



业绩稳定增长的血制品龙头，疫苗、单抗业务加速添成长动力

——华兰生物（002007）年报点评

2017年03月28日

推荐/维持

华兰生物

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件:

公司于3月27日晚发布2016年年报,2016年全年实现营收19.35亿元,同比+31.45%;归母净利润7.80亿元,同比+32.45%。扣非后归母净利润6.79亿元,同比+33.96%。

观点:

1、全年业绩增长符合预期，静丙营收占比显著上升

1) 公司业绩增长稳定,符合市场预期。分产品来看血制品业务实现营收18.15亿元,同比+34.03%,整体毛利率为61.16%,小幅增加了0.89个百分点。其中人血白蛋白销售收入为6.82亿元,同比+6.53%,毛利率为58.56% (+1.16%),根据中检所数据,公司整年的批签发数据同比增长51.85%,两者存在差异原因在于白蛋白取得批签发之后具有一定的销售周期,部分产品体现在存货中;静丙实现营收7.31亿元,同比+73.28%,毛利率为61.57% (-0.43%),高增长的原因一方面是由于去年静丙营收基数较小,另一方面是公司调整了产品结构,静丙营收已经超过人血白蛋白,占比37.78% (提升了9.12个百分点),报告期批签发数据同比增加79.79%也支持了上述判断;其他血制品实现营收4.02亿元,同比+37.56%,毛利率为64.79% (+0.75%)。疫苗业务实现营收1.09亿元,同比-1.99%,疫苗业务受山东疫苗事件的影响上半年进入行业寒冬,目前行业有转暖趋势,公司在2016年也积极开拓国际市场,流感病毒裂解疫苗实现了首次出口,ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗正在积极推进WHO预认证,报告期内接受了WHO流行病学控制疫苗紧急接种和储备小组专家的快速评估,预计2017年公司疫苗业务会有明显回升。

2) 疫苗推广费增加及利息收入减少致整体费用率上升3.86个百分点。销售费用率为3.54%,上升2.17个百分点,主要原因是报告期内疫苗推广费的增加;管理费用率下降0.72个百分点。财务费用率相比15年上升2.41个百分点,主要是利息收入的减少。整体期间费用率为16.87%,相比15年上升3.86个百分点。

2、技术领先的国内凝血因子VIII和凝血酶原复合物龙头，采浆量稳步提升保障血制品业务稳定增长

1) 公司技术领先,产品丰富,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年批签发数量同比增长均在50%以上,市场份额仅次于泰邦生物);人凝血酶原复合物2016年批签发数据为55.81万瓶,同比+53.40%,在 market 占比达74.06%。人凝血因子VIII的批签发数量为37.95万瓶,同比+43.09% (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。公司于 2016 年对血制品冻干车间进行改造并已经获得 GMP 认证, 这将使得公司凝血因子类产品的产能提升一倍。凝血因子类产品国内人均使用量仅为全球人均使用量 2.25IU 的 5.3%, 而同类规格产品国内价格只有国外的 1/2, 不管从量还是价格均有提升的空间。

2) 浆站储备资源丰富, 新开拓+挖潜并举保障血浆供应。公司 2014 年新设滑县浆站, 2015 年新设河南浚县、重庆云阳浆站两家单采浆站, 并在重庆新增拔山分站、南门分站、桑柘分站、文峰分站、鱼池分站、南溪等 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 年预计在 80 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。在公司目前拥有的 23 家浆站中, 9 个三年 (浚县、云阳浆站 2016 年 8 月份投入运营), 11 个五年内浆站, 所有浆站均是 100% 控制并不断优化献浆流程。按照浆站的发展规律, 5 年内浆站的采浆量仍有增长空间, 而 3 年内的浆站更为公司采浆量的持续增长提供有力保障。此外, 公司也在通过提高献浆员营养费等措施加强对献浆员的宣传工作, 目前一年以上固定献浆员平均献浆次数超过 8 次, 高于行业平均水平 5.2 次。2016 年 12 月, 卫计委和国家食药监局发布《关于促进单采血浆站发展的意见》, 明确提出“新增单采血浆站要遵循向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血制品生产企业倾斜的原则”, 有利于行业龙头企业在新浆站的开发拓展, 强者恒强的趋势明显, 公司未来在河南、重庆等地有望新设浆站, 新开拓+存量挖潜并举保障血浆供应。

