

生物制品 II

华兰生物 (002007.SZ) / 24.00 元

甲流收入确认提升 2012 年业绩

事项

公司收到国家工业和信息化部消费品工业司收储的714万剂甲型H1N1流感疫苗部分货款7855.13万元，公司曾经在2010年度对该批疫苗做过存货跌价准备。

主要观点

1.甲流收入确认和存货跌价转回有望提升2012年的业绩。公司2011年实际未得到确认的甲流数目为714万剂，如果按照当时最初的收储价格计算对应的收入应为1.5亿左右，此次仅确认其中部分收入，不排除后续会继续得到确认的可能，而且由于2010年公司曾对该批疫苗做过存货跌价准备，预计有望得到部分转回，将提升公司业绩，预计可以提升业绩0.12元左右。

2.重庆公司报批进展顺利，预计二季度实现销售概率大。我们预计重庆公司有望于今年2月-3月份通过GMP论证并且实现生产。目前重庆公司有7个浆站，测算2011年重庆公司的存浆量超过100吨，今年重庆公司的采浆量有望达到150-200吨，而且河南封丘浆站的采浆量稳步增长，这样2012年基本可以平滑2011年贵州浆站关停事件对于公司2012年采浆量的影响。

3.国家政策利好初现端倪，公司借机多渠道拓展浆站资源。由于受贵州事件影响，国家部分小制品一度出现供需紧张的局面，因为卫生部发布了《关于单采血浆站管理有关事项的通知》：

- 一是《通知》提及适当扩大现有单采血浆站的采浆区域，提高单采血浆采集量，我们分析认为由于公司的武隆浆站处于三个县的交界处，而且由于封丘浆站地处平原扩采浆区域之后发展献浆员相对容易，目前相关材料已经报批，未来扩大采浆区域之后有望大幅提升这两个浆站的采浆量。
- 二是《通知》提到各地在设置审批单采血浆站时，要向研发能力强、血浆综合利用率高的血液制品生产企业倾斜，明显利好公司申请新的浆站资源。
- 三是公司加大重庆及其他区域浆站的献浆的宣传力度，一方面将贵州部分优秀浆站站长调到重庆经营新浆站，希望利用他们在贵州的经营经验快速提升重庆公司采浆量。二鉴于公司考核压力，公司所有浆站都加大宣传力度，深入乡镇做宣传并且努力解决献浆员的交通问题，借此提升献浆员的积极性，希望最大限度提升重庆公司的采浆量。我们分析认为重庆具有较好的献浆历史，预计在公司积极的宣传效应下，采浆量有望实现较快上升。

4. 血制品供应稍显紧张，血制品进入行业发展的上升期。我们分析认为血制品是一个跟随国家政策具有一定波动的行业，此次贵州关停省内16个浆站，国

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

联系人：胡朝凤

Tel: 010-59370816

Email: huchaofeng@hczq.com

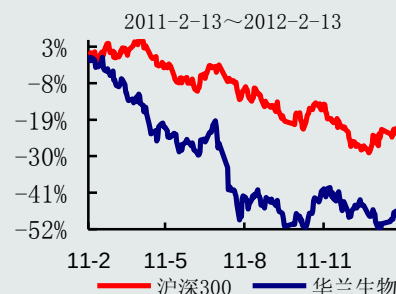
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	57620
流通 A 股/B 股(万股)	57612/0
资产负债率(%)	7.69
每股净资产(元)	4.00
市盈率(倍)	44.86
市净率(倍)	6.00
12 个月内最高/最低价	47.7/20.21

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《重庆公司获批生产在即，公司业绩拐点即将来临》 2011-11-22
- 《血制品产品结构调整渐显优势，疫苗新产品值得期待》 2011-03-29
- 《业绩低于预期不影响公司长期投资价值》 2011-01-29
- 《新浆站采浆量超出预期，疫苗发展势头强劲》 2011-01-13

内投浆量下降达到20-25%，对血制品供应影响较大，前期凝血VIII因子等小制品显现供应紧张苗头，我们预计行业的景气度将逐步提升。

之前在进口白蛋白冲击下，行业内白蛋白出厂价价格有所回落到300元/10g左右，静丙基本维持在500元/2.5g左右，和国家的最高零售价360/10g、600元/2.5g还有一定的差距。历史上在血制品景气度较高的时候，经销商出于配货的需求也能够接受血制品企业提高出厂价，降低自己的利润提高，所以预计今年出厂价的提升有望提升公司的业绩。

