



华兰生物（002007）

维持“推荐”评级

公司深度 研究报告

2012-2-13

华兰生物：星光依旧灿烂

报告要点

■ 血液制品紧缺倒逼政策，行业景气度提升

贵州关停浆站使得全国投浆量下降接近 20%，这使得本已供应紧缺的血液制品市场雪上加霜。供应的紧缺提升了血液制品的涨价预期，也会促使全国浆站的开设加速，品种齐全的华兰生物将最为受益。

■ 政策支持拓展浆源，公司血制品业务有望加速成长

卫生部明确提出要在“十二五”期间增设浆站，同时适当扩大现有浆站的采浆区域，争取“十二五”期间全国血液制品产量翻番，河南省生物产业振兴规划也明确提出要支持华兰生物的发展。我们认为公司未来在河南和重庆增设浆站是大概率事件，同时重庆分公司投浆量仍有较大增长潜力。

■ 疫苗业务有望在国内企业中率先进军国际市场

2011 年 10 月公司流感疫苗车间通过新版 GMP 认证，这是国内第一个通过新版 GMP 认证的疫苗车间，随即公司正式向 WHO 提交了预认证申请，若一切顺利预计年内能够通过 WHO 的预认证，届时海外市场将能够为公司提供更广阔的发展空间。

■ 预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.75 元和 0.95 元，维持“推荐”评级

不考虑甲流疫苗收入确认，我们预计华兰生物 2011-2012 年 EPS 分别为 0.75 元和 0.95 元。我们预计甲流疫苗收入确认能够增厚公司 EPS 0.12 元，在一季度确认是大概率事件。如果重庆分公司能够尽快通过 GMP 认证投入使用，将会缓解贵州事件带来的影响。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，维持对公司的“推荐”评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1262	932	1066	1249
增长率（%）	3%	-26%	14%	17%
归属母公司所有者净利润（百万元）	612.4	430.4	546.0	669.9
增长率（%）	1%	-30%	27%	23%
每股收益（元）	1.063	0.747	0.948	1.163
净资产收益率（%）	28.2%	16.6%	17.4%	17.6%

当前股价：24.00
医疗保健行业评级 看好

公司基本数据 2012. 2. 13

总股本(万股)	57620
流通 A 股/B 股(万股)	57612/0
资产负债率	6.60%
每股净资产（元）	4.18
市盈率（当前）	22.58
市净率（当前）	5.75
12 个月内最高/最低价	47.70/20.21

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

上海莱士	10A	11E	12E
PE	35.40	30.60	26.00
PB	7.97	6.32	5.09
EV/EBITDA	27.28	22.08	18.00

相关研究

《华兰生物：从低谷仰望星空》
2011-11-20
《常规疫苗和血液制品小产品成为增长亮点》
2011-03-29
《透过国外看国内-血液制品行业研究》
2011-01-06

分析师：

刘元瑞
(8621)68751065
zoupeng@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490510120022
联系人：
邹朋
(8621)68751065
zoupeng@cjsc.com.cn



正文目录

公司是积极进取的民营企业	4
公司是管理层控股的民营企业	4
公司发展历程是积极进取的 20 年	4
脚踏实地，为未来机遇做好充分准备	5
产品短缺提升血液制品行业景气度	6
我国血液制品总体上仍处于紧缺状态	6
贵州浆站关停使得供需失衡雪上加霜	7
巧妇难为无米之炊，增设浆站是唯一出路	8
供应紧缺提升血液制品的涨价预期	9
品种齐全和浆源拓展能力是公司核心竞争力	10
公司是国内血液制品品种数量最多的企业	10
公司具有很强的资源拓展能力	11
重庆和河南两地是增长引擎，再造一个华兰不是梦！	12
疫苗业务虽是后期之秀，但成长迅速	13
不惧竞争，进军疫苗产业	13
甲流疫情促使疫苗业务实现跨越式发展	14
疫苗产品储备丰富，长期发展值得看好	14
国际市场将为疫苗业务提供更广阔的空间	15
盈利预测	17
核心假设	17
股价催化因素	18

图表目录

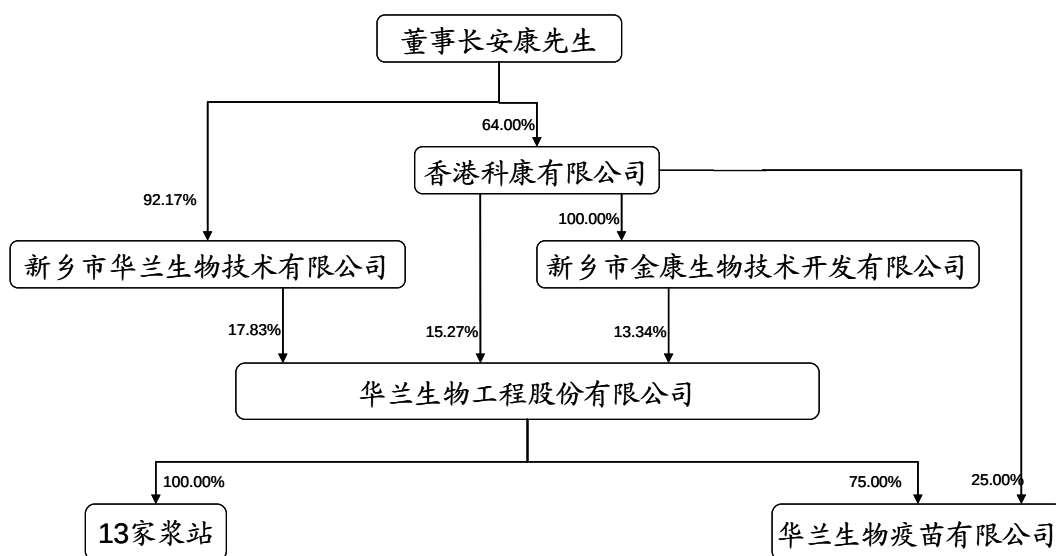
图 1: 华兰生物股权结构	4
图 2: 公司主营业务收入增长情况（单位：万元）	5
图 3: 公司发展历程中的重大事件	5
图 4: 进口产品占人血白蛋白批签发总量比例	6
图 5: 国内免疫球蛋白消费量较国外有较大差距	7
图 6: 我国血液制品行业投浆量变化情况	8
图 7: 国内人血白蛋白价格变化情况（单位：元）	9
图 8: 国内静丙价格变化情况（单位：元）	9
图 9: 公司常规疫苗收入增长情况（不包括甲流收入，单位：万元）	13
图 10: WHO 疫苗预认证流程	16
表 1: 在贵州设有浆站的企业	8
表 2: 国内主要血液制品生产厂家产品列表（华兰生物产品线最为齐全）	10
表 3: 华兰生物主要浆站情况	11
表 4: 华兰生物浆站所在区域人口情况	12
表 5: 华兰生物疫苗产业发展历程	13
表 6: 公司甲流疫苗订单情况	14
表 7: 公司甲流疫苗收入确认情况	14
表 8: 甲流疫情中，公司甲流疫苗订单情况	15
公司财务报表及指标预测	19

