

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

华兰生物（002007）

重大事件快评

谨慎推荐

（维持评级）

2012 年 02 月 15 日

甲流疫苗剩余货款有望在 12 年全部确认

证券分析师：贺平鸽

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

联系人：刘勍

0755-82133400

liuqing2@guosen.com.cn

事项：

华兰生物公告，收到甲流疫苗部分货款 7855.13 万元。

国信观点：

截至公告发布前，公司剩余没有确认的甲流疫苗合计 714 万支，总价值应在 1.5 亿左右，净利润近 1 亿元，可增厚母公司 EPS0.13 元左右。按照公司此次公告确认收到的货款 7855 万元，估计仍有一半货款没有收到，但今年公司收到剩余甲流疫苗货款的确定性较大，只是具体时间难定。前期我们在华兰生物研究报告《重庆子公司有望成为血液制品后起之秀-111223》中已提示公司可能在 12 年一季度收到甲流货款，并对公司 12 年收到和未收到甲流疫苗货款的情形做了盈利预测。此次公告后，正式将公司的 11-13 年盈利修订为收到甲流疫苗货款后的数值，即 0.81/0.96/1.14 元（未收到甲流疫苗货款情况下的原预测为 0.81/0.88/1.08 元，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

评论：

■ 公司甲流疫苗货款有望在 12 年全部获得支付，调整业绩预测

事件背景。公司在甲流疫情期期间率先研发出甲流疫苗，并在 09-10 年合计获得工信部收储 5225 万支，在所有收储企业中排第一。但因为疫情过去，截至公告发布前仍有 714 万支甲流疫苗货物一直存放在公司仓库中，没有获得国家财政支付。由于这 714 万支甲流疫苗已经过期，公司在 10 年计提了存货跌价准备。

2012 年有望确认剩余全部甲流疫苗收入。虽然此次公告只是收到部分甲流疫苗货款，但我们认为随着国家提出“疫苗供应体系建设规划”，12 年全部的 714 万支疫苗收入有望获得支付，对公司业绩产生积极影响。因甲流疫苗为华兰生物持股 75% 的子公司确认收入，结合 09 和 10 年甲流疫苗的利润情况，我们预计 714 万支甲流疫苗贡献收入约 1.5 亿，净利润约 1 亿，增厚母公司 EPS0.13 元左右，促使 11-13 年的 EPS 分别约为 0.81/1.01 和 1.08 元，但考虑到，因 11 年贵州省关闭浆站事件对公司 12 年业绩影响最大，公司在 11 年 4 季度已开始控制血制品产销量，12 年确认收到甲流疫苗货款之后，公司存在平滑 12-13 年业绩的可能性，故将 12 和 13 年的预测进行了一定的调整，最终盈利预测为：11-13 年 EPS 分别约 0.81/0.96/1.14 元。

■ 河南批准新建的单采血浆站的可能较大，则公司将成为最大受益者

卫生部提出“十二五”血液制品供应“倍增”计划，各省浆站审批有望提速。我国血液制品近年一直供不应求，尤其在凝血因子类产品上生产企业较少，供应更不充分，导致很多血友病患者得不到充分治疗。11 年 8 月贵州关停省内大多数单采血浆站，使血液制品供不应求的局面进一步激化。在此背景下，11 年 12 月卫生部长陈竺提出血液制品供应“倍增”，并将出台政策加强对血液制品企业的扶持力度。12 年 1 月，卫生部《关于单采血浆站管理有关事项的通知》中，明确提出鼓励各省新建单采血浆站，扩大已成立浆站的采浆区域，并鼓励优质血液制品企业发展。

河南省审批新浆站预期增强，则华兰收益最大。历史上河南省就是采浆大省，但因为管理混乱导致艾滋病在河南省流行，1996 年全国范围的采浆站大整顿中河南关停了所有的单采血浆站。直到 2009 年，华兰生物才在河南封丘获批首个单采血浆站。2012 年 1 月河南人大代表提出在河南新建单采血浆站的议案，并建议主要审批给华兰生物。在血液制品供应紧张，卫生部大力支持各省新建浆站的背景下，一些省份已经开始审批新建单采血浆站，而上一版“河南省采供血机构设置规划”将于 12 年底到期，加上华兰生物封丘单采血浆站的安全稳健运行所起到的示范作用，我们认为河南省批准新的单采血浆站的可能较大，则华兰生物将成为最大的受益者。

