

分析师： 刘元瑞 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邹朋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

华兰生物：从低谷仰望星空

事件描述

受贵州省关停浆站影响，血液制品行业又一次被推到了峰尖浪口，成为市场关注的焦点。那么我国血液制品行业的现状到底是怎样的？未来行业发展的趋势会如何？近期我们调研了华兰生物，了解了经历贵州浆站关停后公司的经营情况和血液制品行业现状。

首先，我们先来了解一下目前市场对于血液制品行业的一些主要观点：

观点一、贵州省政府关停浆站有可能会对其他省市造成示范效应，不排除其他省市也会效仿贵州省关停浆站，这样会对行业造成重大利空。

观点二、未了缓解供应紧张的局面，国家会加大进口，并有可能放开静丙的进口，这样对行业也会构成利空。

观点三、贵州省政府关停浆站以后使得全国总投浆量下降了 20%左右，这会使得本来就短缺的血液制品在供应上雪上加霜，这会提升血液制品的涨价预期，这样对行业会构成利好。

通过与公司领导交流，分析舆论导向，总结行业数据，我们也梳理出了自己的观点，如下：

1. 血液制品行业短期受到贵州省关停浆站的影响，但此次事件也引起了一定的舆论压力，市场上血液制品供应会更加紧张，我们认为短期内其他省市效仿贵州省关停浆站的可能性较小。
2. 国内血液制品紧缺的局面单靠进口无法解决根本问题，除了人血白蛋白，国内其他血液制品的价格对海外厂商也没有太大吸引力，未来血液制品的稀缺性仍将维持，行业长期向好，值得投资。
3. 目前国内血液制品行业还是资源导向型的，浆站资源仍然是血液制品企业的核心竞争力，浆站资源丰富的企业在成长和行业整合中都将占得先机，最有希望发展成为行业龙头。

目前国内浆站资源最多的 3 家血液制品企业分别为：中生集团，中国生物制品，华兰生物。中生集团和中国生物制品的规模都是通过控股子公司的方式来扩大规模，而华兰生物虽然在贵州被关停了 5 家浆站，但是若算上重庆子公司的浆站，其规模在国内市场仍居前列，其浆站扩张的能力在业内最强，在河南省的血浆资源也有较大的潜力可挖。遵循我们对于行业发展的逻辑，我们认为华兰生物未来仍将是国内血液制品市场的龙头企业，经过关停浆站引起的大跌后，其长期投资价值已经显现。

事件评论

贵州关停浆站对行业产生较大影响

贵州省卫生厅于 2011 年 7 月 15 日发布了“贵州省采供血机构设置规划（2011—2014 年）”。规划中指出未来贵州省将仅在开阳、普定、独山和黄平等 4 个县设置单采血浆站。这也意味着若规划开始执行，贵州省单采血浆站数量将由原来的 20 个减少为 4 个，国内多个血液制品公司在贵州设有浆站，这也意味着该规划将对国内血液制品行业产生较大影响。

贵州省单采血浆站的采浆量占全国比重较大，若规划执行关闭 16 个浆站，将造成全国血液制品行业投浆量的下滑。我们假设一个浆站平均采浆为 40 吨，关闭 16 个浆站将会使得投浆量减少 640 吨，约占 2010 年全国投浆量的约 20% 左右（数据为估算，可能与实际情况有所偏差）。

表 1：在贵州设有浆站的企业

公司名称	“规划”前在贵州的浆站	“规划”后在贵州的浆站
华兰生物	罗甸、独山、龙里、惠水、瓮安、长顺	独山
贵州黔峰	黄平、镇远、普定、丹寨、三穗、威宁、纳雍	黄平
上海生物制品所	息烽、开阳、普安、望谟、晴隆	开阳
河南中泰	施秉	—
汕头卫伦	紫云	紫云

