



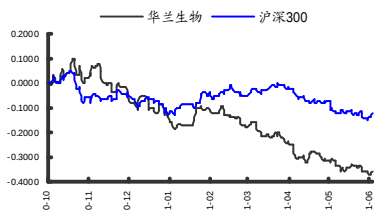
新设浆站促成长，流感疫苗求突破

——华兰生物（002007）调研报告

创新医药主题研究

评级：增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
华兰生物	-5.9	-24.3	-29.3
沪深 300	-2.2	-9.0	8.1

市场数据 2011.6.23

当前价格 (元)	32.35
52 周价格区间 (元)	31.63-59.51
总市值 (百万)	18640.23
流通市值 (百万)	18637.49
总股本 (万股)	57620.48
流通股 (万股)	57612.03
日均成交额 (百万)	243.62
近一月换手 (%)	7.57

相关报告

分析师

黄秋菡

电话: 0755-83704681

执业证书: S0350210060001

邮件: huangqh@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是

☐ 否

n 新设浆站促成长 公司在重庆共有 7 个浆站，其中 6 个正式开采，重庆项目获批后，短期内单个浆站的投浆量预计在 10-20 吨，待浆站完全成熟后，有望提升公司投浆量 70-80%，进一步巩固公司的行业地位。人白市场需求依旧旺盛，虽然 10 年进口人白冲击了市场价格，但供需失衡的局面没有得到根本性扭转。静丙处于景气高点，出厂价格最高涨幅接近 1 倍，占公司收入比重还将进一步提高。小制品增长喜人，VIII 因子收率提升催生产量增加 50%。

n 疫苗销售趋于稳定 公司 10 年底剩余 769 万剂甲流疫苗，在今年 1 季度确认了 55 万剂，剩余 714 万剂属于工信部预留全国调配使用，国家应该会在今年兑现这部分订单，按 23 元出厂价估算，甲流疫苗今年可以实现收入 1.77 亿。公司的儿童疫苗已经获批准销售，因为现阶段不是儿童疫苗接种的旺季，暂时还没有收入。到 9 月份进入秋冬季节后，儿童疫苗的需求会得到释放。以保守的 200 万支销售估算，儿童疫苗预计能为公司带来超过 4000 万元的销售收入。

n 稳健增长的血制品龙头，给予“增持”评级 假设 11 年甲流疫苗结算 1.44 亿元，预计公司 11-12 年实现销售收入 12.81/16.6 亿元，净利润 6.47/8.46 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.47 元，PE 为 28/22 倍。考虑到人白价格企稳回升、静丙处于景气周期高点、小制品快速增长的行业背景以及公司所处的龙头地位，估值水平进入合理区间，我们给予公司“增持”的投资评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1262	1281	1660	2123
增长率 (%)	3%	2%	30%	28%
净利润 (百万元)	612	647	846	1087
增长率 (%)	1%	6%	31%	29%
摊薄每股收益 (元)	1.06	1.12	1.47	1.89
ROE (%)	25.45%	21.52%	22.28%	22.61%

新设浆站促成长

重庆项目提升投浆量

公司目前有 18 个单采血浆站，主要分布在贵州、广西、重庆、河南。其中，重庆的 7 个采浆站不能向重庆市外供应浆源，公司设立的重庆分公司准备就绪，等待药监部门批准即可生产。我们预计重庆公司将在年内获批，最大可能时间点应该在 3 季度。

按照新设采浆站的进度，重庆浆站的存量血浆约 50 吨，占公司年消耗量的 10%，主要是新建浆站前期的采浆量较低，且重庆分公司尚未拿到批文。在拿到生产批文后，公司必然会加大宣传力度，扩大献浆员数量，预计 11-12 年，单个浆站投浆规模将在 10-20 吨之间。

