益	83	102	121	144
归属母公司净利润	612	753	893	1067
EPS (元)	1.06	1.31	1.55	1.85

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.4%	23.2%	18.8%	20.2%
营业利润增长率	4.0%	23.3%	18.9%	19.9%
净利润增长率	0.6%	22.9%	18.5%	19.6%
盈利能力(%)				
毛利率	76.7%	74.9%	74.3%	74.3%
净利率	48.5%	48.4%	48.3%	48.1%
ROE	28.2%	27.4%	24.5%	22.7%

偿债能力(%)

资产负债率	6.6%	6.1%	4.5%	4.0%
流动比率	10.95	11.98	17.31	20.66
速动比率	9.06	10.25	15.01	18.28

营运能力(次)

资产周转率	0.55	0.53	0.49	0.45
应收帐款周转率	6.13	7.03	6.76	6.87

每股资料(元)

每股收益	1.06	1.31	1.55	1.85
每股经营现金	1.06	1.48	1.59	1.82
每股净资产	3.76	4.77	6.32	8.17

估值比率(倍)

PE	33.35	27.12	22.88	19.13
PB	9.41	7.43	5.61	4.34

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。