公司是积极进取的民营企业

公司是管理层控股的民营企业

公司目前总股本为 57,620.48 万股，董事长安康先生通过新乡市华兰生物技术有限公司和香港科康公司间接控制公司 46.44% 的股权，为公司实际控制人。公司下属子公司主要有华兰生物疫苗有限公司和其下属浆站，其中华兰生物占疫苗子公司股权为 75%，其余 25% 股权为香港科康公司所有，董事长安康先生也通过香港科康间接持有疫苗子公司股权。

图 1：华兰生物股权结构



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司发展历程是积极进取的 20 年

华兰生物成立于 1992 年，经历了 20 年的发展，从兰州所一个办事处发展成为了我国生物制品的龙头企业。在 90 年代，我国血液制品和疫苗制品市场基本由中生集团下属 6 大生物制品所及其外资企业所垄断，华兰生物作为一个民营企业能够在夹缝中生存并逐步发展壮大，体现了管理层积极进取、敢为人先的精神。

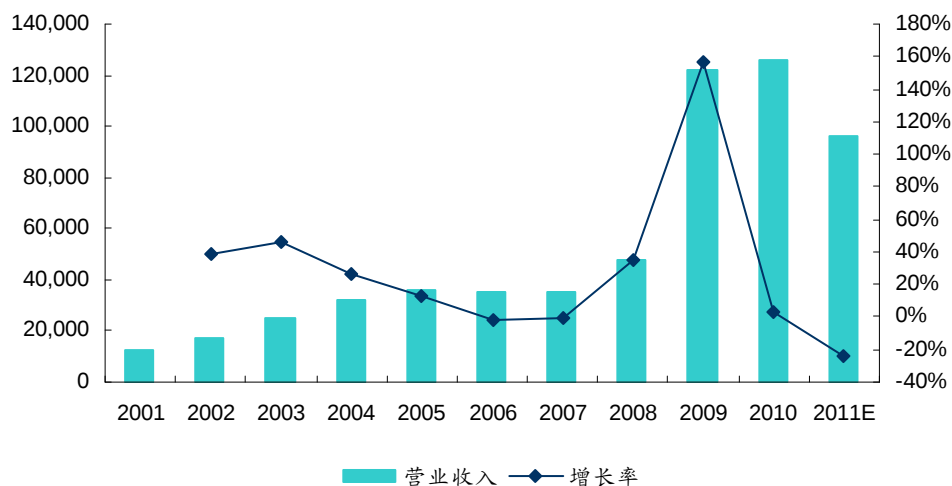
回顾近 20 年的发展历程，公司在发展经营上经历了几个关键转折点：

1. 公司在 1998 年成为首个通过 GMP 认证的血液制品企业
2. 在 2007 年进行的浆站改制中，公司抓住机遇积极参与到浆站的收购中，收购了贵州、广西共 10 家浆站，同时参与拍卖收购“重庆益拓生物制药有限公司”全部资产，此举一举奠定了公司在血液制品行业的龙头地位。
3. 在上市后进军疫苗业务，在 2009 年的甲流疫情中成为国家收储甲流疫苗最大的供应商。凭借这次机遇，公司疫苗业务实现了跨越式发展，成为国内二类疫苗的龙头企业之一，现在也是首个向 WHO 正式申请预认证的国内疫苗企业。