资料来源：长江证券研究部

贵州省此次关停浆站也引起了媒体的广泛关注，央视中央二台就曾在 8 月 20-22 日内两次报道此次事件。从报告内容来看，舆论较为担心浆站大规模关闭之后可能会引起的血液制品市场紧缺，卫生部以及国内专家也不倾向于在未发生疾病传染的情况下大规模关闭浆站。根据舆论导向，我们认为短期内其他省市效仿贵州省关闭浆站的可能性较小，行业短期系统性风险经过此次事件后已经释放。

血液制品供需依然紧张

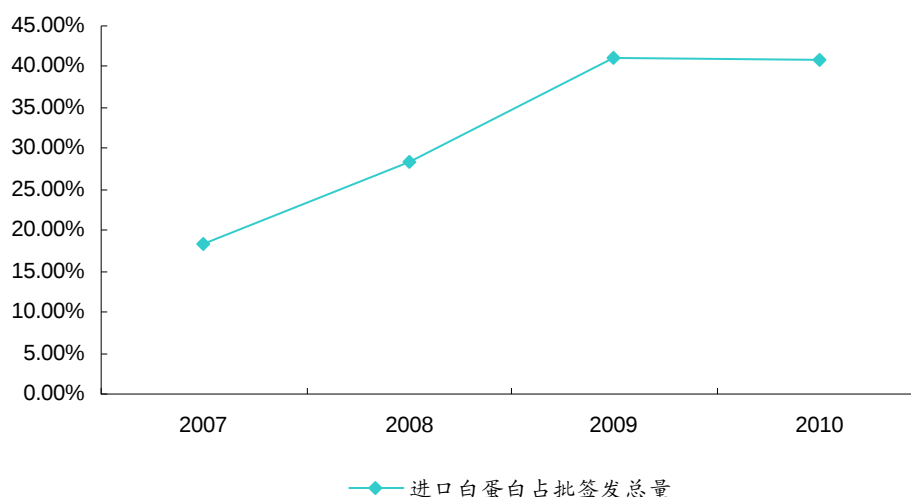
目前我国血液制品的供需情况仍然较为严重，除了人血白蛋白依靠进口缓解了供需紧张的情况，静丙和凝血 VIII 因子的供需状况依然紧张，其中社会影响最为突出的是凝血 VIII 因子的短缺。此次西安爆炸事件之后，由于市面流通的血液制品无法满足临床救治需求，国家也是从华兰生物紧急调配了一批产品过去，流通环节的产品紧缺可见一斑。

我国目前大概有血友病病人约 10 万人，按照国外预防治疗的标准，这些病人需要每周注射一支凝血 VIII 因子，这样血友病病人可以像正常人一样学习和工作，不会对家庭和社会造成负担，这样仅血友病病人这一块凝血 VIII 因子的理论需求就在 540 万剂（200IU/剂），而我国去年国产凝血 VIII 因子的批签发数量仅在 25 万剂，供需缺口矛盾巨大。虽然现在国外体外重组的凝血因子能够进口，但是价格较贵每支需要 1,300 元左右，在医保中仅限血友病病人严重出血时使用，无法满足病人日常预防的需要。因此在现行医保政策下，我国凝血 VIII 因子的供给只能依靠自给自足，才能解决血友病病人的需求，供需形势依旧严峻。

人血白蛋白的进口比例近几年一直呈现上升的趋势，在 2010 年进口人血白蛋白的批签发数量已经占到总批签发量的 40% 以上。按照 WHO 的建议，为了避免传播可能潜在存在的疾病，各国的血液制品最好是自给自足，如此高的进口比例增加了安全风险。并且血液制品作为必需药品，进口比例也不可能无限制的扩大。

