

# 业绩符合预期，“血液制品+疫苗+单抗”三轮驱动战略或加速落地

——华兰生物（002007）中报点评

2016年08月18日

推荐/首次

华兰生物

财报点评

<b>杨若木</b>	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	Email: Tel: yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
<b>张金洋</b>	联系人	
	Email: Tel: zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	
<b>陈顺</b>	联系人	
	Email: Tel: chenshun@dxzq.net.cn 010-66554087	

## 事件:

公司于8月17日发布中报，上半年实现营业收入8.57亿元，同比增长30.35%；归母净利4.10亿元，同比增长32.40%；扣非后净利润3.39亿元，同比增长33.11%。上半年实现EPS为0.44元，同比增长32.41%。

## 观点:

### 1、业绩符合预期，毛利率略有提升

1) 业绩稳健增长，符合市场预期。分产品来看，人血白蛋白实现营收3.43亿元，同比增长19.69%，根据中检所批签发数据测算，公司白蛋白1-6月批签发数量同比增长约40%，两者存在差异的主要原因在于白蛋白批签发之后有一定的销售周期，部分产品目前体现在存货中；静丙半年实现营收3.24亿元（去年同期1.99亿元），同比增长62.61%，高增长的原因一是去年静丙营收基数小，二是公司调整了产品结构，公司静丙营收占比从15年同期的30.42%上升至38.53%，静丙1-6月批签发数据同比增约50%也支持上述判断；疫苗业务因为山东疫苗事件影响，半年实现销售0.12亿元，同比下降49.63%，但疫苗业务占比小，对整体业绩影响有限。

2) 主要产品提价使血制品业务整体毛利率提升1.46个百分点。主要产品提价白蛋白（上涨约8-9%）和静丙（上涨约10%）在覆盖上涨的采浆成本后仍带动了整体毛利率上行，具体而言，白蛋白毛利率提高5.17个百分点，静丙毛利率提升1.54个百分点，小制品提价幅度较大但占比较小，对整体毛利率影响不大。3) 加大对重点品种的宣传推广力度，期间费用率略有上升。公司自12年开启营销改革后持续加大对核心产品通络祛痛膏、独家潜力品种培元通脑胶囊、丹鹿通督片渠道开拓及宣传推广力度，销售费用率整体呈上升趋势，16年上半年较15年同期上升5.46个百分点，管理费用率下降0.8个百分点，财务费用率下降0.44个百分点，期间整体费用率略有上升。

### 2、凝血因子VIII和凝血酶原复合物龙头，16年采浆量有望突破1000吨

1) 公司技术领先，为国内凝血因子VIII和凝血酶原复合物龙头。公司作为国内首家通过GMP认证的血液制品企业，能从血浆中分离提取人血白蛋白等11个品种、34个规格的产品，是国内产品线最全的血制品企业。根据中检所的批签发数据整理，公司产品白蛋白，静丙16年上半年批签发数量同比超40%（份额仅少于泰邦生物）；凝血酶原复合物和凝血因子VII批签发数量同比超100%（远超第二位），市场占有率长期居于第一，毋庸置疑

为国内凝血因子VIII和凝血酶原复合物龙头。

2) **重庆新增 6 家分站和河南的新开浆站 16 年上量，采浆量全年突破 1000 吨将为大概率事件。**公司 2014 年新设滑县浆站，2015 年新设河南浚县（总人口 66.5 万元）、重庆云阳浆站（总人口 136 万）两家单采浆站，并在重庆新增拔山分站（归属忠县，总人口 101 万）、南门分站（开县，总人口 168.77 万）、桑柘分站（归属彭水县，总人口 69 万）、文峰分站（归属巫溪县，总人口 41.41 万）、鱼池分站（归属于石柱县，总人口 41.51 万）、南溪分站（归属于云阳县，总人口 136 万）等 6 家分站，目前滑县浆站已开始采浆（14 年采浆约 6.6 吨、15 年采浆 50 吨，16 年有望达 90 吨），重庆分站中文峰分站、南门分站、鱼池分站已获得采浆许可证，河南浚县及重庆云阳浆站完成基建和设备的安装，未来通过验收取得许可证后也将陆续投入运营，16 年随着处于发动期（新浆站前三年为快速发展期）的重庆 6 家分站及河南滑县浆站采浆上量，公司采浆量全年突破 1000 吨是大概率事件，将为公司血制品产量稳定增长奠定坚实基础。在积极开拓浆站同时，公司在未来也将考虑通过并购重组的方式来实现采浆量的持续增长，巩固其在血制品领域的龙头地位。