从以上发展历程上可以看出，公司适应性非常强，在面对机遇的时候，公司管理层能够牢牢抓住。卫生部明确提出“十二五”期间的血液制品倍增，我们有理由相信公司同样能够

抓在此次行业发展机遇，以高于行业平均水平的增速成长。同时，如果疫苗 WHO 预认证能够在国内率先通过，国际市场能够给公司提供更为广阔的成长空间。

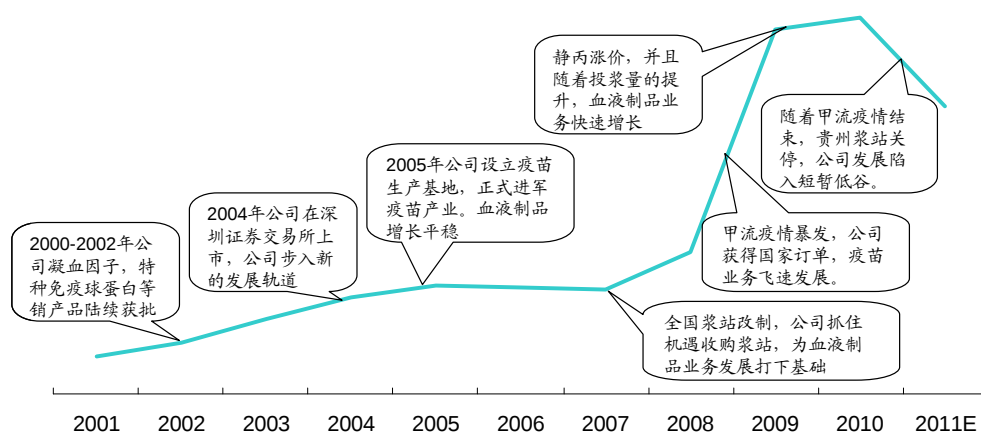
图 2：公司主营业务收入增长情况（单位：万元）



资料来源：公司年报，长江证券研究部

我们借用公司收入增长图形作为曲线，将公司发展历程上的主要事件按照时间坐标展示了出来。正如我们之前提到的，几次重大的发展机遇，管理层都很好的把握住了。

图 3：公司发展历程中的重大事件



资料来源：长江证券研究部

脚踏实地，为未来机遇做好充分准备

公司未来有**两大发展机遇**，第一是终端的供不应求将带来血液制品行业的二次繁荣；第二是国内疫苗体系通过了 WHO 的预认证，国内疫苗产品有望进军海外市场。公司也正在积极为之做好准备：

在血液制品方面，虽然公司 2011 年受到贵州浆站关停事件的影响，但是公司 2007 年



浆站改制的收购中打下了良好的基础，同时积极开设新浆站为血制品业务的发展打下良好的基础，**目前公司仍然是血液制品行业的龙头企业**。重庆分公司的投产将能够有效弥补贵州浆站关停带来的血浆缺口，同时公司在河南省内投浆量增长迅速。公司目前正在积极申请新的浆站，作为国内血制品企业中资源获取能力最强的企业之一，在未来公司将会以超过行业平均水平的速度成长。

在疫苗方面，公司在 2005 年设立疫苗基地正式进军疫苗产业，2008 年推出流感疫苗，在甲流疫情中，公司率先推出甲流疫苗获得大量国家订单，一举奠定了公司在疫苗行业的地位。目前公司流感疫苗车间在国内疫苗企业中第一个通过新版 GMP 的认证就是为了尽早申请 WHO 预认证，在疫苗出口的竞争中占得先机。

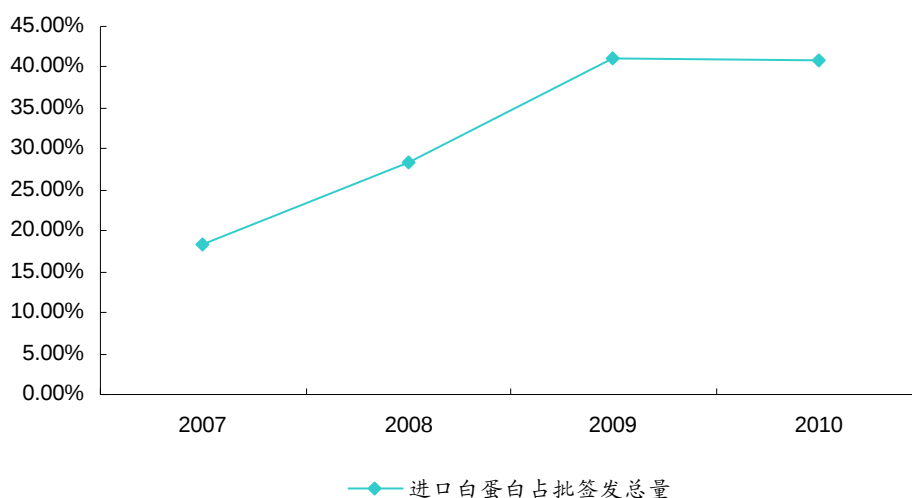
产品短缺提升血液制品行业景气度

我国血液制品总体上仍处于紧缺状态

我国第一例艾滋病患者就是在 80 年代接受过国外捐赠的凝血因子治疗的血友病患者，由于捐赠的凝血因子采用了 HIV 阳性的血浆生产，导致 HIV 病毒传播进入我国。自此以后我国对血液制品的进口进行了严格的管制。目前我国能进口的血液制品仅有人血白蛋白和体外重组的凝血 VIII 因子。单靠自给自足，国内的投浆量无法满足需求。卫生部预计全国投浆量要达到 8,000 吨才能够满足国内对于血液制品的基本需求，而 2011 年我国整体投浆量尚不足 4,000 吨，缺口仍然较大。

目前国内消费量最大的血液制品主要有三大类：人血白蛋白、静脉注射丙种免疫球蛋白和凝血因子。人血白蛋白由于能够从国外进口，供应相对比较充裕，但是我们也应该看到目前进口人血白蛋白比例已经超过 40%，进一步提升的空间已经非常有限。按照世界卫生组织倡导的原则，各个国家和地区血液制品应该本着自给自足的原则，以防止潜在病毒传播，因而我们认为单靠进口无法从根本上解决人血白蛋白的供应问题。

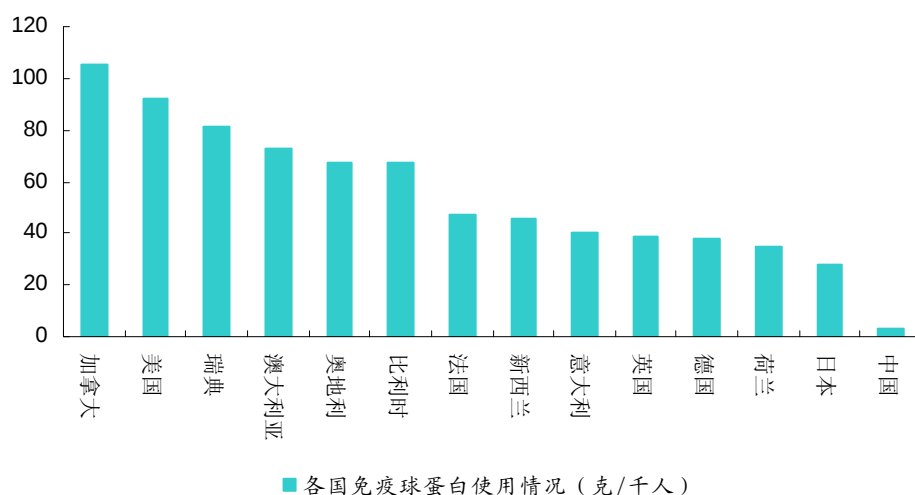
图 4：进口产品占人血白蛋白批签发总量比例



资料来源：中检所，长江证券研究部

静丙作为重要的抗感染和免疫调节剂，应用范围非常广泛。但由于产量的限制，目前国内临床使用范围较小，与国外发达国家相比，我国人均使用量明显偏低，市场处于严重供不应求的状态。

