

关停浆站影响有限

事件

近日，贵州省卫生厅下发了《贵州省采供血机构设置规划（2011-2014）》（黔卫发[2011]104号）的通知，根据该通知，贵州省在息烽、开阳、紫云、普定、独山、龙里、长顺、黄平、晴隆、纳雍等10个县设置单采血浆站，其余地区不再设置单采血浆站。公司在贵州、广西、河南共有11家单采血浆站，其中贵州有独山、龙里、长顺、惠水、罗甸、瓮安6家单采血浆站。按照《贵州省采供血机构设置规划（2011-2014）》文件，公司惠水、罗甸、瓮安3家单采血浆站从2011年8月1日起将停止采浆。惠水、罗甸、瓮安三家单采血浆站采浆量分别占公司2010年、2011年上半年总采浆量的39.29%和36.69%。上述3家浆站的关停将对公司业绩造成重大不利影响。目前公司正积极应对，采取有效措施消除和减少对公司业绩的影响。

研究结论

- **贵州省关停浆站将导致行业供给越发稀缺：**贵州省此次关停了近半浆站，将对原料血浆的供给造成一定影响，按照一般浆站30吨左右的年采集量推算，此次关停将减少每年近270吨的血浆供给。虽然短期不会造成重大波动，但行业原本就处于供不应求状态，长期来看或将对除白蛋白以外的血液产品价格产生促进作用。
- **公司关停3个浆站对本年业绩影响有限：**根据SFDA规定，2008年7月1日开始所有血液制品企业生产所使用的原料血浆，必须经过不少于90天的检疫期（即90天的“窗口期”），只有通过检疫期的原料血浆才能投产。90天的窗口期会延长生产周期，但在本次公司关停3家浆站中恰恰给了公司2011年业绩的缓冲空间。由于生产所使用的原料血浆放置应不少于90天，所以我们认为正常情况下公司目前储备原料血浆可以用至10月底。所以公司关停3个浆站可能只影响本年最后2个月的生产与销售，按照3家采浆量占今年上半年总采浆量36.69%匡算，这3家浆站采浆量2个月的影响约为6.12%，对净利润的影响就更小了。
- **预计重庆浆站的增量将弥补此次关停造成的影响：**我们预计重庆子公司在第四季度开始投产。重庆子公司的6个单采血浆站中有5个取得采浆资格，目前正在试生产阶段。待重庆浆站全部培育成熟，采浆能力有望达到400吨，几乎是公司2010年全年的采浆量。所以我们维持对公司血液制品业务的看好，我们认为此次关停只是影响了短期内的增量，长期来看并未对公司的血液制品业务有重大影响。
- **盈利预测：**我们预期公司甲流疫苗仍有望年内收款，且其他疫苗业务增长较快，下半年也将有新的疫苗产品上市；而血液制品如上所述虽有不利但影响有限。我们预计11-13年每股收益为1.18元、1.41元和1.64元，维持公司增持评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



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

联系人

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **（维持）**

股价（2011年7月12日） 35.76元

目标价格 40.00元

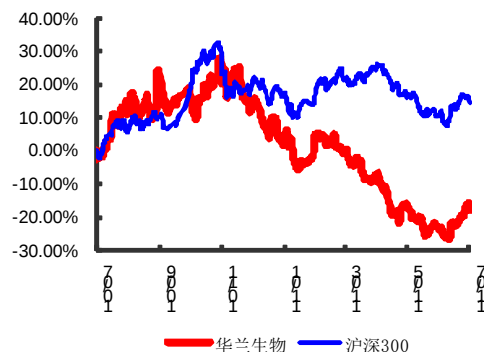
总股本/A股（万股） 57620/57620

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2011年7月13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	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1262	1418	1533	1782
同比(%)	3%	12%	8%	16%
归属母公司净利润	612	677	813	946
同比(%)	1%	11%	20%	16%
毛利率(%)	76.7%	76.3%	76.5%	76.4%
ROE(%)	28.2%	23.8%	22.2%	20.8%
每股收益(元)	1.06	1.18	1.41	1.64
P/E (倍)	33.65	30.41	25.35	21.78
P/B (倍)	9.50	7.24	5.63	4.53

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1728	2556	3405	4372	营业收入	1262	1418	1533	1782
现金	1079	1901	2694	3503	营业成本	294	335	360	420
应收账款	174	194	231	253	营业税金及附加	5	21	23	27
其它应收款	3	4	4	5	营业费用	21	25	28	31
预付账款	72	117	107	136	管理费用	129	135	144	173
存货	277	257	284	350	财务费用	-6	-5	-8	-12
其他	123	83	84	125	资产减值损失	19	15	10	5
非流动资产	848	829	805	769	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	697	692	672	642	营业利润	800	891	976	1138
无形资产	95	95	95	95	营业外收入	22	17	19	19
其他	56	42	37	32	营业外支出	4	5	4	4
资产总计	2576	3385	4210	5140	利润总额	819	903	991	1153
流动负债	158	202	183	191	所得税	123	135	149	173
短期借款	0	25	0	0	净利润	695	768	843	980
应付账款	50	64	66	76	少数股东损益	83	90	30	35
其他	108	113	116	115	归属于母公司净利	612	677	813	946
非流动负债	12	9	11	10	EBITDA	863	948	1035	1196
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.06	1.18	1.41	1.64
其他	12	9	11	10	主要财务比率				
负债合计	170	211	193	201	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	237	327	357	391	成长能力				
股本	576	576	576	576	营业收入	3.4%	12.4%	8.1%	16.2%
资本公积	291	291	291	291	营业利润	4.0%	11.4%	9.6%	16.6%
留存收益	1302	1979	2792	3680	归属于母公司净利	0.6%	10.6%	20.0%	16.4%
归属母公司股东权益合	2169	2847	3660	4548	获利能力				
负债和股东权益	2576	3385	4210	5140	毛利率	76.7%	76.3%	76.5%	76.4%
现金流量表					净利率	8.4%	48.5%	47.8%	53.0%
单位:百万元					ROE	28.2%	23.8%	22.2%	20.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	60.8%	69.3%	74.5%	79.6%
经营活动现金流	610	835	855	887	偿债能力				
净利润	695	768	843	980	资产负债率	6.6%	6.2%	4.6%	3.9%
折旧摊销	69	62	67	70	净负债比率				
财务费用	-6	-5	-8	-12	流动比率	10.95	12.65	18.64	22.85
投资损失	0	0	0	0	速动比率	9.06	11.34	17.03	20.94
营运资金变动	-172	26	-53	-157	营运能力				
其它	23	-16	7	6	总资产周转率	0.55	0.48	0.40	0.38
投资活动现金流	-150	-44	-44	-34	应收账款周转率	6	7	7	7
资本支出	150	43	43	33	应付账款周转率	5.54	5.90	5.53	5.89
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-1	-1	-1	每股收益	1.06	1.18	1.41	1.64
筹资活动现金流	-84	30	-17	-45	每股经营现金流	1.06	1.45	1.48	1.54
短期借款	0	25	-25	0	每股净资产	3.76	4.94	6.35	7.89
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	216	0	0	0	P/E	33.65	30.41	25.35	21.78
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	9.50	7.24	5.63	4.53
其他	-300	5	8	-45	EV/EBITDA	23	21	19	17
现金净增加额	375	821	794	808					

资料来源：东方证券研究所预测

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

分析师申明

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