

强烈推荐-A (维持)

华兰生物 002007.SZ

目标估值: N/A  
 当前股价: 35.75 元  
 2017年05月08日

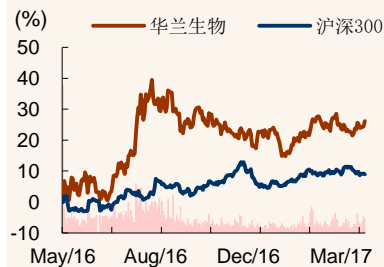
血制品账期放宽，白蛋白价格不降

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	93009
已上市流通股(万股)	80331
总市值(亿元)	341
流通市值(亿元)	294
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	4.6%
主要股东	安康
主要股东持股比例	17.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	1	29
相对表现	2	-2	20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华兰生物(002007)一业绩符合预期,采浆量和投浆量增长40%以上》2017-03-27
- 2、《华兰生物(002007)一产品批签发和业绩快速增长》2016-08-28
- 3、《华兰生物(002007)点评——一季度批签发继续快速增长,业绩开始兑现》2016-05-01

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn  
 S1090517040001

我们近日参加华兰生物的投资者交流会。我们看好血制品行业持续高景气度, 静丙、PCC等血制品都有持续提价空间, 华兰生物是高景气行业的龙头企业, 后续外延扩张可能性较高, 给予“强烈推荐-A”评级。

□ **血制品账期放宽。**去年3季度之前, 由于血液制品一直供不应求, 生产企业都是采用现款现货的方式, 应收账款非常低。但是, 从去年3季度开始, 由于采浆量的提升, 特别是在白蛋白这个产品上, 已经有一定的发货压力。因此, 今年华兰生物放宽了账期, 对一些大的经销商如华润、国控等, 给予6个月的账期。公司今年1季度比去年减少了90个销售客户(经销商), 目前还有400个, 但是重点客户已经压缩到50个, 与大客户形成产业联盟。我们的观点: 血制品账期放宽, 表明公司不会采取白蛋白降价的办法来消化库存。目前6个月的账期, 在医药公司中属于正常账期, 我们认为无需担忧。

□ **2016年公司采浆1028吨, 今年采浆目标1250吨, 同比增长22%左右, 2020年目标2000吨, 意味着未来3年(2018~2020年)采浆量复合增速17%。**今年在重庆和河南有望各获批一个浆站。河南浆站“十二五规划”中, 还有一家没有给华兰, 今年有望批给华兰。河南省浆站“十三五规划”还没出台, 华兰应该能占规划浆站的绝大部分。

□ **新一轮股权激励可能启动。**华兰生物2013年曾实施第一轮限制性股票激励, 时至今日已经完全解锁, 新一轮股权激励提上日程。公司去年已经计划进行股权激励, 但是由于去年事情较多, 进行了一些并购谈判, 结果把股权激励推后了。虽然去年公司股价上涨较多, 但是, 华兰生物对自己业绩充满信心, 即使今年做激励, 也不担心股价风险, 仍然对股价非常有信心。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们维持预测公司2017~2019年净利润分别同比增长35%/31%/25%, EPS分别为1.13/1.48/1.84元。当前股价对应17PE仅32倍, 处于历史估值中枢之下。我们看好血制品行业持续高景气度, 静丙、PCC等血制品都有持续提价空间, 华兰生物是高景气行业的龙头企业, 后续外延扩张可能性较高, 给予“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 采浆量低于预期风险; 血制品提价时点和幅度可能低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1472	1935	2418	2950	3540
同比增长	18%	31%	25%	22%	20%
营业利润(百万元)	668	838	1195	1571	1965
同比增长	15%	25%	43%	31%	25%
净利润(百万元)	589	780	1051	1372	1710
同比增长	9%	32%	35%	31%	25%
每股收益(元)	1.13	0.84	1.13	1.48	1.84
PE	32.4	43.6	32.4	24.8	19.9
PB	5.2	8.1	7.1	6.0	5.1