待浆站发展成熟后，每个浆站投浆量有望达到 50 吨，7 个浆站累计增加血浆 350 吨，是目前公司投浆量 70-80%。

图表 1、华兰生物采浆站主要分布在贵州、广西、重庆、河南

序号	采浆站	省份	持股比例	获批时间
1	华兰生物(罗甸)单采血浆有限公司	贵州	100%	2008 年以前
2	华兰生物(惠水)单采血浆有限公司	贵州	100%	2008 年以前
3	华兰生物(长顺)单采血浆有限公司	贵州	100%	2008 年以前
4	华兰生物(瓮安)单采血浆有限公司	贵州	100%	2008 年以前
5	华兰生物(龙里)单采血浆有限公司	贵州	100%	2008 年以前
6	华兰生物(独山)单采血浆有限公司	贵州	100%	2008 年以前
7	都安华兰单采血浆有限公司	广西	100%	2008 年以前
8	贺州华兰单采血浆有限公司	广西	100%	2008 年以前
9	陆川华兰单采血浆有限公司	广西	100%	2008 年以前
10	博白华兰单采血浆有限公司	广西	100%	2008 年以前
11	华兰生物武隆县单采血浆有限公司	重庆	100%	2008 年以前
12	华兰生物重庆市巴南区单采血浆有限公司	重庆	100%	在建待批
13	华兰生物忠县单采血浆有限公司	重庆	100%	2010-3-9
14	华兰生物开县单采血浆有限公司	重庆	100%	2010-1-4
15	华兰生物彭水县单采血浆有限公司	重庆	100%	2011-5-27
16	华兰生物潼南县单采血浆有限公司	重庆	100%	2010-12-14
17	华兰生物巫溪县单采血浆有限公司	重庆	100%	2011-3-25
18	华兰生物(封丘)单采血浆有限公司	河南	100%	2010-10-13

资料来源：公司资料、国海证券研究所

人白需求依旧旺盛

随着浆站的整顿，国内人血白蛋白市场一直呈现供不应求的局面，

人白价格不断走高，公司人白产品的出厂价离发改委定的零售最高限价之间差别并不大，留给经销商的利润空间不大。

较高的出厂价体现公司溢价能力强劲，此外，公司人白产品的销售费用率也很低，基本上都是经销商上门联系购买，公司占有较大主动权。

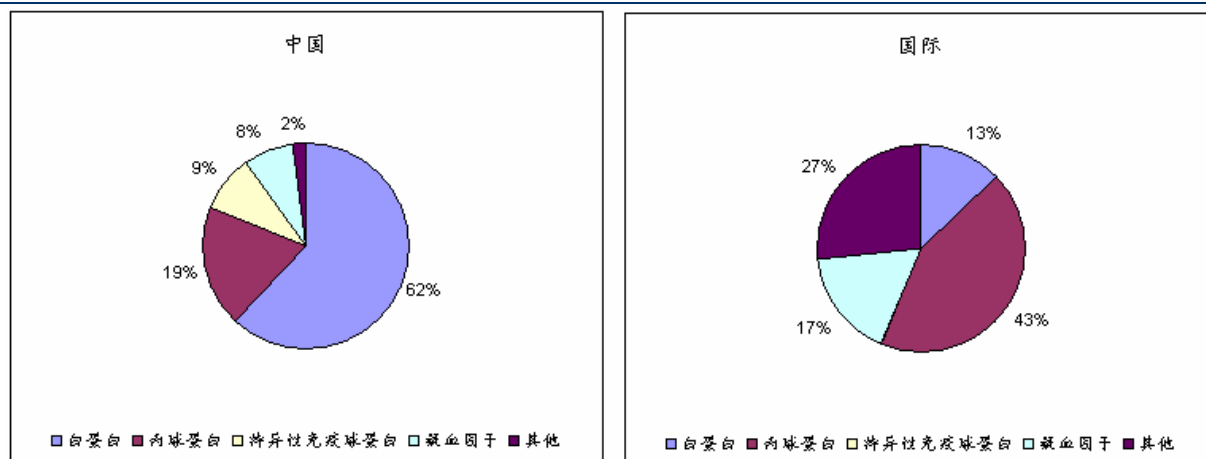
争对人白进口对国内市场的冲击，我们了解到，10 年进口产品较为集中的地区主要是东北和上海等地，进口数量大约占国内市场的 1/3，相应的价格有所下滑，但影响并不是想象中那么夸张。

国内产能无法满足市场需求是国家放开人白进口的主要原因。换个角度思考，国内血液制品厂商多数都只依赖人白、静丙等少数品种，如果人白价格持续走低，中小企业生存压力将陡然增加，而公司产品序列丰富，还有疫苗等其他业务，受价格冲击影响有限，一旦出现行业整合机会，无异于给公司提供了一次绝佳的浆站扩张良机。

静丙供不应求，小制品增长喜人

我国除了人白和重组 VIII 因子外，其他血液制品均不能进口，国内销售较多的产品主要是静丙和凝血因子类。与国外相比，小制品的增长空间非常巨大，且免受进口冲击之苦，将是行业主要发展方向。