3) 医保目录调整适应症范围扩大增强血制品提价逻辑。最新发布的医保目录进一步扩大了血制品的适应症范围, 白蛋白、静丙、纤原、凝血酶原复合物等产品的使用范围都进一步扩大, 如白蛋白报销范围从“限抢救和工伤保险”扩大到“限抢救、重症或因肝硬化、癌症引起胸腹水且白蛋白低于 30g/L 的患者”。此次医保目录调整扩大血制品适应症范围, 在供需缺口大的背景下, 血制品供不应求的局面可能进一步加剧, 短期血制品价格有望实现稳中有升, 长期来看提价逻辑得到进一步加强。

3、“血制品+疫苗+单抗”三轮驱动战略或加速落地

单抗进展加速, 疫苗国际化或可期。公司以血制品业务为基础, 积极布局单抗、疫苗领域。公司 2005 年建立的疫苗子公司后积极发展疫苗业务, 目前拥有流感病毒裂解疫苗、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗和重组乙型肝炎疫苗四大上市品种, 其中流感病毒裂解疫苗是我国最大的生产基地。2016 年 3 月山东“毒疫苗”事件发生后, 国内疫苗市场销售大面积停牌, 而且我国疫苗市场一直具有产品同质化严重的问题。对此, 公司一方面积极开发新品种优化疫苗品种结构, 冻干人用狂犬疫苗、四价流感病毒裂解疫苗进入申报文号阶段, 吸附破伤风疫苗正在开展 III 期临床, H7N9 疫苗已启动临床试验; 另一方面, 公司致力打开国际市场, 流感病毒裂解疫苗通过 WHO 预认证, 是我国第一家、全球第五家通过预认证的流感疫苗生产企业, 报告期首次实现出口, 推进 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗 WHO 预认证工作。目前全国疫苗流通链条已经基本恢复, 预计 2017 年疫苗业务将将亏为盈, 实现快速增长。此外, 公司长期布局单抗持续投入, 公司于 2013 年进军单抗领域, 目前已经取得阿达木、利妥昔、贝伐、曲妥珠单抗的临床批件, 帕尼、德尼、伊匹单抗正在进行临床前研究, 预计今年将展开第一个临床试验。此外, 公司建设的单抗生产基地一期工程已经完成, 全部建成后预计最大产能 32000L, 是国内最大的单抗生产基地, 在 2016 年 6 月份开始投产, 承接单抗代工业务。虽然短期内单抗业务不能为公司创造直接利润, 但我国单抗市场潜力巨大, 先发优势明显, 公司在单抗领域布局的多个品种研发管线将为公司长期发展提供坚实基础, 随着相关产品的研发上市未来将逐步进入收获期。

结论:

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 10.01 亿元、13.04 亿元、16.46 亿元, 增速分别为 29.80%、30.31%、26.13%, EPS 分别为 1.09、1.41、1.78 元, 对应 PE 分别为 33X、26X、20X。公司作为国内血制品龙头企业, 技术领先, 浆站拓展能力强同时具备优秀的浆站管理能力。在凝血因子 VIII 及凝血酶原复合物等领域具有绝对优势 (市占率长期第一), 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。我们看好公司长期发展, 维持“推荐”评级。

风险提示: 行业政策风险、单抗进展不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,471.76	1,934.67	2,567.85	3,340.24	4,203.83
增长率 (%)	18.36%	31.45%	32.73%	30.08%	25.85%
净利润 (百万元)	582.00	771.36	1,001.23	1,304.72	1,645.61
增长率 (%)	8.05%	32.54%	29.80%	30.31%	26.13%
净资产收益率 (%)	16.11%	18.50%	20.52%	22.49%	23.63%
每股收益(元, 摊薄)	0.63	0.84	1.09	1.41	1.78
PE	57.28	43.24	33.37	25.65	20.36
PB	5.77	8.00	6.85	5.77	4.81