除了人血白蛋白能够进口，静丙和血源性的凝血因子一直没有放开进口，并且海外静丙和凝血因子的市场价格较国内价格高出很多，海外企业出口中国的动力也会不足。

图 1：进口产品占人血白蛋白批签发总量比例



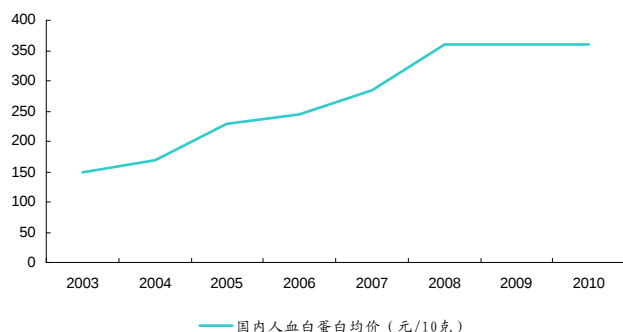
资料来源：中检所，长江证券研究部

贵州事件进一步加剧血液制品短缺，血液制品涨价预期提升

贵州省关停浆站于今年 8 月 1 日开始正式执行，按照血浆 3 个月左右的检测窗口期以及血液制品 2 个月左右的批签发周期，到现在这个时点，贵州浆站关停对于血液制品供应的影响已经开始逐步显现。接下来的几个月，市场上血液制品的供应将会更加紧张。市场供应紧张的情况将会倒逼国家对于血液制品的定价政策，提升血液制品的涨价预期。

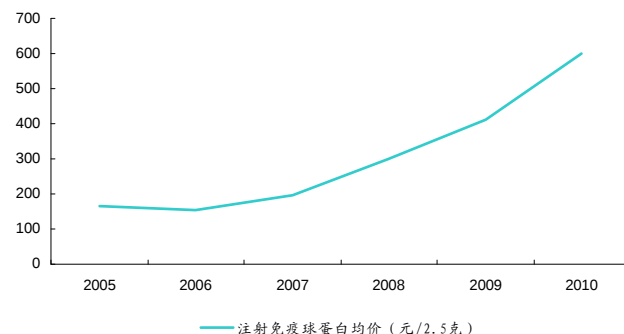
目前血液制品出厂价已经比较接近最高零售限价。人血白蛋白国家规定的最高零售限价为 360 元/10g，很多厂家的出厂价已经接近 300 元/10g；静丙目前全国物价局备案的最高零售限价为 600 元/2.5g，很多厂家的出厂价已经接近 550 元/2.5g。目前静丙的最高零售价格仅是在各地物价部门备案，其进入医保后发改委尚未制定最高零售限价，未来发改委提高最高零售限价可能性很大。

图 2：人血白蛋白（10g）价格变化情况



资料来源：长江证券研究部

图 3：静脉注射人免疫球蛋白（2.5g）价格变化情况



资料来源：长江证券研究部

血液制品行业具备投资价值，资源扩张能力强的企业是首选

就目前的供需形势来看，我们认为血液制品行业供需矛盾依然突出，行业增长空间较大，具备长期投资的价值。该行业最重要的基础就是浆站，浆站资源的多少和扩张浆站的能力直接决定了企业的发展速度。虽然经历了贵州事件后，行业投浆受到了较大的影响，但是我们也应该看到近两年行业中新的浆站也在陆续获批，其中华兰生物获批浆站为 4 个，为行业内扩张速度最快，这也体现了公司资源扩张的能力。

表 2：近两年来国内主要企业新开浆站情况

浆站所在地	所属公司	批准时间
河南封丘	华兰生物	2009.7
重庆潼南	华兰生物	2010.3
重庆彭水	华兰生物	2010.3
重庆巫溪	华兰生物	2010.3
海南琼中	上海莱士	2009.11
海南白沙	上海莱士	2009.11
海南保亭	上海莱士	2009.11
山东宁阳	中国生物制品（CBPO）	2010.5
山东沂水	中国生物制品（CBPO）	2010.5

资料来源：长江证券研究部

华兰生物虽然在此次贵州事件中受影响较大，但是其拥有的浆站数量仍居全国前列，其重庆分公司共有 7 个浆站，由于在等待 GMP 认证，尚未向公司贡献产能。重庆分公司有望在明年投产，其储存的血浆也将投入使用，这样可以缓冲贵州浆站关停带来的影响。并且重庆公司浆站中新浆站较多，未来增长潜力较大，在经历一个低谷后，新浆站投浆量的成长也有望为公司带来低基数上的高成长。

