

华兰生物（002007）

推荐（维持）

负面预期大部释放，龙头企业质地不改

市场数据

报告日期	2011-8-15
收盘价(元)	26.13
总股本(百万股)	576.20
流通股本(百万股)	576.12
总市值(百万元)	15056.23
流通市值(百万元)	15054.02
净资产(百万元)	2214.12
总资产(百万元)	2635.96
每股净资产	3.84

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	122	200	321	424
同比增长(%)	31.5%	64.4%	60.2%	32.1%
净利润(百万元)	53	83	128	162
同比增长(%)	49.4%	57.7%	54.1%	26.1%
毛利率(%)	75.8%	74.4%	74.4%	72.6%
净利率(%)	43.3%	41.6%	40.0%	38.2%
净资产收益率(%)	29.3%	8.5%	11.6%	12.7%
每股收益(元)	0.53	0.83	1.28	1.62
每股经营现金流(元)	0.55	0.65	0.56	1.30

相关报告

《关停浆站事件对公司影响点评》2011-7-20

《拓浆源调结构,重拾增长新一年》2011-4-27

投资要点

事件:

近日，华兰生物发布 2011 年中报。2011 年 1-6 月公司实现营业收入 4.70 亿元，较上年同期下降 23.62%；实现净利润 2.66 亿元，较上年同期下降 36.08%；归属于上市公司股东的净利润 2.18 亿元，较上年同期下降 29.67%。按最新股本摊薄后每股收益 0.38 元。

点评:

公司的中期业绩基本符合我们的预期。

- **甲流时代渐行渐远，疫苗业务亮点频现：**此次公司营业收入大幅下降主要是由于去年甲型 H1N1 流感疫苗高基数所致，报告期内公司共确认甲流疫苗收入 1172 万元，较去年同期下降 95.16%，仍有 714 万剂甲流疫苗未确认收入。除去作为一次性收入的甲流疫苗业务，公司的疫苗业务在上半年二类疫苗行业整体不景气的大环境下取得了优异的表现，公司各类疫苗共实现销售收入 4,103 万元，同比增长 38.89%，基本完成了流感病毒裂解疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的生产计划。值得一提的是，报告期内公司的儿童剂型流感病毒裂解疫苗获批正式生产，由于目前国内市场上成人用流感疫苗与儿童型疫苗的比例约在 3:1，因此公司儿童型疫苗的上市将进一步助力公司疫苗业务在下半年获得更快的增速。

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110011

联系人：徐佳熹

021-38565685

xujiaxi@xyzq.com.cn

- **血液制品平稳增长，重庆分厂投产日近：**上半年，公司血液制品呈稳步增长态势，共实现营业收入 41,708.25 万元，较去年同期增长 21.52%。报告期内重庆子公司通过了 SFDA 核发生产文号前的文件审核及生产现场核查，目前生产出的血液制品已经检验合格并报国家药品审评中心，正在等待中心和 SFDA 审批生产文号。截至报告期末，重庆公司下属 7 家单采血浆站中有 6 家已正式采浆，石柱单采血浆站正在基建。我们认为，**根据目前公司的申报进度推测，重庆分厂有望在今年年底或明年年初投产**，预计明年上述 7 家浆站可以为公司贡献 200 吨左右的血浆，从而有效弥补公司今年 8 月 1 日起因贵州 5 家浆站关闭而减少的约 250 吨血浆产能。另一方面，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。因此，我们认为明年公司血液制品业务保持现有的盈利水平可能性仍然较大。
- **研发项目进展提速：**报告期内，公司的研发工作进一步提速。2011 年 5 月，公司全资子公司华兰生物工程有限公司在北京成立，以北京的地理优势、环境优势与人才引进的便利条件，组建新型疫苗研发团队，重点开发具有自主知识产权，市场潜力较大的新型治疗性疫苗制品。2011 年 6 月，公司组建了生物研发中心，该中心以疫苗研发中心、博士后科研工作站、省生物工程技术研发中心、省生物制品重点实验室为依托，积极开展如 EV71 病毒灭活疫苗、百白破-乙肝-Hib 联合疫苗、肺炎疫苗、通用流感疫苗等项目的研究，此外，公司与海外科研机构就新型疫苗及新型佐剂合作的谈判也在进行之中。我们认为，上述措施将为公司积累在疫苗领域的研发实力，为公司从血液制品龙头企业向生物制品龙头企业转型提供支持。
- **盈利预测：**我们小幅下调公司 2011-2013 年 EPS 至 1.11、1.09、1.32 元（其中 2011 年不含甲流疫苗收入 EPS 为 1.01 元）。我们认为，尽管公司受到了浆站关停的冲击，但公司本身仍是质地优良，管理水平突出的生物医药企业，未来在疫苗业务、新浆站设立等方面也存在一定看点，公司股价经过前期的大幅调整已具备一定吸引力，长期投资安全边际较高，维持公司的‘推荐’评级。