3) **凝血酶原复合物（PCC）福建提价重振血制品量价齐升逻辑。**根据 2016 年 7 月福建省血制品二次谈判的结果，华兰生物 PCC 相对于第一次谈判价格上升幅度为 36.4%，山东泰邦生物 PCC（300IU）每支价格由 265 元上升至 398 元，上升幅度超过 50%，福建作为医改试点的先行省份，在药品招标及价格谈判一直严格把控，整体降价幅度很大，而此次 PCC 在福建谈判的大幅提价也部分打消了发改委发布价格核查后市场之前对血制品提价的疑虑，重振了血制品在供不应求背景下量价齐升的逻辑。

### 3、“血液制品+疫苗+单抗”战略不断推进，蓝图初现

**单抗进展加速，疫苗国际化或可期。**公司以血液制品为支柱，积极布局、拓展单抗和疫苗领域，单抗基地一期工程已经完成，全部建成后预计最大产能 32000L，或将成为国内最大的单抗生产基地，目前已投产开展代工业务（7 月初正式投产，1 万 L 的生产线）；公司自主研发的单抗品种中曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗、阿达木单抗等已于 2014 年提交临床试验申请，其中曲妥珠单抗近日获得临床试验批件，预计年内开始临床试验；在自主研发的同时，公司又引进了帕尼单抗、德尼单抗、伊匹单抗三个品种（目前处于临床申报前的研发阶段），在未来将逐步实现由“仿制→仿创→原研”的转变。疫苗方面，公司从 2009 年就开启了疫苗国际化之路，2015 年流感疫苗通过 WHO 预认证，成为国内首家、全球第 5 家通过流感疫苗 WHO 预认证的企业，公司疫苗产品未来有望凭借其质优价廉的优势走出国门，拓展海外市场。

### 结论：

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 8.32 亿元、10.28 亿元、12.47 亿元，EPS 分别为 0.89、1.11、1.34 元，对应 PE 分别为 43X、35X、29X。公司作为国内血制品龙头企业，浆站拓展能力强且技术领先，在凝血因子 VIII 及凝血酶原复合物等领域具有绝对优势（市占率第一），公司近年来积极推进血制品+单抗+疫苗三轮驱动战略落地，单抗业务加速，疫苗通过 WHO 预认证，拓展海外市场可期；血液制品行业供不应求景气度高，参照国外血制品行业发展经验，未来行业集中度将进一步提升，强者恒强的趋势明显，作为行业龙头的华兰生物将长期受益。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 主要财务数据指标

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,243.49	1,471.76	2,064.49	2,533.30	3,064.84
增长率(%)	11.26%	18.36%	40.27%	22.71%	20.98%
净利润(百万元)	538.42	589.12	832.17	1,027.92	1,247.53
增长率(%)	13.27%	9.42%	41.26%	23.52%	21.36%
净资产收益率(%)	15.82%	16.11%	19.15%	21.57%	23.65%
每股收益(元, 摊薄)	0.58	0.63	0.89	1.11	1.34
PE	66.92	61.16	43.30	35.05	28.88
PB	6.62	6.16	8.29	7.56	6.83