表 3：华兰生物最新浆站情况

浆站名称	公司持股比例	所处位置	投入使用时间
博白华兰单采血浆有限公司	100%	广西省博白县	2010 年
都安华兰单采血浆有限公司	100%	广西省都安县	2008 年以前
贺州华兰单采血浆有限公司	100%	广西省贺州市	2008 年以前
陆川华兰单采血浆有限公司	100%	广西省陆川县	2008 年以前
华兰生物(独山)单采血浆有限公司	100%	贵州省独山县	2008 年以前
华兰生物(封丘)单采血浆有限公司	100%	河南省封丘县	2010 年
华兰生物开县单采血浆有限公司	100%	重庆市开县	2010 年
华兰生物武隆县单采血浆有限公司	100%	重庆市武隆县	2008 年
华兰生物忠县单采血浆有限公司	100%	重庆市忠县	2010 年
华兰生物潼南县单采血浆有限公司	100%	重庆市潼南县	2010 年 12 月
巫溪新设浆站	100%	重庆市巫溪县	2011 年 3 月

彭水新设浆站	100%	重庆市彭水县	2011 年 5 月
华兰生物巴南区单采血浆有限公司	100%	重庆市巴南区	在建中

资料来源：公司公告，长江证券研究部

就我们调研了解的情况来看，公司河南封丘浆站的增长势头良好。封丘浆站于 2010 年 10 月中旬投入使用，仅仅经过一年的时间，该浆站今年投浆量有望达到 20 吨左右的水平。目前浆站有注册献浆员 1.1 万人，与之前公司在贵州最大的浆站惠水浆站人员数量相当，未来投浆量仍会保持迅速增长。河南省作为人口大省，具有丰富的血浆资源，虽然之前经历了非法采浆带来疾病传播的痛楚导致血浆采集完全停止，但目前封丘浆站的规范运营已经在省内树立了良好的典范，未来公司在河南省内血浆资源的拓展上也是值得期待的。

公司产品品种齐全，具有规模优势

血浆中各种组分的含量是一定的，从血浆中提取产品的组分越多，单位血浆创造的收益就越大，因此产品数量越多，吨浆收益越大。从表 4 中，我们可以看到，华兰生物的产品品种数量在国内血液制品企业最多的，并且民营企业的治理结构也具有一定的优势，在上市的血液制品公司中华兰生物血液制品业务的毛利水平一直是最高的，约在 70% 左右。

目前国内血液制品市场主要还是以人血白蛋白和静丙为主，凝血 VIII 因子仅有华兰生物、上海莱士和安徽绿十字能够生产，其他血液制品厂商的血浆资源并未得到充分利用。并且公司最近已经开始采用新的凝血 VIII 因子生产工艺，能够将凝血 VIII 因子的吨浆产量提升近 50%，这也能够进一步提高公司的吨浆盈利水平。

表 4：国内主要血液制品生产厂家产品列表（华兰生物产品线最为齐全）

产品类别	具体产品	华兰生物	上海莱士	天坛生物	四川蜀阳	中国生物制品 (CBPO)
白蛋白类	人血白蛋白	☆	☆	☆	☆	☆
	人免疫球蛋白	☆		☆	☆	☆
免疫球蛋白类	静脉注射人免疫球蛋白	☆	☆	☆	☆	☆
	人乙肝免疫球蛋白	☆		☆	☆	☆
	人破伤风免疫球蛋白	☆		☆	☆	☆
	人狂犬病免疫球蛋白	☆			☆	☆
	组织胺人免疫球蛋白			☆	☆	
凝血因子类	人凝血因子 VIII	☆	☆	☆		
	外用冻干人凝血酶	☆	☆			☆
	人纤维蛋白原	☆	☆	☆		
	外科用冻干人纤维蛋白胶	☆	☆			
	人凝血酶原复合物	☆	☆	☆		