图 5：国内免疫球蛋白消费量较国外有较大差距



资料来源：MRB，长江证券研究部

社会影响最为突出的是凝血因子的短缺。目前，我国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，这样血友病病人才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，仅血友病病人凝血 VIII 因子的理论需求就在 540 万剂（200IU/剂）。而 2011 年，我国国产凝血 VIII 因子的批签发数量仅 25 万剂，供需缺口矛盾巨大。虽然国外体外重组的凝血因子能够进口，但是每支需要 1,300 元左右，价格昂贵，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，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。

我们认为基于安全考虑，开放其他血液制品进口的可能性非常小。即使开放进口，国外厂商出口静丙和凝血因子的动力也不足。这是因为从目前价格情况来看，人血白蛋白在海外的售价是低于国内，国内人血白蛋白最高零售限价为 360 元/10g，而海外售价仅为约 250 元/10g，国外企业有出口的动力；而静丙和凝血因子的海外售价远远高于国内，以静丙为例，目前国内最高零售限价为 600 元/2.5g，而国际售价折合成人民币在 1000 元/2.5g 以上，其出口的动力明显不足。因此解决国内血液制品紧缺的问题不能寄希望于国外，只能依靠内部解决。

贵州浆站关停使得供需失衡雪上加霜

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。规划开始执行后，贵州省单采血浆站数量将由原来的 20 个减少为 4 个。由于国内多个血液制品公司在贵州设有浆站，贵州浆站的关停也使国内整体投浆量出现较大幅度的下滑。



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：长江证券研究部整理

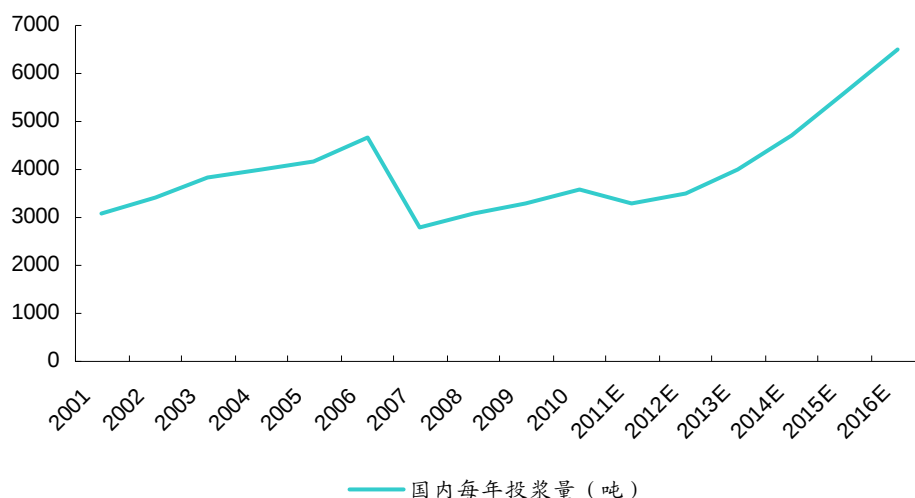
假设一个浆站平均采浆为 40 吨，关闭 16 个浆站将会使得投浆量减少 640 吨，约占 2010 年全国投浆量的 18% 左右（数据为估算，可能与实际情况有所偏差）。投浆量的大幅降低，将会使得血液制品供需失衡的局面更加紧张，这也会提升产品涨价的预期。

贵州事件中，华兰生物共计关停 5 个浆站，占公司 2011 年上半年采浆量比例约为 55%，公司采浆量受到了较大的影响。但随着重庆分公司投产在即，河南省内新开浆站投浆量增长迅速，贵州事件带来的投浆量损失将会逐步被弥补。

巧妇难为无米之炊，增设浆站是唯一出路

目前国内血液制品紧缺的根源就在于投浆量的短缺，从 2007 年的浆站改制开始，我国整体投浆量出现了较大幅度的下滑。随着采浆的规范化，浆站审批与设置恢复正常，投浆量从谷底开始缓慢回升，要想改变我国血液制品供不应求的局面只有增设浆站提升采浆量一条路可走。另外，我们认为贵州事件只是一个偶然事件不会改变国内浆站数量增长的趋势。

图 6: 我国血液制品行业投浆量变化情况



资料来源：长江证券研究部

在“十二五”期间，卫生部也将会积极推动浆站的开设，以提升国内总体投浆量，同时浆站资源将会重点向产品品种数量多，血浆利用率高的大型企业倾斜。在贵州关停浆站后，血液制品短缺引起的社会问题已经引起卫生部领导的高度重视，卫生部部长陈竺年前就在北京献浆，希望通过自己的行动引起社会对于献浆的重视，并提出国内总体投浆量在“十二五”期间倍增。