图表 2、中国血液制品产品结构与对国际对比



资料来源：国海证券研究所

公司在生产技术上具备领先优势，从血液中获得产品数量有 15 种，虽然与国际大型血制品公司相比仍有差距，但远远领先国内厂商。

其中，静丙 10 年销售增长 90%，毛利率提升近 3 个百分点，主要是整个静丙市场都呈现供不应求的局面，以 2.5g 规格为例，终端零售限价由 400 元提高至 600 元，涨幅 50%。公司为保证国内市场供应，主动降低出口份额，相应提高了静丙出厂价。

我们判断，静丙仍处于景气高点，随着医生用药习惯的逐渐养成，静丙价格还可能走高，这块业务还将对公司业绩形成良性驱动。

在小制品中，VIII 因子改进工艺完成，收率有 50% 的提高，待药监局批准后，可以提高现有产量 5 成，其他小制品亦有不俗表现。

图表 3、公司血液制品种类国内领先



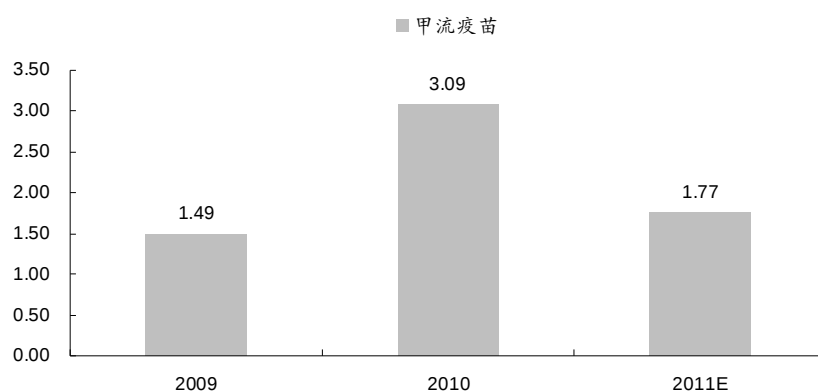
资料来源：公司资料、国海证券研究所

疫苗销售趋于稳定

甲流疫苗有望年内回款

公司 10 年底剩余 769 万剂甲流疫苗,在今年 1 季度确认了 55 万剂,剩余 714 万剂属于工信部预留全国调配使用,目前这批疫苗仍存放公司。考虑到未来可能的疫情需求,国家应该会兑现这部分订单,按 23 元的价格估算,甲流疫苗今年可以实现收入 1.77 亿。

图表 4、甲流疫苗 11 年预计贡献 1.77 亿。



资料来源: 公司资料、国海证券研究所

儿童疫苗下半年销售

公司的儿童疫苗已经获批准许销售,因为现阶段不是儿童疫苗接种的旺季,暂时还没有收入。到 9 月份进入秋冬季节后,儿童疫苗的需求会得到释放。

我们认为,儿童疫苗是流感疫苗中比重较大的细分领域,10 年我国 14 岁以下儿童比重为 16.6%,对应人口 2.22 亿,按 10%的接种率测算,所需人次 2220 万,市场容量约 4.5 亿。以保守的 200 万支销售估算,儿童疫苗预计能为公司带来超过 4000 万元的销售收入。

其他疫苗销售稳健

公司疫苗序列大致可以分为流感、乙肝和流脑,其中流感疫苗是公司关注的重点,公司不断通过新产品研发以及销售推动等措施保持流感疫苗龙头地位。此外,在乙肝和流脑疫苗方面也逐渐加大投入力度。

其中,重组乙型肝炎疫苗项目去年 6 月份拿到文号,9 月份通过 GMP 认证,生产报批签发,公司目前正在参与各省的招标。

与流感疫苗的大市场容量不同，乙肝疫苗不需要年年接种，致使该领域的市场容量有限，总规模大约在 5000-6000 万支。由于大多数是通过政府采购实现，价格控制的较低，市场规模约 1.2 个亿。乙肝疫苗市场主要被天坛和康泰两家公司占据，格局较为稳定。

鉴于市场容量和竞争格局，我们判断，公司在乙肝疫苗方面的投入将相对有限，这部分业绩贡献不明显。

公司流脑疫苗采取的是全国总代理模式，在 4 价流脑疫苗领域，行业竞争格局主要是绿竹、天元（智飞下属公司）和华兰。前两家进入时间稍早，公司起步略晚，竞争优势并不突出，在没有大规模疫情暴发的前提下，公司流脑疫苗的销售将实现小幅增长。