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	2506	2650	3262	3667	4224	<b>营业收入</b>	1243	1472	2064	2533	3065
货币资金	672	363	2109	2273	2543	<b>营业成本</b>	474	619	817	976	1169
应收账款	153	126	215	264	319	营业税金及附加	9	9	12	15	18
其他应收款	5	3	4	5	6	营业费用	47	20	28	35	42
预付款项	17	32	51	75	103	管理费用	182	219	307	377	456
存货	475	598	801	957	1147	财务费用	-20	-47	-40	-45	-60
其他流动资产	1050	1490	28	28	28	资产减值损失	22.42	30.58	35.00	40.00	45.00
<b>非流动资产合计</b>	1263	1372	1472	1504	1475	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37	29	29	29	29	投资净收益	55.35	46.27	50.00	50.00	50.00
固定资产	774	969	1040	1101	1153	<b>营业利润</b>	584	668	955	1186	1445
无形资产	206	200	180	160	140	营业外收入	48.32	28.10	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	31	54	54	54	54	营业外支出	4.14	3.93	4.00	4.00	4.00
<b>资产总计</b>	3770	4021	4734	5170	5700	<b>利润总额</b>	628	693	981	1212	1471
<b>流动负债合计</b>	134	137	161	178	199	所得税	89	111	149	184	224
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	539	582	832	1028	1248
应付账款	43	44	65	78	93	少数股东损益	0	-7	0	0	0
预收款项	5	7	11	15	20	归属母公司净利润	538	589	832	1028	1248
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	876	931	1015	1260	1513
<b>非流动负债合计</b>	0	0	0	0	0	<b>BPS (元)</b>	0.58	0.63	0.89	1.11	1.34
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	134	137	161	178	199	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	234	226	226	226	226	营业收入增长	11.26%	18.36%	40.27%	22.71%	20.98%
实收资本(或股本)	581	581	930	930	930	营业利润增长	8.47%	14.51%	42.94%	24.16%	21.83%
资本公积	367	382	382	382	382	归属于母公司净利润	41.26%	23.52%	41.26%	23.52%	21.36%
未分配利润	2165	2363	2234	2074	1881	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3402	3658	4346	4766	5275	毛利率(%)	61.85%	57.95%	60.43%	61.48%	61.86%
<b>负债和所有者权</b>	3770	4021	4734	5170	5700	净利率(%)	43.32%	39.54%	40.31%	40.58%	40.70%
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	14.28%	14.65%	17.58%	19.88%	21.89%
						ROE(%)	15.82%	16.11%	19.15%	21.57%	23.65%
<b>经营活动现金流</b>	497	549	2035	867	1044	<b>偿债能力</b>					
净利润	539	582	832	1028	1248	资产负债率(%)	4%	3%	3%	3%	3%
折旧摊销	312	310	0	119	128	流动比率	18.75	19.33	20.21	20.56	21.24
财务费用	-20	-47	-40	-45	-60	速动比率	15.20	14.97	15.25	15.19	15.47
应付帐款的变化	0	0	-89	-49	-55	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	4	4	5	总资产周转率	0.34	0.38	0.47	0.51	0.56
<b>投资活动现金流</b>	-472	-515	-185	-140	-95	应收账款周转率	8	11	12	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.69	33.68	37.87	35.57	35.97
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	55	46	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	0.58	0.63	0.89	1.11	1.34
<b>筹资活动现金流</b>	-381	-349	-104	-564	-679	每股净现金流(最新)	-0.61	-0.54	1.88	0.18	0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.85	6.29	4.67	5.12	5.67
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	349	0	0	P/E	66.92	61.16	43.30	35.05	28.88
资本公积增加	18	15	0	0	0	P/B	6.62	6.16	8.29	7.56	6.83
<b>现金净增加额</b>	-356	-315	1746	164	270	EV/EBITDA	24.95	23.80	33.43	26.80	22.13

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析。

## 联系人简介

### 联系人：张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

### 联系人：陈顺

西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，1年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。