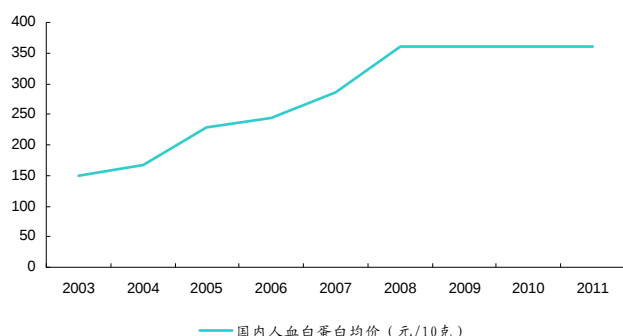
2012年1月20日，卫生部发布《关于单采血浆站管理有关事项的通知》就明确指出：指出要鼓励各地审批设置新的浆站，并适当扩大现有浆站的采浆区域，提升采浆量。特别是东部地区，应当支持符合条件的血液制品生产企业设置单采血浆站，争取在“十二五”时期内，实现辖区内单采血浆采浆量与血液制品需求量达到基本平衡的目标。我们认为在“十二五”期间卫生部会大力推动新浆站的建设，同时采浆区域的适当放宽，也会促进现有浆站的采浆量增长。

供应紧缺提升血液制品的涨价预期

目前人血白蛋白和静丙占血液制品市场总销售额的80%以上，价格的波动对于相关生产企业的经营业绩会产生较大的影响。人血白蛋白和静丙均已经进入最新国家医保目录，最高零售限价归属国家发改委统一制定。

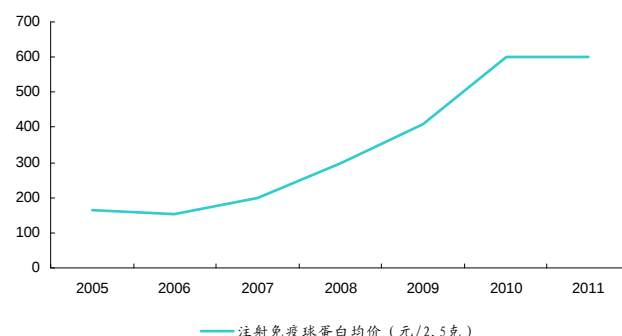
人血白蛋白由于能够进口，供需关系较为缓和，自2008年最高零售价上调为360元/10g后，最高零售限价一直没有变过。如果在进口量没有太大波动的情况下，预计未来价格会保持平稳。静丙最近一次涨价是在2010年，上海地区静丙价格在经过市物价局认可后，由原来的412元/2.5g上调为600元/2.5g，涨幅近50%，随后全国各地静丙在当地物价局备案后最高零售价也上涨至600元/2.5g。2009年，静丙进入全国医保，截至到目前为止发改委尚未对静丙进行统一定价。我们预计今年发改委将对静丙进行统一定价，鉴于目前供求关系紧张，最高限价上涨的可能性很大。

图 7：国内人血白蛋白价格变化情况（单位：元）



资料来源：长江证券研究部

图 8：国内静丙价格变化情况（单位：元）



资料来源：长江证券研究部

总体来看，经过贵州事件以后，国内投浆量受到了较大影响，血液制品短缺导致的社会问题已经引起了社会的广泛关注。在“十二五”期间，卫生部将会通过新设浆站，扩大采浆范围等手段来推动采浆量的提升，以达到血液制品“倍增”的目的。同时供需紧张的情况也提升了血液制品的涨价预期，未来血液制品行业景气度将会不断提升，有望出现量价齐升的景气局面。

品种齐全和浆源拓展能力是公司核心竞争力

总体而言，目前国内血液制品市场仍处于卖方市场，产品只要能够生产出来不愁销路，因此血浆资源的获取能力对于血液制品企业而言是确定市场份额和增长速度最为重要的因素，此外血浆综合利用率高的企业能够拥有更高的毛利率，也更易得到国家政策的支持。

公司是国内血液制品品种数量最多的企业

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 2 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，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 2：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

公司具有很强的资源拓展能力

目前血液制品市场是卖方市场，血浆资源的拓展能力直接决定了企业的成长速度，因此资源拓展能力是血液制品企业的核心竞争力。对于国内血液制品企业，2007 年的全国浆站改制是一个关键的时刻，因为那时收购的浆站数量直接决定了企业现在在行业中的地位。回顾华兰生物的发展历程，其在 2007 年收购的浆站的投入和决心体现了管理层的眼光，铸就了公司在血液制品行业中的龙头地位。

公司在 2006 年 3 月发布公告，将原计划投资年产 60 吨病毒灭活人全血清项目的 4,891 万元变更为收购单采浆站项目，在浆站改制中收购了近 10 家浆站。同时在 2007 年 4 月举行的“重庆益拓生物制药有限公司”拍卖会上，以 4,360 万元的最高应价竞拍到重庆益拓的全部资产，拍卖底价仅为 2,300 万元，溢价 2,060 万元。收购重庆益拓时，其在重庆仅有 2 家浆站，以 2,180 万元的均价收购 2 家浆站看似不合理，但是公司看中的是重庆地区发展血浆资源的潜力，目前公司将重庆分公司的生产放在当地，为当地贡献就业和税收，也获得了当地政府的支持，目前重庆共有 7 家浆站，较之前新开 5 家，后续还有新增浆站的可能，这一结果体现了管理层前瞻的眼光，目前重庆分公司将成为公司血液制品业务重要的增长点。

表 3：华兰生物主要浆站情况

单采血浆站名称	收购或建成日期	所在省份
陆川华兰生物单采血浆有限公司	07 年收购	广西
贺州华兰生物单采血浆有限公司		
博白华兰生物单采血浆有限公司		
都安华兰生物单采血浆有限公司		
华兰生物（封丘）单采血浆站有限公司	2009.7.27 获批新建 2010.10.13 获批采浆	河南
华兰生物武隆县单采血浆有限公司	2008.9.1 获批采浆	重庆
华兰生物忠县单采血浆有限公司	2010.3.9 获批采浆	
华兰生物开县单采血浆有限公司	2010.1.4 获批采浆	
华兰生物彭水单采血浆有限公司	2010.3.9 获批新建，2010.11.5 采浆	
华兰生物巫溪单采血浆有限公司	2010.3.9 获批新建，2010.11.3 采浆	
华兰生物潼南单采血浆有限公司	2010.3.9 获批新建，2010.10.12 采浆	
华兰生物石柱单采血浆有限公司	2010.3.9 获批新建，目前仍在建	
华兰生物(独山)单采血浆有限公司	2007 年收购，许可证已续期	贵州
华兰生物(龙里)单采血浆有限公司	2007 年收购 2011 年 8 月 1 日起停止采浆	
华兰生物(罗甸)单采血浆有限公司		
华兰生物(惠水)单采血浆有限公司		
华兰生物(瓮安)单采血浆有限公司		
华兰生物(长顺)单采血浆有限公司		

