

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

华兰生物 (002007)

公司重大事件点评

谨慎推荐

维持

2011 年 8 月 1 日

浆站关停影响不同情景下的业绩预期

证券分析师： 贺平鸽 0755-82130833-1851

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

证券分析师： 丁丹 0755-82130833-1821

dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120006

事项：

若《贵州省采供血机构设置规划（2011-2014）》实施，华兰生物位于贵州省惠水、罗甸、瓮安、长顺、龙里 5 个县的单采血浆站的《单采血浆许可证》7 月 31 日到期后不能得到续批，从 2011 年 8 月 1 日起将停止采浆。公司目前正在与有关主管部门协调，希望能将影响降至最低。

我们的观点：

贵州地方政府已经公示该规划，短期再次收回的可能性较小。具体执行方面存在两种可能性：1）考虑到临床血液制品供应紧张，在相关部门协调下，执行时间和力度上作出一定让步；2）贵州地方政府坚持执行规划，不做任何让步。无论是哪种情形，在规划执行大方向不变的情形下，公司受到冲击的事实基本确定。基于以上判断，我们在前期生物制品月报中已下调华兰生物评级至“谨慎推荐”。

按照不关停、关停 3 个、关停 5 个浆站三种情形，我们对公司的业绩预测做了调整以供投资者参考。按照最悲观局面——即公司的 5 个浆站从 8 月 1 日起关停，预测 11-13EPS 为 0.96、0.93、1.09 元/股，同比分别增长-9%、-3%、17%（不关停假设下 11-13EPS1.05、1.36、1.51 元/股；关停 3 个情况下 11-13 年 EPS0.98、1.05、1.22 元/股）。

预测结果表明：若关停 5 个浆站，11-13 年业绩将分别下调 8.6%、31.6%、27.8%。虽然关停的 5 个浆站占目前投浆量近 60%，对母公司血液制品业务的负面冲击很大，但由于公司主营包含血液制品和疫苗 2 块业务（2010 年血液制品占公司收入和净利润的比重约 60%、59%），另外重庆子公司的血液制品业务将从 12 年起开始贡献收益并有望较快速增长，因此，实际对公司整体业绩造成的冲击将相对有限。近期股价暴跌 37%，已基本反映了此次突发事件的不利影响。当前股价对应 11-13PE31/32/28x。短期建议观望，等待此次政策执行的明朗，中线建议关注华兰重庆子公司血液制品业务进展。

评论：

■ 《贵州省采供血机构设置规划（2011-2014）》将加大血液制品供需矛盾

根据《贵州省采供血机构设置规划（2011-2014）》（黔卫发【2011】104 号），贵州省只保留在开阳、普定、独山、黄平 4 个县的单采血浆站，其余地区不再设置单采血浆站。贵州省内原有近 20 家单采血浆站，分别归属于华兰生物（6 家）、上海生物制品研究所（5 家）、贵州黔峰（7 家）等企业，此次规划实施后，华兰生物剩余 1 家，上海生物制品研究所剩余 1 家，贵州黔峰剩余 2 家。

此次贵州省关停的浆站约 600 吨血浆，占全国总产量 3500-4000 吨的 15%-17%，而全国总需求在 5000-6000 吨，供需矛盾进一步加强。分产品来看：

- ✓ **白蛋白：价格有望维持高位。**经过 6 年高景气增长，白蛋白的国内价格已高于国外价格，吸引外资产品积极进入国内市场，目前进口占比已近 50%，市场也基本达到供需平衡。贵州关停事件导致的白蛋白缺口可望弥补，

预计白蛋白价格有望高位维持。

- ✓ **静丙、小制品（凝血因子 VIII、几类特殊免疫球蛋白等）：**有一定上涨空间。限制进口。目前企业出厂价离最高零售价还有一定的上涨空间。

■ **《规划》将使华兰生物母公司投浆量大幅降低，但重庆子公司有望 11 年底投产，可逐步弥补关停后浆源减少带来的短期损失**

关停前，华兰生物共拥有 18 个单采血浆站，17 个处于运营中，1 个在建。母公司的浆站分布为贵州 6 个、广西 4 个、河南 1 个；重庆子公司拥有 7 个（四川）；1 个建设中（河南）。

由于重庆子公司尚未正式投产，因此目前供应母公司正常生产血液制品的为分布在贵州和广西的 10 个单采血浆站为，其采浆能力合计约 400 吨，公司披露此次事件中将被关停的贵州省 5 家采浆量占比约 55%，以此推算，**以上 5 个浆站关停，将导致采浆量减少 220 吨。**

