

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 24.6 元

当前股价: 22.31 元

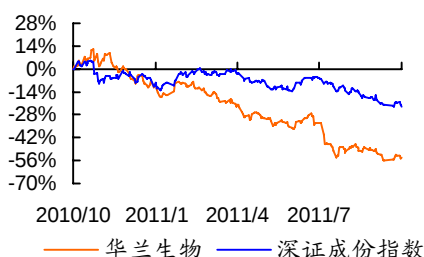
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	9796.23
总股本(百万)	576
流通股本(百万)	576
流通市值(亿)	129
EPS (TTM)	0.90
每股净资产(元)	4.18
资产负债率	6.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华兰生物	-10.87	-33.50	-42.56
深证成份指数	-8.27	-20.96	-23.19



相关报告

《华兰生物-流感二车间通过新版 GMP 认证, 疫苗出口征程开始启动》2011-10-12

《华兰生物-长期血液制品龙头地位不变, 疫苗稳定增长》2011-8-15

《华兰生物-贵州 5 浆站将关, 小制品将成为发展重点, 产品价格有望上涨》2011-7-24

华兰生物

002007

推荐

血浆的资源垄断型优势长期存在, 发展的道路较为曲折

2011 年 1-9 月, 公司实现净利 3.08 亿, 同比减少 35.09%, EPS0.535 元, 基本符合我们的预期(0.5 元)。公司预计 2011 年全年净利同比下降 20-40%, 3.67-4.9 亿, EPS0.64-0.85 元。

投资要点:

■ **受 10 年甲流影响, 疫苗业务同比大幅下降; 血液制品业务基本持平, 整体收入、利润出现较大幅度下降:** 11 年 1-9 月实现收入 7.38 亿, 同比降 23.3%; 利润总额 2.66 亿, 同比降 36.08%; 净利 3.08 亿, 同比降 35.09%, EPS0.535 元。

血液制品基本持平, 疫苗大幅下滑: 分析母公司报表和合并报表我们预计 1-9 月血液制品收入约 5.8 亿, 同比基本持平, 预计随着血液制品行情看涨, 公司销售节奏可能有所放缓; 预计 1-9 月疫苗收入约 1.5 亿, 同比大幅减少 60%。

■ **公司血浆的资源垄断优势长期存在, 静待重庆投产和河南新建:** 血浆资源稀缺属性非常明显, 公司仍然拥有 13 个浆站, 静待重庆血浆投产和河南新开浆站, 垄断优势长存, 发展道路曲折。

■ **血液制品产品紧缺, 短期涨价趋势不变:** 受贵州浆站关停影响, 产品价格出现上涨趋势, 预计紧缺情况有望延续明年一整年。

■ **疫苗未来将保持稳定增长, 疫苗出口将是一个新的突破;** 疫苗公司通过新版 GMP 认证后, 有望申请 WHO 预认证, 实现疫苗出口。未来新产品的对外合作研发道路也有望进一步拓宽。

■ **公司在血液制品方面长期具有资源垄断优势, 疫苗业务有望稳定增长, 静待疫苗出口的突破。** 受贵州浆站关停的影响, 近 2 年将是公司业绩低点, 发展道路较为曲折, 我们下调盈利预测 11-13 年 EPS 为 0.78/0.8/0.98 元, 对应 PE 为 28/27/23 倍, 维持推荐评级。

■ **风险提示:** 重庆公司投产时间具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1262	1062	1021	1235
同比(%)	3%	-16%	-4%	21%
归属母公司净利润(百万元)	612	458	463	563
同比(%)	1%	-25%	1%	22%
毛利率(%)	76.7%	75.0%	75.1%	74.4%
ROE(%)	28.2%	18.6%	15.9%	16.2%
每股收益(元)	1.06	0.79	0.80	0.98
P/E	20.99	28.09	27.75	22.82
P/B	5.93	5.24	4.41	3.69
EV/EBITDA	14	19	18	15

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 华兰生物的季度盈利性数据

财务指标(万)	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	3Q 环比	3Q 同比
营业总收入	78635	36792	24720	34760	29890	26490	20494	26860	31.1%	-22.7%
营业成本	13661	6187	6916	9037	7270	6847	6587	7469	13.4%	-17.4%
营业费用	1446	139	937	530	519	958	538	3232	501.2%	509.9%
管理费用	5143	2143	3826	3136	3766	2165	2992	5165	72.6%	64.7%
财务费用	61	-130	-125	-255	-98	-247	-441	-678	53.9%	165.7%
营业利润	55224	28397	12999	21089	17498	16317	10312	10973	6.4%	-48.0%
利润总额	55159	28399	13154	21050	19264	16324	10238	10966	7.1%	-47.9%
所得税	185	3917	2122	3057	3244	2499	1743	1665	-4.5%	-45.5%
归属于母公司 净利润	41841.7	20677.1	10287	16528.8	13743	13377.28	8400	9052	7.8%	-45.2%
EPS	0.73	0.36	0.18	0.29	0.24	0.23	0.15	0.16	6.7%	-44.2%
毛利率	82.6%	83.2%	72.0%	74.0%	75.7%	74.2%	67.9%	72.2%	4.3%	-1.8%
营业费用率	1.8%	0.4%	3.8%	1.5%	1.7%	3.6%	2.6%	12.0%	9.4%	10.5%
管理费用率	6.5%	5.8%	15.5%	9.0%	12.6%	8.2%	14.6%	19.2%	4.6%	10.2%
营业利润率	70.2%	77.2%	52.6%	60.7%	58.5%	61.6%	50.3%	40.9%	-9.5%	-19.8%
实际所得税率	0.3%	13.8%	16.1%	14.5%	16.8%	15.3%	17.0%	15.2%	-1.8%	0.7%