资料来源: 公司数据、招商证券

## 血制品账期放宽

去年3季度之前，由于血液制品一直供不应求，生产企业都是采用现款现货的方式，应收账款非常低。

但是，从去年3季度开始，由于采浆量的提升，特别是在白蛋白这个产品上，已经有一定的发货压力。

因此，今年华兰生物放宽了账期，对一些大的经销商如华润、国控等，给予6个月的账期。1季度期末相对期初，应收账款增加了3亿元，全部都是来自血液制品。

公司今年1季度比去年减少了90个销售客户（经销商），目前还有400个，但是重点客户已经压缩到50个，与大客户形成产业联盟。

**我们的观点：血制品账期放宽，表明公司不会采取白蛋白降价。**由于白蛋白供应上升较快，而终端开拓未能及时跟上，从去年下半年开始，白蛋白在市场上确实存在滞销的情况。今年1、2月份，下游经销商预期白蛋白降价，减少了拿货；因此，公司采取放宽账期的形式，实际上是表明了不会采取降价的手段来处理白蛋白。3月份开始，经销商拿货意愿也大幅增强。目前6个月的账期，在医药公司中属于正常账期，我们认为无需担忧。

## 今年采浆目标 1250 吨，2020 年目标 2000 吨

2016年公司采浆1028吨，今年采浆目标1250吨，同比增长22%左右，2020年目标2000吨，意味着未来3年（2018-2020年）采浆量复合增速17%。

今年在重庆和河南有望各获批一个浆站。河南浆站“十二五规划”中，还有一家没有给华兰，今年有望批给华兰。今年春节时，河南省7常委到华兰调研，就曾讨论如何支持华兰，华兰也已经把自己的诉求告知省领导。河南省浆站“十三五规划”还没出台，华兰应该能占规划浆站的绝大部分。

## 加强基础创新，改善产品结构

公司认为，单纯靠血浆增长来发展的时代过去了，将来需要加强基础创新，改善产品结构，即改善产品工艺，研发新工艺，降低生产成本。

公司将来的战略是，通过调整产品工艺结构和价格，实现血制品量价平衡，保持公司的核心竞争力。

例如，由于对质量的重视，华兰生物的静丙，现在每吨收率比别人少200瓶。但2年之后会推出新工艺，每吨收率会多出250瓶。华兰的纤原工艺也比较老，正在更新。

华兰生物在提高产品收率方面，仍然是很慎重的。有前车之鉴：奥克斯法玛5年前采用静丙新工艺，但3年前静丙出现问题，里面出现抗X因子抗体，导致患者死亡。

**我们的观点：**由于白蛋白的竞争加剧，因此公司认为单纯靠血浆增长来发展的时代过去，需要提升球蛋白、因子类的收率。我们认为，两三年之内，采浆增长仍然对血制品上市

公司的业绩增长起决定性作用，但是，血制品企业也必须开始加大研发，提升现有产品收率，并开发新的产品。比如，目前国内仅有 3 种特免（狂免、乙免、破免）获批，而且生产企业较多，价格涨涨跌跌，对提升吨浆利润的意义不大。但国际大厂能生产多种特免，这些特免都在临床上有极大的需求空间，率先获批的厂家，一定能够获取丰厚利润。另外，皮下注射的球蛋白也是临床需求较多的产品。总之，从 3~5 年的时间跨度来看，提升产率、推出新品种将是血制品企业的决定性竞争力。

## 加强营销团队建设

2016 年全国采浆量上升比较快，从 2015 年的 5800 吨上升到 7100 吨，加上进口白蛋白的冲击，因此，白蛋白竞争压力比较大，一些小企业没有销售渠道，丢失市场。

今年 1 季度，华兰生物的销售费用增加较多，除了一部分是疫苗业务去年的销售费用延迟确认之外，母公司的销售费用上升，则是由于公司加大了销售人员配置。今年 1 季度在人员招聘上，最多的就是销售人员，而且不受名额限制。