重庆子公司 GMP 认证有望在 11 年下半年通过，则 12、13 年可望部分弥补关停减少的采浆量：基于目前重庆地区单采血浆站已经具备的采浆能力，**12 年重庆子公司可加工的血浆量在 120-150 吨左右**，并且随着 3 年左右的培育，重庆地区子公司采浆能力有望突破 300 吨/年。另外，2011 年河南封丘的单采血浆站开始运营，**全年采浆有望超过 25 吨。**

■ **疫苗业务走向稳步发展轨道，有望逐步成为另一成长引擎**

由于公司甲流疫苗在 09-10 年获得国家收储，给公司疫苗业务业绩带来较大波动。11 年后，疫苗业务将走向稳步发展轨道，季节性流感疫苗有望在公司的大力推广下逐步扩大市场规模。总体看，短期内公司可供销售的疫苗产品还较少，但公司研发中疫苗丰富，既有传统疫苗，还包括与国际同步展开的创新疫苗产品，如通用流感疫苗，宫颈癌疫苗等，公司通过聘请国际和国内的人才完成研发工作，研发中心设在北京和新乡。随着公司对创新疫苗的持续投入，未来疫苗业务有望成为公司成长的另一个引擎。

■ **按照关停 5 个情景预计，11-13 年业绩分别下调 8.6%、31.6%、27.8%**

《规划》关停的 5 个浆站是非常成熟的、采浆能力强的浆站，如果按 8 月 1 日的时间表关停，预计公司投浆量减少对业绩的影响将从 2011 年末开始反映（血浆原料采集后存在 3 个月左右的“窗口期”检测时间，成品也需要获得药检所的批签发之后才能销售），对业绩的冲击更多会体现在 2012-2013 年。假设重庆子公司 12 年投入运营，一定程度上能弥补贵州关停的 5 个浆站对业绩的冲击。

按照最悲观局面——即公司的 5 个浆站关停，预计公司预计公司 11-13EPS 为 0.96、0.93 和 1.09 元/股（不关停假设下 11-13EPS 1.05、1.36 和 1.51 元/股；关停 3 个情况下 11-13 年 EPS 0.98、1.05 和 1.22 元/股）。

预测结果表明，若关停 5 个浆站，11-13 年业绩分别下调 8.6%、31.6%、27.8%。虽然关停的 5 个浆站占目前母公司投浆量近 55%，对母公司血液制品业务的负面冲击很大，但由于公司主营包含血液制品和疫苗 2 块业务，2010 年血液制品占公司收入和净利润的比重约 60%、59%，另外重庆子公司的血液制品业务从 12 年起开始贡献业绩并有望较快速增长，因此实际造成的整体冲击比较有限。

■ **建议短线观望，中线仍维持“谨慎推荐”评级**

近期股价暴跌 37%，已基本反映了此次突发事件的不利影响。当前股价对应 11-13PE 31/32/28x。短期建议观望，等待此次政策执行的明朗，中线建议关注华兰重庆子公司血液制品业务进展。

表 1、华兰生物盈利预测和主要财务指标

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,262	1,216	1,235	1,469
(+/-%)	3.4%	-3.6%	1.5%	19.0%
净利润(百万元)	612	556	538	628
(+/-%)	0.6%	-9.2%	-3.2%	16.8%
每股收益 (元)	1.06	0.96	0.93	1.09
EBIT Margin	64.4%	56.0%	53.3%	52.1%
净资产收益率 (ROE)	28.2%	21.1%	17.4%	17.3%
市盈率 (PE)	28.4	31.3	32.4	27.7
EV/EBITDA	19.9	23.7	24.1	20.9
市净率 (PB)	8.02	6.60	5.63	4.80

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 2：关停贵州 5 个单采血浆站后，华兰生物分产品盈利预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、血液制品业务						
收入	401	506	750	968	955	1155
增长率	14%	26%	48%	29%	-1%	21%
毛利率	59%	64%	70%	68%	65%	63%
吨血浆回报(万元)	158	186	169	213	237	236
当年投浆量(吨)	254	272	444	455	404	490
人血白蛋白 10g/支						
收入	228	263	302	404	390	428
增长率	12%	16%	15%	34%	-3%	10%
毛利率	48%	54%	68%	64%	59%	55%
静注丙球 2.5g/支						
收入	130	144	274	368	347	423
增长率	44%	11%	91%	34%	-6%	22%
毛利率	79%	69%	72%	71%	69%	68%
其他血液制品						
收入	43	99	174	196	218	304
增长率	-23%	127%	76%	13%	11%	40%
毛利率	53%	81%	69%	70%	70%	70%
血液制品净利润率	41%	34%	49%	47%	44%	43%
血液制品 EPS (元)	0.28	0.30	0.63	0.79	0.74	0.87
二、疫苗						
收入	73	714	512	248	279	314
增长率	na	874%	-28%	-52%	13%	12%
毛利率	67%	85%	87%	84%	84%	84%
甲流疫苗						
收入		650	309	11		
毛利率		87%	88%	87%		
季节性流感疫苗						
收入	73	64	76	92	106	121
增长率	na	-12%	19%	20%	15%	15%
毛利率	67%	67%	67%	67%	67%	67%
ACYW						
收入			127	145	160	176

