

2017年03月28日

华兰生物 (002007.SZ)

## 采浆突破千吨，全年业绩亮眼

■2016完美收官，采浆突破千吨，全年业绩亮眼：根据年报，公司实现营收 19.35 亿元，同比增 31.45%；归母净利润 7.80 亿元，同比增 32.45%，符合先前预期。血制品业务表现抢眼，实现收入 18.15 亿元，同比增 34.03%，主要受益于浆量的提升（采浆量突破千吨，同比增长超 40%）；受山东疫苗事件影响，疫苗公司全年亏损约 4511 万元。

■血制品行业的明天-高景气下的并购整合：血制品的临床需求正在由原先的患者驱动阶段逐步过渡到医生驱动阶段，静丙等大品种的需求释放会将行业推向前所未有的高度；同时，医保支付范围的扩大也将为血制品需求端的增长“空中加油”，推迟供需拐点的到来。随着血制品行业高景气周期的延续以及原料血浆的快速扩增，我们判断，未来三年公司有望继续维持较高增速。另一方面，随着供给端的快速放量，企业“内功”的比拼愈发激烈，并购整合将是大势所趋。公司率先进入千吨血浆俱乐部，规模、增速均处于行业领先地位，在未来的寡头竞争格局中，有望成长为中国版的 CSL。

■疫苗、单抗在研管线丰富，提供长期成长动力。未来两年，H7N9 流感疫苗、冻干狂犬疫苗（Vero）、四价流感裂解疫苗有望陆续上市，助力疫苗业务突破瓶颈，实现盈利。单抗方面，品种储备丰富，呈梯队式发展，曲妥珠、利妥昔、贝伐、阿达木四个品种已获临床批件，帕尼、德尼、伊匹单抗正在进行临床前研究。根据公司的规划，未来 3-5 年有望发展成为国内规模最大、品种最全的单抗制造企业之一，形成“血制品、疫苗、单抗”齐头并进的三元业务格局。

■投资建议：预计公司 2017-19 年收入增速分别为 39.11%、23.92%、21.16%，EPS 分别为 1.10、1.45、1.82 元，对应当前股价 PE 分别为 33X、25X、20X。维持买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价 50.00 元。

■风险提示：浆量增速不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,471.8	1,934.7	2,691.3	3,335.0	4,040.6
净利润	589.1	780.3	990.8	1,285.9	1,696.7
每股收益(元)	0.63	0.84	1.10	1.45	1.82
每股净资产(元)	3.93	4.53	5.63	7.08	8.90

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.3	43.2	33.0	25.1	19.9
市净率(倍)	9.2	8.0	6.4	5.1	4.1
净利润率	40.0%	40.3%	38.0%	40.4%	42.0%
净资产收益率	15.0%	17.4%	18.7%	19.8%	20.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	18.6%	20.4%	25.4%	30.8%	33.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

生物医药

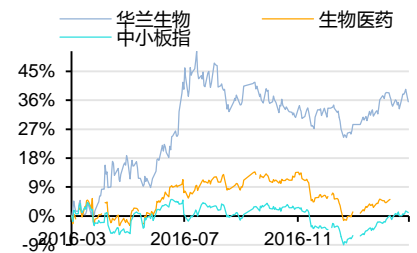
投资评级 **买入-A**  
维持评级

12 个月目标价：**50 元**  
股价 (2017-03-27) **36.28 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	33,743.58
流通市值(百万元)	29,218.97
总股本(百万股)	930.09
流通股本(百万股)	805.37
12 个月价格区间	29.14/51.29 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.89	-2.56	41.87
绝对收益	-0.41	2.34	42.11

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001  
wuyq@essence.com.cn  
010-83321077