5.投资建议：推荐（维持）。假设2012年公司白蛋白静丙的出厂价为330元/10g、520元/2.5g，2013年出厂价上调为350元/10g、540元/2.5g，鉴于公司甲流收入得到确认以及对于提高出厂价的预期，我们上调2012、2013年盈利预测，公司2011-2013年EPS 0.71/1.16元/1.43元，对应PE为35X/21X/17X。我们分析认为目前血制品行业随着贵州关停省内浆站之后，行业逐步步入上升通道；公司经营稳健布局长远，未来公司借助利好政策和在河南、重庆的独家优势开发新的浆站，不排除浆站获批进度上有超预期的可能，且2011年由于甲流业绩基数低降低公司业绩基数，为明后年的持续稳定增长奠定基础，维持“推荐”评级。

6.风险提示：

- （1）重庆公司 GMP 论证进展低于预期。
- （2）出厂价的提升低于预期。

图表 1 华兰生物甲流收入确认情况

甲流历年甲流收入确认情况	2009	2010	2011	2012
确认收入数目（万剂）	2946.52	1509.78	54	714（2011 年未确认的数目）
已确认的收入（亿元）	640.56	308.73	11.72	78.55

资料来源：公司公告、华创证券研究所、注：2012 年公司实际未确认收入甲流数量为 714 万剂对应的收入约为 1.5 亿元，此次只确认 0.79 亿元。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1728	3008	2589	3322
现金	1079	2456	2003	2727
应收账款	174	145	179	166
其它应收款	3	18	8	9
预付账款	72	134	113	106
存货	277	199	222	233
其他	123	55	63	80
非流动资产	848	789	742	693
长期投资	0	0	0	0
固定资产	697	636	577	521
无形资产	95	89	88	84
其他	56	64	77	89
资产总计	2576	3797	3331	4015
流动负债	158	1145	156	159
短期借款	0	1000	0	0
应付账款	50	49	52	50
其他	108	96	104	109
非流动负债	12	-4	-7	-11
长期借款	0	-12	-16	-21
其他	12	7	9	9
负债合计	170	1140	149	148
少数股东权益	237	257	287	317
股本	576	576	576	576
资本公积金	291	291	291	291
留存收益	1302	1533	2028	2683
归属母公司股东权益	2169	2401	2895	3551
负债和股东权益	2576	3797	3331	4015

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	610	567	708	877
净利润	695	432	697	858
折旧摊销	69	64	64	64
财务费用	-6	-18	-24	-32
投资损失	0	0	-10	-3
营运资金变动	-172	83	-22	-7
其它	23	6	2	-4
投资活动现金流	-150	-16	-8	-7
资本支出	150	12	12	12
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-4	4	5
筹资活动现金流	-84	826	-1153	-146
短期借款	0	1000	-1000	0
长期借款	0	-12	-4	-5
普通股增加	216	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-300	-162	-149	-141
现金净增加额	375	1377	-453	724

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1262	954	1365	1635
营业成本	294	238	329	404
营业税金及附加	5	17	11	16
营业费用	21	63	68	38
管理费用	129	131	164	196
财务费用	-6	-18	-24	-32
资产减值损失	19	10	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	10	3
营业利润	800	513	820	1010
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	819	513	820	1010
所得税	123	81	123	151
净利润	695	432	697	858
少数股东损益	83	20	30	30
归属母公司净利润	612	412	667	828
EBITDA	863	559	861	1042
EPS（元）	1.02	0.71	1.16	1.44

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	3.4%	-24.4%	43.1%	19.8%
营业利润	4.0%	-35.9%	59.9%	23.1%
归属母公司净利润	0.6%	-32.7%	62.0%	24.2%
获利能力				
毛利率	76.7%	75.0%	75.9%	75.3%
净利率	48.5%	43.2%	48.9%	50.7%
ROE	28.2%	17.2%	23.0%	23.3%
ROIC	50.8%	35.3%	58.7%	74.6%
偿债能力				
资产负债率	6.6%	30.0%	4.5%	3.7%
净负债比率	0.00%	86.69%	-10.44%	-14.01%
流动比率	10.95	2.63	16.59	20.83
速动比率	9.19	2.45	15.16	19.37
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.30	0.38	0.45
应收账款周转率	6	6	8	9
应付账款周转率	5.54	4.83	6.57	7.95
每股指标(元)				
每股收益	1.06	0.71	1.16	1.44
每股经营现金	1.06	0.98	1.23	1.52
每股净资产	3.76	4.17	5.02	6.16
估值比率				
P/E	23.27	34.59	21.36	17.20
P/B	6.57	5.94	4.92	4.01
EV/EBITDA	16	24	16	13

医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

医药组其他分析师介绍：

胡朝凤：理学博士，毕业于武汉大学，2010 年加入华创证券。主要负责生物制药、医疗服务研究。

兰兰：医学硕士毕业于首都医科大学，曾就职于赛诺菲-安万特、拜耳医药保健有限公司，行业经验丰富，负责化学原料药、化学制剂及医药流通子行业。

平晓川：北京协和医学院医学博士，北京安贞医院心血管抢救与介入治疗工作经验 2 年。2011 年进入华创证券研究所任医药行业研究员，负责中药、医疗器械。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558