资料来源：长江证券研究部

重庆和河南两地是增长引擎，再造一个华兰不是梦！

前面我们已经提到，当年以高价收购重庆益拓体现了公司管理层前瞻的眼光，目前公司在重庆已经有 7 家浆站，6 个浆站已经开始采浆，采浆量处于上升期。2011 年 8 月 1 日公司在贵州的浆站有 5 家停止采浆，这 5 家浆站占公司 2011 年上半年总投浆量的 55%，平均下来每家浆站投浆量约在 40 吨左右。通过对比重庆 7 家浆站所在地区与贵州原有浆站所在行政区域的人口数量，我们发现重庆浆站区域的人口数量高于贵州浆站所在行政区域，至少从人口基数的角度来讲，重庆地区的采浆潜力高于贵州，若未来重庆地区的浆站全部达到满产状态 **即使我们按照一个浆站 40 吨来算，未来光重庆地区的投浆量就将接近 300 吨。**

表 4：华兰生物浆站所在区域人口情况

重庆地区	人口数量（万）	贵州、河南地区	人口数量（万）
武隆县	35.1	贵州独山县	34.7
忠县	75.1	贵州龙里县	21.6
开县	116.0	贵州罗甸县	33.5
彭水县	54.5	贵州惠水县	44.0
巫溪县	41.4	贵州瓮安县	45.1
潼南县	64.0	贵州长顺县	25.8
石柱县	41.5	河南封丘县	74.4

资料来源：长江证券研究部

华兰生物作为河南地区生物制品的龙头企业，得到了当地政府的大力支持。河南省生物产业调整振兴规划中也明确提出：“支持华兰生物拓宽血浆来源，开展战略合作，巩固血液制品优势地位。”作为人口大省，河南省的血浆资源一直没有得到有效的开发，症结就在于血浆经济时代爆发的艾滋村事件，经过浆站改制等严格的整顿后，疾病基本已经得到控制，目前单采浆站采用的都是一次性的采血器具，不存在传播疾病的可能，经过积极正面的宣传，献浆在老百姓心中的形象正得到改变。

就我们实际调研封丘浆站的情况来看，当地群众献浆的热情还是比较高的。封丘浆站于 2010 年 10 月开始正式采浆，2011 年全年的投浆量预计能够达到 20 吨。目前浆站注册的献浆员约 1.1 万人，与公司在贵州最大的惠水浆站人数相当，惠水浆站最高采浆量能够达到 80 吨，可见河南省的血浆潜力非常之大！

为保障河南省及全国血液制品的供应，张琴等人大代表建议：调整我省《采供血机构设置规划》，为华兰生物设置 10 家单采血浆站，分批建设，严格监管，让更多患者不再因血液制品紧缺而耽误救治。**如果河南省能够为华兰生物新设 10 家浆站，按每个浆站年均 40 吨浆来算，400 吨的投浆量无疑再造一个华兰！**

疫苗业务虽是后期之秀，但成长迅速

不惧竞争，进军疫苗产业

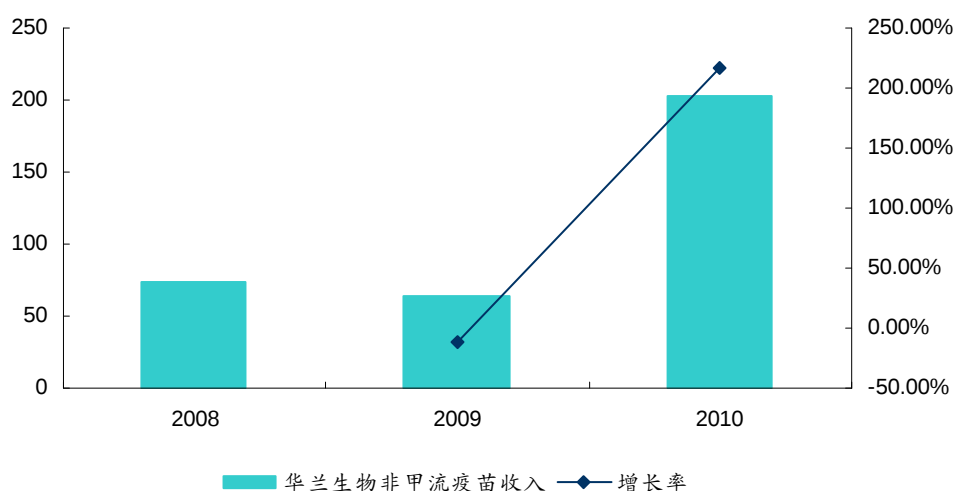
公司在 2004 年上市之后即开始筹备进军疫苗产业，以二类疫苗市场为主。虽然疫苗市场的竞争非常激烈，但经过脚踏实地的发展，公司已经成为国内疫苗的领军企业之一。在 2009 年甲流来袭的时候，公司果断抓住了机遇，在国内率先推出甲流疫苗，并获得了最多的国内订单，使得公司疫苗业务实现了跨越式的发展。目前公司在全国的疫苗销售队伍已经超过 100 人，优秀的营销网络也使得公司疫苗业务得以持续成长。