资料来源：公司网站，长江证券研究部

公司疫苗业务稳步发展，积极申请 WHO 认证

公司流感疫苗车间于今年 10 月顺利通过了国家新版 GMP 的认证,这也是国内疫苗企业中首个通过新版 GMP 的,这体现了公司在疫苗研发生产上的能力。在通过新版 GMP 认证之后,公司也正式向 WHO 提交了季节性流感疫苗的预认证申请,走在了国内疫苗企业的前列,若未来能够进入全球疫苗供应体系,公司疫苗业务将会取得更大的发展。

公司小儿流感疫苗于今年上市,将成为今年疫苗业务新的增长点。成人流感疫苗,流脑 ACYW135 四价流脑疫苗和汉逊酵母乙肝疫苗均正常批签发,今年疫苗业务将稳定增长。此外,公司在疫苗研发上也是积极投入,目前公司流脑 AC 多糖结合疫苗已经完成临床,并有望于明年拿到生产批件。流脑 AC 多糖疫苗、狂犬病疫苗、手足口病疫苗也在研发过程之中,产品梯队已经初步成型,疫苗业务将会持续发展。

虽处低谷,未来星光依旧灿烂,给予“推荐”评级

我们预计华兰生物 2011-2012 年 EPS 分别为 0.78 元和 1.00 元。虽然公司投浆量受贵州事件影响较大,但如果重庆公司能够尽快通过 GMP 认证投入使用,将会缓解此次冲击带来的影响。同时血液制品短缺使得产品涨价预期提升,公司也有望受益。疫苗业务若 WHO 预认证顺利,公司未来有望进入全球疫苗供应体系,也将为公司提供新的增长点。

虽然贵州关停浆站事件对于公司血浆资源的影响较大,但是若考虑重庆分公司,公司仍然是国内血液制品龙头企业,未来公司新浆站的拓展也是值得期待的,血液制品行业资源为王,我们给予公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1262	960	1132	1324	货币资金	1079	1781	2360	3047
营业成本	294	243	275	321	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	968	717	857	1002	应收账款	177	133	157	184
% 营业收入	76.7%	74.7%	75.7%	75.7%	存货	277	197	223	260
营业税金及附加	5	3	4	5	预付账款	72	60	68	79
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	21	53	45	53	流动资产合计	1728	2219	2864	3637
% 营业收入	1.7%	5.5%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	129	125	113	119	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.2%	13.0%	10.0%	9.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-6	-5	-7	-10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	固定资产合计	750	724	705	684
资产减值损失	19	0	0	0	无形资产	95	91	86	82
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	11	0	0	0
营业利润	800	541	701	835	其他非流动资产	-7	-7	-7	-7
% 营业收入	63.4%	56.4%	62.0%	63.1%	资产总计	2576	3027	3648	4395
营业外收支	19	15	15	15	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	819	556	716	850	应付款项	50	42	47	55
% 营业收入	64.9%	57.9%	63.3%	64.2%	预收账款	14	11	11	15
所得税费用	123	84	107	128	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	695	472	609	723	应交税费	20	14	18	21
归属于母公司所有者					其他流动负债	73	69	71	81
的净利润	612.4	450.2	576.8	680.2	流动负债合计	158	136	148	173
少数股东损益	83	22	32	43	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.06	0.78	1.00	1.18	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	12	12	12	12
经营活动现金流净额	610	736	623	731	负债合计	170	148	161	185
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2169	2619	3196	3876
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	237	259	291	334
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2406	2878	3487	4210
固定资产投资	-150	-40	-51	-53	负债及股东权益	2576	3027	3648	4395
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-150	-40	-51	-53		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.063	0.781	1.001	1.181
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.76	4.55	5.55	6.73
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	47.59	64.74	50.53	42.84
筹资成本	96	5	7	10	PEG	13.35	18.16	14.17	12.02
其他	-180	0	0	0	PB	13.44	11.13	9.12	7.52
筹资活动现金流净额	-84	5	7	10	EV/EBITDA	32.52	45.14	34.82	28.87
现金净流量	376	702	579	688	ROE	28.2%	17.2%	18.0%	17.5%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。