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn  
010-83321076

肖寒

报告联系人

xiaohan@essence.com.cn  
010-83321075

### 相关报告

华兰生物：稳坐血制品龙头，静待单抗丰收季	2016-07-26
华兰生物：地位超然、价值低估的血制品龙头	2016-06-21

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,471.8	1,934.7	2,691.3	3,335.0	4,040.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	618.9	763.5	1,069.0	1,340.6	1,632.5	营业收入增长率	18.4%	31.5%	39.1%	23.9%	21.2%
营业税费	8.5	17.5	18.8	24.3	28.3	营业利润增长率	14.5%	25.4%	41.8%	29.3%	24.8%
销售费用	20.2	68.4	100.9	126.7	153.5	净利润增长率	9.4%	32.5%	30.9%	31.7%	26.1%
管理费用	218.9	273.7	349.9	426.9	484.9	EBITDA 增长率	9.0%	30.9%	34.6%	24.6%	21.1%
财务费用	-47.5	-15.8	-36.0	-70.1	-116.3	EBIT 增长率	10.1%	32.5%	40.1%	27.2%	22.8%
资产减值损失	30.6	32.2	30.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	7.9%	34.5%	40.0%	27.5%	22.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.6%	12.3%	5.3%	11.5%	5.7%
投资和汇兑收益	46.3	43.5	30.0	60.0	70.0	净资产增长率	6.8%	14.2%	23.0%	24.7%	24.9%
<b>营业利润</b>	<b>668.4</b>	<b>838.5</b>	<b>1,188.7</b>	<b>1,536.6</b>	<b>1,917.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	24.2	65.7	10.0	40.0	70.0	毛利率	57.9%	60.5%	60.3%	59.8%	59.6%
<b>利润总额</b>	<b>692.5</b>	<b>904.2</b>	<b>1,198.7</b>	<b>1,576.6</b>	<b>1,987.7</b>	营业利润率	45.4%	43.3%	44.2%	46.1%	47.5%
减:所得税	110.5	132.8	176.8	230.2	290.2	净利润率	40.0%	40.3%	38.0%	40.4%	42.0%
<b>净利润</b>	<b>589.1</b>	<b>780.3</b>	<b>1,021.5</b>	<b>1,345.7</b>	<b>1,696.7</b>	EBITDA/营业收入	50.2%	49.9%	48.3%	48.6%	48.6%
						EBIT/营业收入	42.2%	42.5%	42.8%	44.0%	44.6%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	214	185	130	95	68
						流动营业资本周转天数	459	431	347	320	300
						流动资产周转天数	631	543	501	540	591
						应收账款周转天数	35	40	45	50	55
						存货周转天数	131	141	139	135	133
						总资产周转天数	953	807	696	693	713
						投资资本周转天数	764	679	530	464	416
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	15.0%	17.4%	18.7%	19.8%	20.0%
						ROA	14.5%	16.6%	17.8%	19.0%	19.0%
						ROIC	18.6%	20.4%	25.4%	30.8%	33.9%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	1.4%	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%
						管理费用率	14.9%	14.1%	13.0%	12.8%	12.0%
						财务费用率	-3.2%	-0.8%	-1.3%	-2.1%	-2.9%
						三费/营业收入	13.0%	16.9%	15.4%	14.5%	12.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	3.4%	4.6%	5.1%	4.1%	4.7%
						负债权益比	3.5%	4.8%	5.4%	4.3%	4.9%
						流动比率	19.33	14.80	14.63	19.55	18.05
						速动比率	14.97	10.51	10.70	14.96	14.10
						利息保障倍数	-13.08	-52.19	-32.00	-20.93	-15.49
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.25	-	-	-	-
						分红比率	39.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	363.3	486.0	1,315.2	2,188.0	3,628.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	129.1	297.4	375.4	551.0	683.6
应收票据	38.1	150.0	149.1	221.5	227.5
预付账款	31.8	23.9	35.4	39.0	51.7
存货	597.9	920.9	1,157.6	1,337.3	1,655.6
其他流动资产	1,489.9	1,304.0	1,281.3	1,358.4	1,314.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	28.9	19.0	19.0	19.0	19.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	970.6	1,020.0	929.8	824.1	713.0
在建工程	89.9	132.0	202.0	252.0	302.0
无形资产	199.9	210.9	213.4	225.2	246.1
其他非流动资产	-	-	-	-	-
<b>资产总额</b>	<b>4,021.5</b>	<b>4,650.5</b>	<b>5,752.2</b>	<b>7,095.0</b>	<b>8,920.2</b>
短期债务	-	-	-	-	-
应付账款	96.2	159.4	238.4	243.0	351.4
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
<b>负债总额</b>	<b>137.1</b>	<b>215.1</b>	<b>294.9</b>	<b>291.3</b>	<b>419.0</b>
少数股东权益	226.4	217.5	217.9	218.6	219.4
股本	581.3	930.1	930.1	930.1	930.1
留存收益	3,076.6	3,287.8	4,309.3	5,655.1	7,351.7
<b>股东权益</b>	<b>3,884.4</b>	<b>4,435.4</b>	<b>5,457.3</b>	<b>6,803.7</b>	<b>8,501.3</b>

## 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	582.0	771.4	1,021.5	1,345.7	1,696.7
加:折旧和摊销	118.7	145.9	147.7	153.8	160.3
资产减值准备	30.6	32.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.0	-0.0	-36.0	-70.1	-116.3
投资损失	-46.3	-43.5	-30.0	-60.0	-70.0
少数股东损益	-7.1	-8.9	0.4	0.7	0.8
营运资金的变动	-594.9	-365.5	-210.3	-517.5	-297.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>548.6</b>	<b>329.9</b>	<b>893.2</b>	<b>852.7</b>	<b>1,373.8</b>
投资活动产生现金流量	-514.6	19.3	-100.0	-50.0	-50.0
融资活动产生现金流量	-348.8	-232.5	36.0	70.1	116.3

## 业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.63	0.84	1.10	1.45	1.82
BVPS(元)	3.93	4.53	5.63	7.08	8.90
PE(X)	57.3	43.2	33.0	25.1	19.9
PB(X)	9.2	8.0	6.4	5.1	4.1
P/FCF	-738.4	94.7	41.3	38.5	23.4
P/S	22.9	17.4	12.5	10.1	8.4
EV/EBITDA	34.4	34.0	25.0	19.6	15.4
CAGR(%)	32.3%	30.1%	23.8%	32.3%	30.1%
PEG	1.8	1.4	1.4	0.8	0.7
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

吴永强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034