资料来源: 华兰生物历年报表、中投证券研究所 * EPS 按最新股本摊薄

表 2: 华兰生物浆站一览表

序号	浆站名称	所在地	获得批文时间
1	华兰生物(独山)单采血浆有限公司	贵州独山	2008 年以前
2	华兰生物(龙里)单采血浆有限公司	贵州龙里	2008 年以前(2011 年 8 月关停)
3	华兰生物(罗甸)单采血浆有限公司	贵州罗甸	2008 年以前(2011 年 8 月关停)
4	华兰生物(惠水)单采血浆有限公司	贵州惠水	2008 年以前(2011 年 8 月关停)
5	华兰生物(瓮安)单采血浆有限公司	贵州瓮安	2008 年以前(2011 年 8 月关停)
6	华兰生物(长顺)单采血浆有限公司	贵州长顺	2008 年以前(2011 年 8 月关停)
7	都安华兰单采血浆有限公司	广西都安	2008 年以前
8	陆川华兰单采血浆有限公司	广西陆川	2008 年以前
9	贺州华兰单采血浆有限公司	广西贺州	2008 年以前
10	华兰生物博白单采血浆有限公司	广西博白	2010 年
11	华兰生物(武隆)单采血浆有限公司	重庆武隆	2008 年 9 月
12	华兰生物开县单采血浆有限公司	重庆开县	2010 年 1 月
13	华兰生物忠县单采血浆有限公司	重庆忠县	2010 年 3 月
14	华兰生物潼南单采血浆有限公司	重庆潼南	2010 年 12 月
15	华兰生物巫溪单采血浆有限公司	重庆巫溪	2011 年 3 月
16	华兰生物中柱单采血浆有限公司	重庆中柱	在建
17	华兰生物彭水单采血浆有限公司	重庆彭水	2011 年 5 月
18	华兰生物(封丘)单采血浆有限公司	河南封丘	2010 年 10 月

资料来源: 华兰生物公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1728	1911	2434	3079	营业收入	1262	1062	1021	1235
现金	1079	1323	1869	2385	营业成本	294	266	254	317
应收账款	174	159	153	185	营业税金及附加	5	4	4	5
其它应收款	3	2	2	3	营业费用	21	32	23	28
预付账款	72	65	63	78	管理费用	129	159	122	148
存货	277	266	254	317	财务费用	-6	-3	-4	-5
其他	123	96	92	111	资产减值损失	19	19	25	25
非流动资产	848	944	920	890	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	788	787	769	营业利润	800	585	595	717
无形资产	95	109	109	109	营业外收入	22	0	0	0
其他	56	47	24	12	营业外支出	4	10	10	10
资产总计	2576	2856	3354	3969	利润总额	819	575	585	707
流动负债	158	134	135	149	所得税	123	86	88	106
短期借款	0	0	0	0	净利润	695	488	497	601
应付账款	50	45	43	54	少数股东损益	83	31	34	38
其他	108	89	92	95	归属母公司净利润	612	458	463	563
非流动负债	12	0	0	0	EBITDA	863	647	666	792
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.06	0.79	0.80	0.98
其他	12	0	0	0					
负债合计	170	134	135	149	主要财务比率				
少数股东权益	237	267	302	340	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	576	576	576	576	成长能力				
资本公积	291	291	291	291	营业收入	3.4%	-15.8%	-3.9%	21.0%
留存收益	1302	1586	2050	2613	营业利润	4.0%	-26.9%	1.8%	20.5%
归属母公司股东权益	2169	2454	2917	3481	归属于母公司净利润	0.6%	-25.3%	1.2%	21.6%
负债和股东权益	2576	2856	3354	3969	获利能力				
					毛利率	76.7%	75.0%	75.1%	74.4%
					净利率	48.5%	43.1%	45.4%	45.6%
					ROE	28.2%	18.6%	15.9%	16.2%
					ROIC	60.8%	41.6%	43.8%	49.6%
					偿债能力				
					资产负债率	6.6%	4.7%	4.0%	3.8%
					净负债比率				
					流动比率	10.95	14.24	18.05	20.66
					速动比率	9.06	12.26	16.16	18.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.39	0.33	0.34
					应收账款周转率	6	6	7	7
					应付账款周转率	5.54	5.60	5.75	6.52
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.06	0.79	0.80	0.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.98	1.03	0.97
					每股净资产(最新摊薄)	3.76	4.26	5.06	6.04
					估值比率				
					P/E	20.99	28.09	27.75	22.82
					P/B	5.93	5.24	4.41	3.69
					EV/EBITDA	14	19	18	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434