稳健增长的血制品龙头，给予“增持”评级

11/12 年 EPS 为 1.12/1.47 元

假设 11 年甲流疫苗结算 1.44 亿元，预计公司 11-12 年实现销售收入 12.81/16.6 亿元，净利润 6.47/8.46 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.47 元，PE 为 28/22 倍。

图表 5、公司营业收入分产品预测

人民币百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,220	1,262	1,281	1,660	2,123
人血白蛋白	263	302	377	471	589
静丙	144	274	356	446	535
流感疫苗	714	529	264	291	320
其他	100	157	283	453	679

备注：10 年的流感疫苗中包含 3.09 亿的甲流疫苗和 1.2 亿的普通流感疫苗（估算）

资料来源：公司资料、国海证券研究所

给予“增持”的评级

考虑到人白价格企稳回升、静丙处于景气周期高点、小制品快速增长的行业背景以及公司所处的龙头地位，估值水平进入合理区间，我们给予公司“增持”的投资评级。

附表 1、华兰生物盈利预测

华兰生物盈利预测表

证券代码:	002007.sz	股票价格:			32.35	投资评级:	增持		日期:	2011-6-23	
资产负债表 (百万元)		2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1079	1693	2329	3151	营业收入			1262	1281	1660	2123
应收款项	299	304	394	504	营业成本			294	298	387	494
存货净额	277	285	370	472	营业税金及附加			5	5	6	8
其他流动资产	72	73	95	122	销售费用			21	38	50	64
流动资产合计	1728	2355	3188	4248	管理费用			129	102	133	170
固定资产	697	674	651	630	财务费用			(6)	(11)	(17)	(23)
在建工程	43	43	43	43	其他收入			(19)	(19)	(19)	(19)
无形资产及其他	95	95	92	89	营业利润			800	829	1082	1391
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支			19	0	0	0
资产总计	2576	3180	3987	5023	利润总额			819	829	1082	1391
短期借款	0	0	0	0	所得税费用			123	125	163	210
应付款项	50	52	67	85	少数股东损益			83	56	74	95
预收帐款	14	14	18	23	归属于母公司净利润			612	647	846	1087
其他流动负债	94	94	94	94							
流动负债合计	158	159	179	203	现金流量表 (百万元)		2010	2011E	2012E	2013E	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流		610	773	822	1062	
其他长期负债	12	12	12	12	净利润		695	704	919	1182	
长期负债合计	12	12	12	12	少数股东权益		83	56	74	95	
负债合计	170	172	191	215	折旧摊销		69	26	26	25	
股本	576	576	576	576	公允价值变动		0	0	0	0	
股东权益	2406	3009	3796	4808	营运资金变动		(238)	(14)	(197)	(239)	
负债和股东权益总计	2576	3180	3987	5023	投资活动现金流		(150)	46	48	46	
					资本支出		(92)	23	22	22	
关键假设与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	长期投资		0	0	0	0	
EPS	1.06	1.12	1.47	1.89	其他		0	0	0	0	
BVPS	3.76	4.71	5.95	7.54	筹资活动现金流		154	(101)	(132)	(170)	
P/E	30.44	28.79	22.04	17.15	债务融资		0	0	0	0	
P/B	8.59	6.86	5.44	4.29	权益融资		0	0	0	0	
P/S	14.77	14.56	11.23	8.78	其它		250	0	0	0	
ROE	25%	22%	22%	23%	现金净增加额		614	718	738	939	
ROA	24%	20%	21%	22%							
毛利率	77%	77%	77%	77%	公司基本情况						
销售净利率	49%	51%	51%	51%	大股东名称		新乡市华兰生物技术有限公司				
收入增长率	3%	2%	30%	28%	大股东持股比例		18%				
利润增长率	1%	6%	31%	29%	注册地		河南省新乡市华兰大道甲1号				
资产负债率	7%	5%	5%	4%	办公地		河南省新乡市华兰大道甲1号				

资料来源: Wind、公司数据、国海证券研究所

风险提示

人白进口规模持续扩大，价格走低影响公司的主营盈利；
疫情暴发的不规律性。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。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或征价。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。本报告版权归国海证券所有。