表 5：华兰生物疫苗产业发展历程

时间	事件	影响
2005 年	华兰生物投资建立国内先进的疫苗生产基地	公司正式进军疫苗产业
2008.4.15	获得流感疫苗批件	第一个疫苗产品成功上市
2009.7.14	获得流脑 ACYW135 多糖疫苗批件	第二个疫苗大品种上市
2009.9.5	获得甲流疫苗批件	抓住机遇，获得大量国家订单，疫苗业务实现跨越式发展
2010.6.23	获得乙肝疫苗批件	进军国内一类疫苗市场
2011	儿童流感疫苗投入市场	巩固公司在国内流感疫苗市场的领军地位
2011	流感疫苗车间在国内率先通过新版 GMP 认证	国内第一家通过新版 GMP 的疫苗企业，并能够正式向 WHO 提交疫苗预认证申请

资料来源：长江证券研究部

图 9：公司常规疫苗收入增长情况（不包括甲流收入，单位：万元）



资料来源：长江证券研究部

甲流疫情促使疫苗业务实现跨越式发展

2009 年 4 月，甲流开始在全球范围内蔓延。5 月，中国发现第一例甲流感染患者。6 月，公司取得甲流毒株，随即展开了甲流疫苗的研发工作。仅用了 3 个月的时间，公司甲流疫苗就完成了从研发到通过审评在内的一系列程序，开始向中国药品生物制品检定所送产品进行批签发。在如此短的时间内完成新产品的开发，体现了管理层的果断和执行力。

在甲流疫情中，公司共计获得工信部甲流疫苗订单 5,225.047 万剂，是国内甲流订单数量最多的公司，其中共计确认收入 4,511.3 万剂，尚有约 714 万剂未确认收入。**由于甲流疫苗是国家收储，我们认为剩下甲流疫苗收入在一季度确认是大概率事件。**公司全部甲流疫苗订单金额超过了 10 个亿，不仅给公司带来了巨额收入，更加使得公司在疫苗行业知名度显著提升，使公司疫苗业务实现了跨越式的发展。

表 6：公司甲流疫苗订单情况

时间	事件
2009-9-5	获得甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗批件
2009-9-5	获得 400 万剂订单
2009-10-9	获得 300 万剂订单
2009-10-27	获得 1121 万剂订单
2009-11-26	获得 2179 万剂订单
2010-1-14	获得 1225.047 万剂订单

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 7：公司甲流疫苗收入确认情况

2009 年确认数量	2010 年确认数量	2011 年确认数量	尚未确认数量	总计
2,946.52 万剂	1,509.78 万剂	55 万剂	713.747 万剂	5225.047 万剂

资料来源：公司公告，长江证券研究部

疫苗产品储备丰富，长期发展值得看好

目前公司已经上市的疫苗共计 4 个品种，分别是成人流感疫苗、儿童流感疫苗、流脑 ACYW135 四价多糖疫苗、乙肝疫苗。不考虑甲流因素，目前公司非甲流疫苗的收入已经突破 2 亿元，后续还将会流脑 AC 多糖集合疫苗、破伤风疫苗等产品上市，手足口病疫苗即将进入临床。

除了加强研发以外，公司还在积极打造疫苗营销队伍，目前全国营销队伍规模已经超过 100 人。2011 年，公司期间费用较上年有显著的上升，也是由于打造销售队伍，同时承担学术会议进行学术推广的原因。经过公司的高投入，结合儿童流感疫苗和乙肝疫苗带来的增量，我们认为明年疫苗业务将有望实现加速成长。

表 8: 甲流疫情中，公司甲流疫苗订单情况

已经上市疫苗	
疫苗种类	市场情况
成人流感疫苗	生产厂家较多，但经过甲流疫情后，华兰生物流感疫苗品牌知名度较高，市场份额位于前列，流感疫苗接种率较低，整体市场仍处于增长期。
儿童流感疫苗	公司儿童疫苗于 2011 年上市，销售情况良好，能够给疫苗业务带来新的增量
流脑 ACYW135 四价多糖疫苗	目前有北京绿竹、浙江天元、华兰生物和成都康华等 4 甲企业生产，对流脑 AC 群二价疫苗有替代作用
乙肝疫苗（汉逊酵母）	乙肝疫苗市场较为成熟，竞争激烈，但市场总量较大。公司汉逊酵母乙肝疫苗免疫原性优于竞争对手，作为新产品也将为公司业绩提供增量。
储备品种	
疫苗种类	研发进度
吸附破伤风疫苗	完成临床试验
流脑 AC 多糖结合疫苗	完成临床试验，有望于 2012 年上市
冻干人用狂犬病疫苗	III 期临床
乙型肝炎纯化疫苗（Vero 细胞）	申请临床试验
手足口病疫苗	申请临床试验

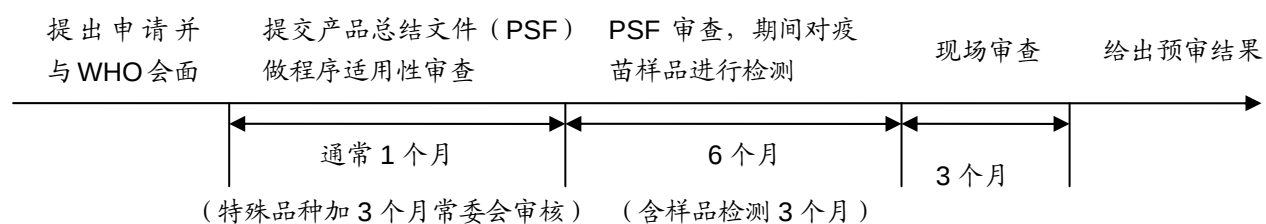
资料来源：长江证券研究部

国际市场将为疫苗业务提供更广阔的空间

2011 年 10 月公司流感车间通过国内新版 GMP 认证，公司也成为国内疫苗企业中第一家通过新版 GMP 认证的企业。公司积极申请 GMP 认证的主要目的在于向 WHO 提出预认证的申请。2011 年 3 月 1 日，国家食品药品监督管理局疫苗监管体系顺利通过了世界卫生组织（WHO）评估，这也意味着我国疫苗企业有资格向 WHO 提出认证申请，若 WHO 认证能够通过我国国产疫苗将来有望参与到国际疫苗供应体系中去。

