

证券研究报告

生物制品Ⅲ



分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人: 徐佳熹

021-38565685

xujiaxi@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

华兰生物(002007)

关停浆站事件对公司影响点评

2011年7月20日

投资要点

事件:

公司公告称近日贵州省卫生厅网站发布了《贵州省采供血机构设置规划(2011-2014年)》，根据该文件，贵州省在开阳、独山、普定、黄平4个县设置单采血浆站。公司惠水、罗甸、瓮安、长顺、龙里5家单采血浆站在到期后若无法续期将于2011年8月1日起停止采浆。公司正向有关主管部门反映情况，请求保留上述5家单采血浆站。公司将根据该事项进展情况及时进行信息披露并申请股票尽早复牌。

我们认为，如果公司5浆站在8月1日后停止采浆可能会给公司业绩（特别是2012年业绩）带来较大负面影响，但长期来看公司仍是质地优良的生物制药企业，公司复牌后如有较大跌幅将是较为理想的长线投资机会。

- **5浆站投浆量占比较大：**惠水、罗甸、瓮安、长顺、龙里5家单采血浆站采浆量均成立于2008年以前，五县虽然农业人口仅有75万人，但献浆传统较好，浆站管理成熟，根据此前公司公告，惠水、罗甸、瓮安浆站献浆量分别占公司2010年、2011年上半年总采浆量的39.29%和36.69%，由此我们推测5家浆站对应2010年采浆量为210吨左右，约占公司采浆量的50%。考虑到血浆从采集到使用需要经过90天的检疫期，因此从8月1日起浆站的关闭对年内血制品业务的盈利能力影响相对较小，但这一影响将在明年完全显现，届时公司投浆量会面临较大幅度下滑的风险。
- **公司年内仍面临其他挑战：**除了此次浆站停采的影响，公司年内还有可能面临两方面的挑战，其一是其重庆血制品厂目前仍未获批投产，使得重庆地区血浆无法充分利用，考虑到血制品从投浆到确认收入一般需要4个月左右的周期，如8月份重庆血制品厂仍无法投产则可能导致公司血液制品业务增长低于预期。二是迄今为止，公司的儿童用季节性流感疫苗目前仍未获批，在一定程度上将影响到公司季节性流感业务的增速。如上述两项负面因素在三季度内仍无法解除，则对今年业绩将构成一定压力。
- **浆站关停事件提升行业景气：**根据2009年统计，贵州省共有20座浆站，占国内浆站总数的12%，投浆量约占全国的20%，是国内最大的浆源地之一，此次关停浆站将可能减少国内血浆供应量15%左右。考虑到血液制品下游需求的刚性，我们认为，此次关停浆站事件将弱化之前因进口产品放量而产生的人血白蛋白跌价预期，并有可能促使静丙、凝血因子VIII等禁止进口的血液制品进一步提价，从而在一定

程度上对冲公司因浆站关停而遭受的损失，并对其他血液制品企业（如天坛生物、上海莱士）的盈利产生正面影响。

- **优质企业质地不改：**虽然此次公司有 5 家浆站面临关停，但剩余 13 家浆站仍将为公司提供稳定的血浆来源，可以预计，此次关停事件将促使公司加紧重庆血制品厂投产的步伐，从而淡化浆站关停事件对公司的影响。同时公司快速发展的疫苗业务也将分散其在血制品领域面临的政策风险，除儿童用季节性流感疫苗外，公司的破伤风疫苗、AC 流脑结合疫苗也有望在年内获批，这些都将为公司明年业绩提供支撑。
- **盈利预测：**由于此次浆站关停事件及重庆分厂、疫苗新品审批慢于预期的影响，我们下调公司 2011-2013 年的盈利预测至 1.13、1.18 和 1.43 元（不考虑甲流疫苗收入确认 2011 年 EPS 为 1.04 元）。考虑到浆站最终是否关停仍存在变数，仍暂维持其‘推荐’评级。需要指出的是，公司本身仍是质地优良，管理水平突出的生物医药企业，若未来复牌后出现较大跌幅，将是较为理想的长线投资机会。

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1728	2290	2956	3922
货币资金	1079	1686	2353	3152
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	174	220	213	268
其他应收款	3	4	4	5
存货	277	273	288	348
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	3162	3910	4873
流动负债	158	187	161	183
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	58	58	70
其他	108	129	103	113
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	187	161	183
股本	576	576	576	576
资本公积	291	291	291	291
未分配利润	1165	1580	2194	2940
少数股东权益	237	325	417	529
股东权益合计	2406	2975	3749	4690
负债及权益合计	2576	3162	3910	4873

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	612	653	682	829
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	-30	-41
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	83	88	92	112
营运资金的变动	104	-84	25	144
经营活动产生现金流量	677	834	801	833
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	30	41
现金净变动	476	607	666	799
现金的期初余额	704	1079	1686	2353
现金的期末余额	1180	1686	2353	3152

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1262	1331	1364	1663
营业成本	294	330	332	402
营业税金及附加	5	4	4	5
销售费用	21	24	27	42
管理费用	129	127	131	161
财务费用	-6	-21	-30	-41
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	851	889	1085
营业外收入	22	25	25	25
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	819	872	911	1107
所得税	123	131	137	166
净利润	695	742	774	941
少数股东损益	83	88	92	112
归属母公司净利润	612	653	682	829
EPS（元）	1.06	1.13	1.18	1.44

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.4%	5.5%	2.5%	22.0%
营业利润增长率	4.0%	6.4%	4.5%	22.1%
净利润增长率	0.6%	6.7%	4.4%	21.5%
盈利能力(%)				
毛利率	76.7%	75.2%	75.6%	75.9%
净利率	48.5%	49.1%	50.0%	49.8%
ROE	28.2%	24.7%	20.5%	19.9%

偿债能力(%)

资产负债率	6.6%	5.9%	4.1%	3.8%
流动比率	10.95	12.21	18.34	21.39
速动比率	9.06	10.64	16.42	19.37

营运能力(次)

资产周转率	0.55	0.46	0.39	0.38
应收帐款周转率	6.13	6.57	6.28	6.92

每股资料（元）

每股收益	1.06	1.13	1.18	1.44
每股经营现金	1.06	1.45	1.39	1.45
每股净资产	3.76	4.60	5.78	7.22

估值比率（倍）

PE	31.57	29.59	28.35	23.32
PB	8.91	7.30	5.80	4.65

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。