表 1、华兰生物分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	348	299	265	205	-22.6%	1220	1262	3.4%		去年甲流疫苗高基数 去年甲流疫苗毛利润率较高
营业成本	90	73	68	66	-3.8%	293	294	0.4%		
毛 利	257	226	196	139	-29.2%	928	968	4.3%		
销售费用	5	5	10	5	-43.9%	26	21	-17.3%		
管理费用	31	38	22	30	38.2%	102	129	26.2%		
财务费用	-3	-1	-2	-4	78.7%	-0	-6	3007.9%		
资产减值	11	7	-0	2	#####	28	19	-31.7%		
公允价值	0	0	0	0	##	0	0			
投资收益	0	0	0	1		0	0			
营业利润	211	175	163	103	-36.8%	769	800	4.0%		
利润总额	211	193	163	102	-37.3%	783	819	4.6%		
净 利 润	165	137	134	84	-37.2%	608	612	0.6%		
EPS	0.287	0.239	0.232	0.146	-37.2%	1.690	1.063	-37.1%		
销售费用率	1.5%	1.7%	3.6%	2.6%	-1.0%	2.1%	1.7%	-0.4%		
管理费用率	9.0%	12.6%	8.2%	14.6%	6.4%	8.4%	10.2%	1.8%		
财务费用率	-0.7%	-0.3%	-0.9%	-2.1%	-1.2%	0.0%	-0.5%	-0.5%		
所得税率	14.5%	16.8%	15.3%	17.0%	1.7%	3.9%	15.1%	11.1%		
毛 利 率	74.0%	75.7%	74.2%	67.9%	-6.3%	76.0%	76.7%	0.7%		
净利润率	47.6%	46.0%	50.5%	41.0%	-9.5%	49.9%	48.5%	-1.3%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1728	2279	2881	3770
货币资金	1079	1642	2288	3025
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	174	228	204	254
其他应收款	3	5	4	5
存货	277	292	287	340
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	3151	3835	4721
流动负债	158	192	160	181
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	62	58	69
其他	108	129	102	111
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	192	160	181
股本	576	576	576	576
资本公积	291	291	291	291
未分配利润	1165	1568	2135	2822
少数股东权益	237	323	408	511
股东权益合计	2406	2959	3675	4540
负债及权益合计	2576	3151	3835	4721

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	612	640	630	763
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	-20	-29	-40
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	83	87	85	103
营运资金的变动	104	-54	-14	131
经营活动产生现金流量	677	790	782	772
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	29	40
现金净变动	476	562	647	737
现金的期初余额	704	1079	1642	2288
现金的期末余额	1180	1642	2288	3025

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1262	1376	1310	1579
营业成本	294	352	330	393
营业税金及附加	5	4	4	5
销售费用	21	41	39	47
管理费用	129	151	135	166
财务费用	-6	-20	-29	-40
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	833	820	997
营业外收入	22	25	25	25
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	819	854	842	1018
所得税	123	128	126	153
净利润	695	726	716	866
少数股东损益	83	87	85	103
归属母公司净利润	612	640	630	763
EPS (元)	1.06	1.11	1.09	1.32

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.4%	9.1%	-4.8%	20.5%
营业利润增长率	4.0%	4.1%	-1.5%	21.5%
净利润增长率	0.6%	4.5%	-1.5%	21.0%
盈利能力(%)				
毛利率	76.7%	74.4%	74.8%	75.1%
净利率	48.5%	46.5%	48.1%	48.3%
ROE	28.2%	24.3%	19.3%	18.9%

偿债能力(%)

资产负债率	6.6%	6.1%	4.2%	3.8%
流动比率	10.95	11.86	18.00	20.87
速动比率	9.06	10.23	16.07	18.87

营运能力(次)

资产周转率	0.55	0.48	0.37	0.37
应收帐款周转率	6.13	6.67	6.05	6.88

每股资料(元)

每股收益	1.06	1.11	1.09	1.32
每股经营现金	1.06	1.37	1.36	1.34
每股净资产	3.76	4.57	5.67	6.99

估值比率(倍)

PE	24.59	23.54	23.89	19.74
PB	6.94	5.71	4.61	3.74

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.xyjq.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

定期报告点评

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。