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2650	3182	3898	4692	5787	营业收入	1472	1935	2568	3340	4204
货币资金	363	486	770	1046	1566	营业成本	619	764	1009	1302	1626
应收账款	126	289	383	499	628	营业税金及附加	9	18	15	19	24
其他应收款	3	9	11	15	19	营业费用	20	68	46	60	76
预付款项	32	24	14	0	-17	管理费用	219	274	359	468	589
存货	598	921	1216	1570	1961	财务费用	-47	-16	-15	-18	-20
其他流动资产	1490	1304	1304	1304	1303	资产减值损失	30.58	32.24	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	1372	1468	1527	1567	1649	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	29	19	25	25	25	投资净收益	46.27	43.45	50.00	50.00	50.00
固定资产	969	1019	1042	1054	1106	营业利润	668	838	1174	1529	1929
无形资产	200	211	190	169	148	营业外收入	28.10	70.26	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	54	44	44	44	44	营业外支出	3.93	4.52	0.00	0.00	0.00
资产总计	4021	4650	5425	6259	7435	利润总额	693	904	1174	1529	1929
流动负债合计	137	215	333	255	279	所得税	111	133	172	225	283
短期借款	0	0	100	0	0	净利润	582	771	1001	1305	1646
应付账款	44	63	82	106	133	少数股东损益	-7	-9	-10	-11	-12
预收款项	7	6	5	3	1	归属母公司净利润	589	780	1011	1316	1658
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	931	1170	1256	1621	2028
非流动负债合计	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.84	1.09	1.41	1.78
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	137	215	333	255	279	成长能力					
少数股东权益	226	217	207	196	184	营业收入增长	18.36%	31.45%	32.73%	30.08%	25.85%
实收资本(或股本)	581	930	930	930	930	营业利润增长	14.51%	25.45%	39.98%	30.31%	26.13%
资本公积	382	395	395	395	395	归属于母公司净利润	29.59%	30.11%	29.59%	30.11%	25.98%
未分配利润	2363	2508	2718	2991	3336	获利能力					
归属母公司股东权	3658	4218	4928	5851	7015	毛利率(%)	57.95%	60.54%	60.72%	61.03%	61.31%
负债和所有者权益	4021	4650	5468	6303	7479	净利率(%)	39.54%	39.87%	38.99%	39.06%	39.15%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	14.65%	16.78%	18.64%	21.02%	22.29%	
经营活动现金流	549	330	650	880	1174	偿债能力					
净利润	582	771	1001	1305	1646	资产负债率(%)	3%	5%	6%	4%	4%
折旧摊销	310	348	0	110	119	流动比率	19.33	14.80	11.70	18.41	20.73
财务费用	-47	-16	-15	-18	-20	速动比率	14.97	10.51	8.05	12.25	13.70
应收账款减少	0	0	-95	-115	-129	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-1	-2	-2	总资产周转率	0.38	0.45	0.51	0.57	0.61
投资活动现金流	-515	19	-136	-130	-180	应收账款周转率	11	9	8	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	33.68	36.08	35.34	35.47	35.23
长期股权投资减少	0	0	-6	0	0	每股指标(元)					
投资收益	46	43	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	1.01	0.84	1.09	1.41	1.78
筹资活动现金流	-349	-233	-230	-474	-474	每股净现金流(最新)	-0.54	0.13	0.31	0.30	0.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.29	4.53	5.30	6.29	7.54
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	349	0	0	0	P/E	57.28	43.24	33.37	25.65	20.36
资本公积增加	15	12	0	0	0	P/B	5.77	8.00	6.85	5.77	4.81
现金净增加额	-315	117	284	276	520	EV/EBITDA	22.26	28.42	26.33	20.17	15.87

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

联系人简介

陈顺

2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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，2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。