

除甲流外增速良好，关停浆站影响可弥补

事件

公司发布 2011 年半年度业绩快报，收入为 4.70 亿元，同比下降 23.62%；归属于上市公司股东的净利润为 2.18 亿元，同比下降 29.67%。

研究结论

- **除甲流外上半年业绩增速良好：**公司今年上半年血液制品收入为 4.15 亿，同比增加 21%；除甲流以外的其他疫苗收入为 0.43 亿元，同比增加 43%；但是甲流疫苗收入只有 0.12 亿元，而去年同期为 2.42 亿元，本期同比下降达 95%，是总收入下降的主要原因。
- **预计血液制品今、明两年维稳，后年将继续增长：**根据贵州省卫生厅规划文件，公司在贵州省的 5 家浆站可能于 8 月 1 日起关停，这 5 家年采浆量约有 230 吨，占公司 2010 年总浆量的 55%。(1)今年：由于 90 天的“窗口期”存在，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，而且公司已公告称将努力提高剩余 6 家浆站采浆量，所以预计此次关停对本年的影响有限。(2)明年：到 2012 年影响将完全显现，但是公司在重庆的子公司将充分弥补。我们预计公司在重庆的 6 个浆站将在今年四季度投产（石柱的在建浆站也会加快进度），预计这部分浆站在 2012 年的投浆量有 200 吨左右，几乎能够弥补贵州省关停 5 家浆站带来的影响。(3)后年：浆站成熟后投浆量将在 40—50 吨，预计公司重庆子公司的采浆量将继续提升。此外预计公司会在重庆、河南等地继续寻求新建浆站的机会，届时公司血液制品将重回增长轨道。
- **预计除可以进口的白蛋白外，其他血液产品价格或将有所提升：**此次贵州省总共关停了 16 家浆站，将减少每年 700 吨左右的血浆供给，而 2010 年国内采浆量在 4000 吨左右，行业采浆量将减少 20%左右，目前国内采浆量需求每年在 5000—6000 吨，行业原本就处于供不应求状态，此次浆站关停后血浆供应将变得愈发紧张。血液制品中白蛋白由于可以进口价格或可维持，而静丙和凝血因子 VIII 等则可能将逼近最高零售价。因此我们认为公司也能从行业的景气弥补一部分损失。
- **除甲流外的其他疫苗增速较高：**目前公司流感疫苗、ACYW135 流脑疫苗和乙肝疫苗等已经上市，预计小儿流感疫苗、破伤风疫苗、AC 流脑结合疫苗等也有望年内获批，而四季度是疫苗的传统旺季，预计公司此类疫苗业务全年继续保持高增长，预计疫苗业务占收入的比重会逐步增加。
- **甲流疫苗的收入确认：**我们认为政府订单坏账的可能性较小，只是何时确认有较大变数。甲流疫情属突发因素，不具有持续性，我们认为未来没有甲流疫苗的收入做基数后，收入增长会更加清晰。
- **盈利预测：**我们预计 11—13 年每股收益为 1.08 元、1.12 元和 1.35 元，对应 PE 为 25 倍、24 倍和 20 倍，我们认为此次关停事件后公司仍是血液制品的优质企业，预期未来将重回增长轨道，而且疫苗业务有望不断发展，我们维持公司增持评级。

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申明。



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 26 日) 27.18 元

目标价格 30.00 元

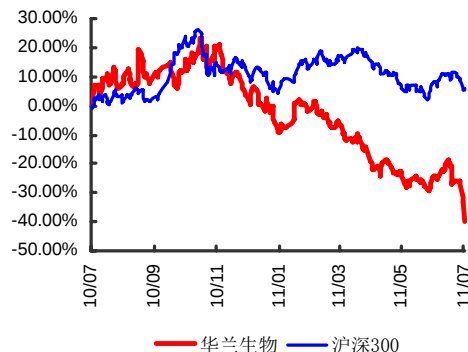
总股本/A 股 (万股) 57620/57620

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 7 月 27 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	1307	1245	1487
同比(%)	3%	4%	-5%	19%
归属母公司净利润	612	622	643	776
同比(%)	1%	2%	3%	21%
毛利率(%)	76.7%	75.8%	75.1%	75.6%
ROE(%)	28.2%	22.3%	18.7%	18.7%
每股收益(元)	1.06	1.08	1.12	1.35
P/E (倍)	25.58	25.19	24.36	20.19
P/B (倍)	7.22	5.61	4.56	3.77

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	2487	3151	3941	营业收入	1262	1307	1245	1487
现金	1079	1875	2555	3200	营业成本	294	316	310	363
应收账款	174	179	188	211	营业税金及附加	5	20	19	22
其它应收款	3	4	3	4	营业费用	21	25	24	28
预付账款	72	110	92	118	管理费用	129	121	116	138
存货	277	242	245	303	财务费用	-6	-5	-8	-12
其他	123	76	68	104	资产减值损失	19	19	19	19
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	811	766	928
无形资产	95	95	95	95	营业外收入	22	22	22	22
其他	56	42	37	32	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2576	3315	3956	4709	利润总额	819	830	785	947
流动负债	158	196	168	176	所得税	123	125	118	143
短期借款	0	25	0	0	净利润	695	705	666	804
应付账款	50	60	57	66	少数股东损益	83	83	24	28
其他	108	110	111	110	归属于母公司净利	612	622	643	776
非流动负债	12	9	11	10	EBITDA	863	869	825	987
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.06	1.08	1.12	1.35
其他	12	9	11	10	主要财务比率				
负债合计	170	205	179	186	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	237	320	343	372	成长能力				
股本	576	576	576	576	营业收入	3.4%	3.6%	-4.7%	19.5%
资本公积	291	291	291	291	营业利润	4.0%	1.4%	-5.6%	21.1%
留存收益	1302	1923	2566	3284	归属于母公司净利	0.6%	1.5%	3.4%	20.6%
归属母公司股东权益合	2169	2791	3434	4152	获利能力				
负债和股东权益	2576	3315	3956	4709	毛利率	76.7%	75.8%	75.1%	75.6%
现金流量表					净利率	8.4%	48.5%	47.6%	51.6%
单位:百万元					ROE	28.2%	22.3%	18.7%	18.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	60.8%	65.0%	63.2%	70.5%
经营活动现金流	610	810	741	725	偿债能力				
净利润	695	705	666	804	资产负债率	6.6%	6.2%	4.5%	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	12.71	18.76	22.41
投资损失	0	0	0	0	速动比率	9.06	11.44	17.25	20.61
营运资金变动	-172	65	12	-143	营运能力				
其它	23	-17	4	5	总资产周转率	0.55	0.44	0.34	0.34
投资活动现金流	-150	-44	-44	-34	应收账款周转率	6	7	6	7
资本支出	150	43	43	33	应付账款周转率	5.54	5.74	5.28	5.91
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	1.08	1.12	1.35
筹资活动现金流	-84	30	-17	-46	每股经营现金流	1.06	1.41	1.29	1.26
短期借款	0	25	-25	0	每股净资产	3.76	4.84	5.96	7.21
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	216	0	0	0	P/E	25.58	25.19	24.36	20.19
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.22	5.61	4.56	3.77
其他	-300	5	8	-46	EV/EBITDA	17	17	18	15
现金净增加额	375	796	680	645					

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