■ 华兰生物血液制品保持高盈利，疫苗业务稳步发展，中长期维持“谨慎推荐”评级

近年公司血液制品保持较高的盈利水平，且在河南、重庆存在批准新浆站的可能，而公司一直在维护贵州关停浆站，若政策调整短期即可恢复采浆。公司疫苗业务尚处于培育初期，稳健运营，在公司的持续投入下，未来将成为发展的另一引擎。

我们预计 12 年公司将收到全部剩余的甲流疫苗货款，在此情形下公司 11-13 年 EPS 分别为 0.81/0.96/1.14 元（未收到甲流疫苗货款情况下的原预测为 0.81/0.88/1.08 元）。维持对公司的“谨慎推荐”评级。

表 1: 华兰生物收到甲流疫苗情况下的盈利预测(百万)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
血液制品收入	124	173	253	321	361	353	351	401	506	750	786	820	1210
血液制品毛利率	31%	34%	36%	31%	33%	39%	54%	59%	64%	70%	68%	66%	64%
白蛋白收入	100	148	211	282	288	257	204	228	263	302	303	318	461
静丙收入	13	15	17	12	30	41	90	130	144	274	286	311	472
其他小制品收入	11	9	25	27	43	55	56	43	99	174	196	191	277
血液制品净利润率	12%	17%	14%	13%	15%	22%	34%	41%	34%	49%	47%	44%	43%
血液制品净利润	15	29	35	41	53	79	120	163	171	364	369	364	524
血液制品贡献 EPS (元)	0.03	0.05	0.06	0.07	0.09	0.14	0.21	0.28	0.30	0.63	0.64	0.63	0.91
疫苗业务收入								73	714	512	252	414	303
疫苗业务毛利率								67%	85%	87%	81%	85%	84%
甲流疫苗收入									650	309	12	144	
其他疫苗收入								73	64	203	240	270	303
疫苗业务净利润率								42%	82%	65%	53%	61%	57%
疫苗业务归母净利润								23	437	248	100	191	130
疫苗业务归母贡献 EPS (元)								0.04	0.76	0.43	0.17	0.33	0.23
合计归母净利润	15	29	35	41	53	79	120	186	608	612	469	555	654
合计归母 EPS (元)	0.03	0.05	0.06	0.07	0.09	0.14	0.21	0.32	1.06	1.06	0.81	0.96	1.14

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1079	1500	1886	2265	营业收入	1262	1037	1234	1514
应收款项	299	246	293	359	营业成本	294	298	340	487
存货净额	277	273	309	461	营业税金及附加	5	4	4	5
其他流动资产	72	60	71	87	销售费用	21	44	54	70
流动资产合计	1728	2078	2559	3171	管理费用	129	113	133	161
固定资产	740	830	901	963	财务费用	(6)	(13)	(20)	(25)
无形资产及其他	95	86	76	67	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(19)	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2576	3006	3549	4214	营业利润	800	577	708	800
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	19	10	10	10
应付款项	50	53	60	89	利润总额	819	587	718	810
其他流动负债	108	113	131	182	所得税费用	123	88	108	122
流动负债合计	158	165	191	272	少数股东损益	83	30	55	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	612	469	555	654
其他长期负债	12	12	12	12					
长期负债合计	12	12	12	12	现金流量表 (百万元)				
负债合计	170	178	203	284		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	237	264	313	344	净利润	612	469	555	654
股东权益	2169	2565	3033	3586	资产减值准备	(9)	(7)	1	1
负债和股东权益总计	2576	3006	3549	4214	折旧摊销	69	62	72	82
					公允价值变动损失	19	15	15	15
					财务费用	(6)	(13)	(20)	(25)
					营运资本变动	(90)	70	(68)	(152)
					其它	79	34	48	30
					经营活动现金流	681	644	623	630
					资本开支	(129)	(150)	(150)	(150)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(129)	(150)	(150)	(150)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(96)	(73)	(87)	(102)
					其它融资现金流	14	0	0	0
					融资活动现金流	(177)	(73)	(87)	(102)
					现金净变动	375	420	387	378
					货币资金的期初余额	704	1079	1500	1886
					货币资金的期末余额	1079	1500	1886	2265
					企业自由现金流	540	475	451	452
					权益自由现金流	555	486	468	473

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

《华兰生物-002007-重大事件快评：重庆子公司有望成为后起之秀》——
2011-12-23
《华兰生物-002007-第3季度血液制品发货减少》——2011-10-20
《华兰生物-002007-血液制品将保持高盈利水平》——2011-08-16
《华兰生物-002007-浆站关停影响不同情景下的业绩预期》——2011-07-29
《华兰生物-002007-关停事件暂停，回旋余地初现》——2011-07-13

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。