从今年起，华兰生物的血制品开始走向国际市场。公司现在也在其他国家进行注册申报，要把血液制品卖到国际市场。

## 疫苗业务今年减亏

去年由于山东疫苗事件影响，全国疫苗流通体系重整，导致几乎所有疫苗企业都大幅亏损。华兰生物的疫苗业务亏损 4500 万元。

2015 年疫苗销售 939 万支，而 2016 年仅销售 373 万支，今年疫苗行业已经基本复苏，销量达到 2015 年的水平问题不大，亏损将大大减少。

公司的 H7N9 禽流感疫苗正在临床阶段，国家对这个疫苗非常重视：明年政府换届不能出现任何问题，如果禽流感大面积出现，那么国家很可能采购 H7N9 疫苗。

## 多个单抗等生物药进入临床

华兰生物已经有四个单抗进入临床：阿达木单抗、曲妥珠单抗、贝伐单抗、利妥昔单抗。预计 2018 年完成临床，2019 年左右获批。

今年还将有 4 个生物制药进入临床，包括一个杜拉鲁肽（GLP-1 降糖药）仿制药。

华兰生物做单抗的路径，跟海归人员做单抗是完全不一样：

一方面，华兰生物是上市公司，有充足利润来做单抗，不需要融资；

另一方面，公司做疫苗和血制品，已经有大量生产管理人员作为储备，仅仅是缺乏前期研发人员；

因此，华兰生物定位于单抗生产企业，寻找最成熟、市场最大的品种来生产，而不是寻找最新的单抗来生产。

## 新一轮股权激励可能启动

华兰生物 2013 年曾实施第一轮限制性股票激励，时至今日已经完全解锁，新一轮股权激励提上日程。

公司去年已经计划进行股权激励，但是由于去年事情较多，进行了一些并购谈判，结果把股权激励推后了。

虽然去年公司股价上涨较多，但是，华兰生物对自己业绩充满信心，即使今年做激励，也不担心股价风险，仍然对股价非常有信心。

## 外延收购一直在进行

华兰生物一直在努力推动外延并购，举例而言：

公司最早提出收购中信国健（国内首个获批的单抗仿制药生产企业），但由于其他 PE 介入、公司知识产权纠纷等问题，最后放弃。

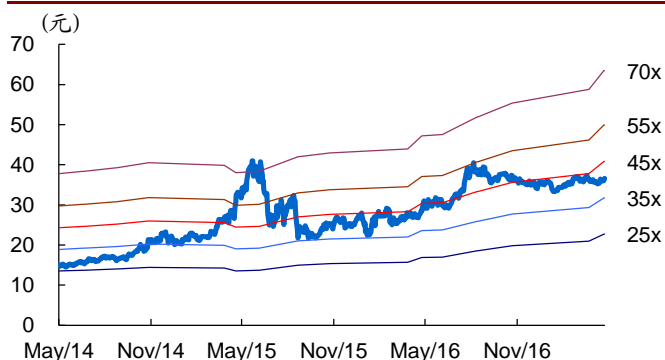
公司去年还曾跟德国 Biotest 商谈，一开始是打算以 30% 的股价溢价私有化 Biotest，但后来股价溢价上升到 50%，春节后上升到 80%，于是公司放弃，被国内同行以 13 亿欧元收购。