目前公司的流感疫苗项目已经正式向 WHO 提出了预认证的申请，若申请能够通过公司也将成为我国第一家向规范化的国际市场提供疫苗产品的公司，国际市场也将为公司的疫苗业务发展提供更广阔的空间。如图 10 所示，WHO 预认证的申请如果一切顺利共需要 1 年左右的时间，公司目前已经进入提交产品总结文件（PSF）的阶段，如果顺利年内有望通过 WHO 预认证。

图 10: WHO 疫苗预认证流程



资料来源：长江证券研究部整理

盈利预测

核心假设

1. 重庆分公司能够在上半年顺利投产，现有浆站采浆量平稳增长
2. 2011-2013 公司总体投浆量分别为 400 吨、440 吨、500 吨
3. 主要产品价格和毛利率保持稳定

基于以上两点，不考虑甲流疫苗收入确认，我们对公司 2011-2013 年的销售预测如下：

	2010A	2011E	2012E	2013E
甲流疫苗	30,872.68	1172.13	0.00	0.00
增长率		-96.20%	0.00%	0.00%
毛利率	87.75%	87.75%	87.75%	87.75%
乙肝疫苗	0.00	1000.00	3000.00	4500.00
增长率			200.00%	50.00%
毛利率		85.00%	85.00%	85.00%
成人流感疫苗	13000.00	13650.00	15697.50	17738.18
增长率		5.00%	15.00%	13.00%
毛利率	85.71%	85.00%	86.00%	85.00%
儿童流感疫苗	0.00	3000.00	4200.00	5460.00
增长率			40.00%	30.00%
毛利率	85.71%	85.00%	86.00%	85.00%
ACYW135 四价流脑疫苗	7299.45	8394.37	10073.24	12087.89
增长率		15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	85.71%	85.00%	86.00%	85.00%
流脑 AC 多糖结合疫苗	0.00	0.00	1000.00	2000.00
增长率				100.00%
毛利率	85.71%	85.00%	86.00%	85.00%
非甲流疫苗总计	20299.45	26044.37	33970.74	41786.06
增长率		28.30%	30.43%	23.01%
毛利率	85.71%	85.00%	86.00%	85.00%
人血白蛋白	30,150.36	26532.32	29185.55	32979.67
增长率		-12.00%	10.00%	13.00%
毛利率	68.27%	68.00%	68.00%	68.00%
免疫球蛋白	27,425.71	24134.62	26548.09	30530.30
增长率		-12.00%	10.00%	15.00%
毛利率	71.69%	73.00%	73.00%	75.00%
其他小制品收入	17,413.69	15324.05	16856.45	19553.48
增长率		-12.00%	10.00%	16.00%
毛利率	69.17%	72.00%	73.00%	75.00%

血液制品总计	74989.76	65990.99	72590.09	83063.45
增长率		-12.00%	10.00%	14.43%
毛利率	69.73%	70.76%	70.99%	72.22%
总计	126161.89	93207.49	106560.83	124849.52
增长率		-26.12%	14.33%	17.16%
综合毛利率	76.69%	74.95%	75.77%	76.50%

根据上述假设，我们预计华兰生物 2011-2013 年 EPS 分别为 0.75 元、0.95 元和 1.16 元（不考虑甲流疫苗收入确认，预计甲流疫苗收入确认能够为公司新增 EPS 0.12 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，维持对公司的“推荐”评级。

股价催化因素

1. 剩余甲流疫苗收入确认
2. 公司在河南和重庆等地获得新批浆站
3. 发改委上调血液制品产品价格
4. 公司重庆分公司通过 GMP 认证投入使用
5. 公司疫苗新产品获批，WHO 预认证的进展

公司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	932	1066	1249	货币资金	1079	1780	2339	3021
营业成本	294	233	258	293	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	968	699	807	955	应收账款	177	130	148	174
% 营业收入	76.7%	75.0%	75.8%	76.5%	存货	277	189	209	237
营业税金及附加	5	3	4	5	预付账款	72	58	64	72
% 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	44	41	流动资产合计	1728	2203	2813	3567
% 营业收入	1.7%	5.7%	4.1%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	129	125	104	109	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.2%	13.4%	9.8%	8.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-6	-7	-10	-13	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.5%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	固定资产合计	750	724	704	682
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	524	666	814	其他非流动资产	-7	-7	-7	-7
% 营业收入	63.4%	56.3%	62.5%	65.2%	资产总计	2576	3010	3596	4324
营业外收支	19	17	15	20	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	819	541	681	834	应付款项	50	40	44	50
% 营业收入	64.9%	58.1%	63.9%	66.8%	预收账款	14	10	11	14
所得税费用	123	82	102	125	应付职工薪酬	1	1	1	1
净利润	695	460	579	709	应交税费	20	14	17	21
归属于母公司所有者					其他流动负债	73	67	66	72
的净利润	612.4	430.4	546.0	669.9	流动负债合计	158	132	139	158
少数股东损益	83	29	33	39	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.06	0.75	0.95	1.16	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	733	599	721	负债合计	170	144	152	171
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2169	2600	3146	3815
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	266	298	338
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2406	2865	3444	4153
固定资产投资	-150	-39	-51	-52	负债及股东权益	2576	3010	3596	4324
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-150	-39	-51	-52		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.063	0.747	0.948	1.163
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.76	4.51	5.46	6.62
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	23.31	33.16	26.14	21.31
筹资成本	96	7	10	13	PEG	7.68	10.92	8.61	7.02
其他	-180	0	0	0	PB	6.58	5.49	4.54	3.74
筹资活动现金流净额	-84	7	10	13	EV/EBITDA	15.29	21.28	16.33	12.80
现金净流量	376	701	559	682	ROE	28.2%	16.6%	17.4%	17.6%

资料来源：长江证券研究所

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，从事医药行业研究

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。