	增长率		na	15%	10%	10%
	毛利率		97%	96%	96%	96%
乙肝疫苗（10ug/支）						
	收入				14	16
	增长率				30%	20%
	毛利率				65%	65%
疫苗业务净利润率	42%	82%	64.7%	54%	54%	54%
疫苗业务 EPS（元）	0.04	0.76	0.43	0.17	0.20	0.22
合计						
	收入	474	1220	1261	1216	1234
	同比增长	35%	157%	3%	-4%	2%
	毛利率	60.1%	76.0%	76.7%	71.4%	69.4%
	毛利	285	927	968	868	857
	EPS(元)	0.32	1.06	1.06	0.96	0.94

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 3：关停 5 个、3 个与不关停，血液制品盈利变化情况

	不关停预测	关停 3 个预测	关停 5 个预测
当年收入对应的投浆量（吨）			
2011	514	465	455
2012	678	485	404
2013	786	578	490
白蛋白收入预测（百万元）			
2011	445	411	404
2012	597	447	390
2013	665	497	428
净丙收入预测（百万元）			
2011	409	375	368
2012	551	403	347
2013	655	490	423
其他血液制品收入预测（百万元）			
2011	221	201	196
2012	336	251	218
2013	429	344	304
血液制品收入预测（百万元）			
2011	1076	987	968
2012	1484	1101	955
2013	1738	1331	1155
血液制品净利润率（%）			
2011	47.0	47.0	47.0
2012	45.2	44.8	44.4
2013	43.5	43.3	43.3
血液制品 EPS（元）			
2011	0.88	0.80	0.79
2012	1.16	0.86	0.74
2013	1.29	1.00	0.87
总体 EPS（元）---（其中疫苗业务 11-13 年 EPS 为 0.17、0.20、0.22 元）			

2011	1.05	0.97	0.96
2012	1.36	1.06	0.94
2013	1.51	1.22	1.09

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1079	1497	1906	2306	营业收入	1262	1216	1235	1469
应收款项	299	289	293	349	营业成本	294	348	378	475
存货净额	277	329	350	447	营业税金及附加	5	4	4	5
其他流动资产	72	70	71	84	销售费用	21	51	62	68
流动资产合计	1728	2184	2620	3186	管理费用	129	131	133	156
固定资产	740	830	901	963	财务费用	(6)	(13)	(20)	(25)
无形资产及其他	95	86	76	67	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(19)	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2576	3112	3610	4228	营业利润	800	679	663	775
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	19	10	10	10
应付款项	50	64	68	87	利润总额	819	689	673	785
其他流动负债	108	134	143	177	所得税费用	123	103	101	118
流动负债合计	158	198	211	263	少数股东损益	83	30	35	40
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	612	556	538	628
其他长期负债	12	12	12	12	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	12	12	12	12		2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	170	210	224	276	净利润	612	556	538	628
少数股东权益	237	264	295	330	资产减值准备	(9)	(7)	1	1
股东权益	2169	2638	3092	3622	折旧摊销	69	62	72	82
负债和股东权益总计	2576	3112	3610	4228	公允价值变动损失	19	15	15	15
关键财务与估值指标					财务费用	(6)	(13)	(20)	(25)
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(90)	(6)	(13)	(113)
每股收益	1.06	0.96	0.94	1.09	其它	79	34	30	35
每股红利	0.17	0.15	0.15	0.17	经营活动现金流	681	654	643	648
每股净资产	3.76	4.58	5.37	6.29	资本开支	(129)	(150)	(150)	(150)
ROIC	33%	24%	23%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	28%	21%	17%	17%	投资活动现金流	(129)	(150)	(150)	(150)
毛利率	77%	71%	69%	68%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	64%	56%	53%	52%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	70%	61%	59%	58%	支付股利、利息	(96)	(87)	(84)	(98)
收入增长	3%	-4%	2%	19%	其它融资现金流	14	0	0	0
净利润增长率	1%	-9%	-3%	17%	融资活动现金流	(177)	(87)	(84)	(98)
资产负债率	16%	15%	14%	14%	现金净变动	375	418	409	400
息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	704	1079	1497	1906
P/E	28.4	31.3	32.4	27.7	货币资金的期末余额	1079	1497	1906	2306
P/B	8.0	6.6	5.6	4.8	企业自由现金流	540	485	469	470
EV/EBITDA	19.9	23.7	24.1	20.9	权益自由现金流	555	496	486	491

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。