广东丹霞被另一家国内同行收购失败之后，也曾找过华兰生物。但由于时间较紧，公司对丹霞的净资产、采浆成本、采浆利用度都有疑问，最终放弃。

另外还有 2 家血制品公司希望华兰并购，但公司不感兴趣，认为血制品的收购价格将是越来越低。

华兰生物希望收购那些能与公司文化相融合的生物制药公司，因此，总体上还是比较谨慎的，较为看重并购对象的资产质量、经营风险、文化融入等。

图 1：华兰生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：华兰生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2650	3182	3794	4660	5701
现金	363	486	563	823	1140
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	38	150	187	229	274
应收款项	126	289	338	412	495
其它应收款	3	9	11	13	16
存货	598	921	1038	1164	1355
其他	1522	1328	1657	2019	2422
<b>非流动资产</b>	1372	1468	1440	1414	1392
长期股权投资	29	19	19	19	19
固定资产	969	1019	1012	1005	1000
无形资产	200	211	190	171	154
其他	174	220	219	219	219
<b>资产总计</b>	<b>4021</b>	<b>4650</b>	<b>5234</b>	<b>6075</b>	<b>7093</b>
<b>流动负债</b>	137	215	225	234	249
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	44	63	72	80	94
预收账款	7	6	7	8	10
其他	86	146	146	146	146
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>137</b>	<b>215</b>	<b>225</b>	<b>234</b>	<b>249</b>
股本	581	930	930	930	930
资本公积金	382	395	395	395	395
留存收益	2694	2893	3479	4326	5350
少数股东权益	226	217	205	190	170
归属于母公司所有者权益	3658	4218	4804	5651	6674
<b>负债及权益合计</b>	<b>4022</b>	<b>4650</b>	<b>5234</b>	<b>6075</b>	<b>7093</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	549	330	627	870	1085
净利润	589	780	1051	1372	1710
折旧摊销	119	146	162	158	156
财务费用	0	(0)	(4)	(6)	(8)
投资收益	(46)	(43)	(43)	(43)	(43)
营运资金变动	(107)	(530)	(530)	(602)	(717)
其它	(6)	(23)	(8)	(10)	(12)
<b>投资活动现金流</b>	(515)	19	(133)	(133)	(133)
资本支出	(229)	(221)	(133)	(133)	(133)
其他投资	(285)	240	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(349)	(233)	(417)	(477)	(635)
借款变动	(197)	(340)	0	0	0
普通股增加	0	349	0	0	0
资本公积增加	15	12	0	0	0
股利分配	(260)	(312)	(465)	(526)	(686)
其他	94	59	48	49	51
<b>现金净增加额</b>	<b>(315)</b>	<b>117</b>	<b>77</b>	<b>260</b>	<b>317</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1472	1935	2418	2950	3540
营业成本	619	764	868	974	1133
营业税金及附加	9	18	22	27	21
营业费用	20	68	36	44	53
管理费用	219	274	314	354	389
财务费用	(47)	(16)	(4)	(6)	(8)
资产减值损失	31	32	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	46	43	43	43	43
<b>营业利润</b>	668	838	1195	1571	1965
营业外收入	28	70	30	30	30
营业外支出	4	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	693	904	1221	1596	1990
所得税	111	133	182	240	300
<b>净利润</b>	582	771	1039	1357	1690
少数股东损益	(7)	(9)	(12)	(16)	(20)
<b>归属于母公司净利润</b>	589	780	1051	1372	1710
<b>EPS (元)</b>	1.13	0.84	1.13	1.48	1.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	18%	31%	25%	22%	20%
营业利润	15%	25%	43%	31%	25%
净利润	9%	32%	35%	31%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	57.9%	60.5%	64.1%	67.0%	68.0%
净利率	40.0%	40.3%	43.5%	46.5%	48.3%
ROE	16.1%	18.5%	21.9%	24.3%	25.6%
ROIC	13.3%	15.7%	20.1%	22.7%	24.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	3.4%	4.6%	4.3%	3.9%	3.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	19.3	14.8	16.9	19.9	22.9
速动比率	15.0	10.5	12.3	14.9	17.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	10.6	9.3	7.7	7.9	7.8
应付帐款周转率	14.2	14.2	12.9	12.8	13.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.13	0.84	1.13	1.48	1.84
每股经营现金	1.05	0.35	0.67	0.93	1.17
每股净资产	7.03	4.53	5.17	6.08	7.18
每股股利	0.60	0.50	0.57	0.74	0.92
<b>估值比率</b>					
PE	32.4	43.6	32.4	24.8	19.9
PB	5.2	8.1	7.1	6.0	5.1
EV/EBITDA	29.5	22.5	15.9	12.5	10.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李珊珊 CPA**，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

**蒋一樊**，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

**团队荣誉**：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。