

生物制品

华兰生物 (002007.SZ)

首次

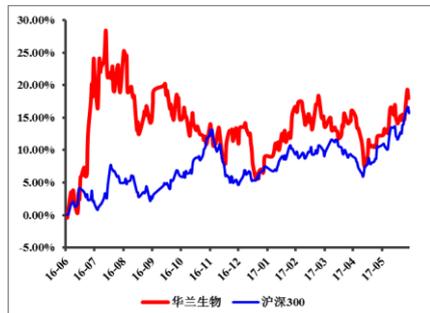
生物产业全布局的血制品行业龙头

买入

2017年6月30日

公司研究/深度研究

公司一年市场表现



资料来源: wind, 山西证券研究所

市场数据: 2017年6月29日

收盘价(元):	36.66
近六月最高/最低:	37.45/32.59
流通A股/总股本(亿):	8.03/9.30
流通A股市值(亿元):	294
总市值(亿元):	341

基础数据: 2017年3月31日

每股净资产(元)	4.81
每股资本公积(元)	0.42
每股未分配利润(元)	2.97

资料来源: wind, 山西证券研究所

分析师

张旭

执业证书编号: S0760511010001

Email: zhangxu@sxzq.com

研究助理

刘建宏

Tel: 0351-8686794

Email: liujianhong@sxzq.com

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

投资要点:

- 华兰生物---盈利能力持续走强的国家大型血制品企业。公司成立于1992年3月,2004年在深交所挂牌上市,是一家从事血液制品、疫苗、基因工程产品研发、生产和销售的国家高新技术企业。血制品为公司主要业务收入来源,近几年公司盈利能力持续增强。
- 血制品行业景气度良好,集中化是未来发展趋势。
 - 我国血制品供不应求,行业景气度良好。2015年国内血液制品市场规模由2011年109亿元增加至165亿元,近五年年均复合增长率为17.8%,远高于全球与国内医药行业整体增速。预计到2019年市场规模有望增长至557亿元。
 - 政策推动,供需市场双提升。浆站审批加速,医保目录适应症扩大及药品价格放开均推动了血制品市场空间的提升。
 - 规模、技术研发是核心竞争力,集中化是发展趋势。
- 国内血制品龙头,疫苗、单抗产业后起之秀。
 - 综合实力强,公司是国内血制品龙头。公司浆站数及采浆量,血制品品种数目及研发技术实力均属行业领先,是国内血制品龙头。
 - 研发与市场实力渐显,公司是疫苗行业后起之秀。作为中国疫苗企业的后起之秀,公司疫苗市场份额不断提升,疫苗业务是公司新的重要利润增长点。
 - 积极研发布局,分享百亿单抗市场。国内单抗市场增速维持在20%-30%,远超过医药工业增速。预计,2020年中国单抗市场规模可达280亿元。目前公司正积极推进单抗研发项目,布局分享百亿单抗市场。
 - 自建营销团队,全程把控产品安全。
- 投资建议: 公司是国内血制品行业龙头,疫苗业务逐步起色,单抗产品研发稳步推进,未来将逐渐形成血液制品、疫苗、单克隆抗体及重组药物为核心的大生物产业格局。基于公司血制品维持稳定高速增长,疫苗行业与公司疫苗自身增长情况,我们预计公司2017-2019年的EPS分别为1.03元、1.40元和1.76元,以6月29日收盘价计算,对应的PE分别为35.6倍、26.1倍和20.8倍,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 同行业估值比较: 对比同行业多家公司的每股收益及估值情况,公司估值均低于同行业公司以及行业平均水平。
- 风险提示: 产品安全风险;浆站监管风险;行业政策风险;产品价格波动风险;研发未达预期风险

目录

1.华兰生物---盈利能力持续走强的国家大型血制品企业	3
1.1 国家定点大型生物制品生产企业	3
1.2 血制品为主要业务收入来源.....	4
1.3 盈利能力持续增强.....	6
2.血制品行业景气度良好，集中化是未来发展趋势	7
2.1 全球血制品市场稳定增长，寡头垄断明显，美国是最大市场.....	7
2.2 我国血制品供不应求，行业景气度良好	8
2.3 政策推动，供需市场双提升	10
2.3 规模、技术研发是核心竞争力，集中化是发展趋势	12
3 国内血制品龙头，疫苗、单抗产业后起之秀	14
3.1 综合实力强，公司是国内血制品龙头	14
3.2 研发与市场实力渐显，公司是疫苗行业后起之秀.....	16
3.3 积极研发布局，分享百亿单抗市场	19
3.4 自建营销团队，全程把控产品安全	21
4. 投资建议	21
4. 同行业估值比较	22
5. 风险提示	22

1.华兰生物---盈利能力持续走强的国家大型血制品企业

1.1 国家定点大型生物制品生产企业

华兰生物工程股份有限公司（简称华兰生物，股票代码：002007），成立于1992年3月，2004年在深交所挂牌上市。公司是一家从事血液制品、疫苗、基因工程产品研发、生产和销售的国家高新技术企业，为国家定点大型生物制品生产企业。目前华兰生物拥有二十余家全资子公司，总市值超过300亿元。

图表 1 公司大楼

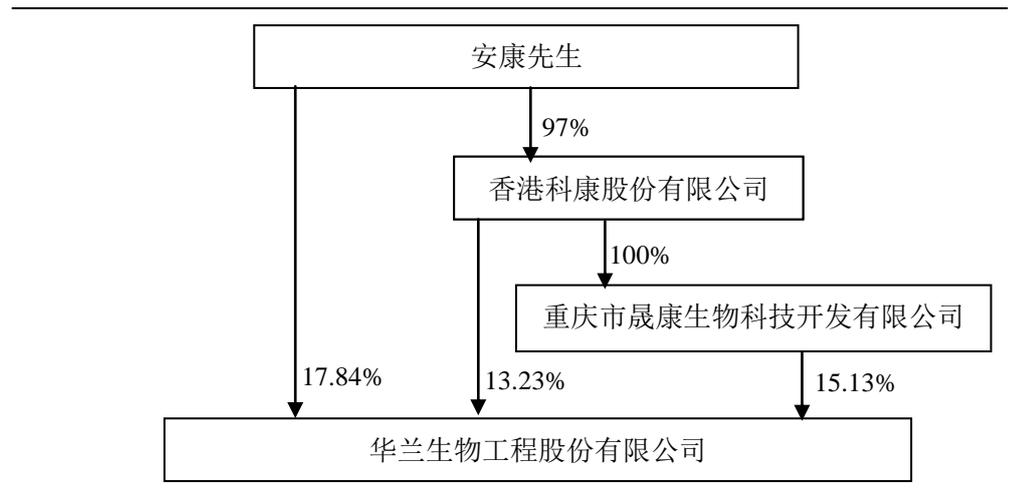


资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司控股股东

公司控股股东与实际控制人均为安康，直接和间接通过重庆市晟康生物科技有限公司、香港科康有限公司共控制公司46.20%的股份。公司股权结构图如下：

图表 2 公司股权结构图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 血制品为主要业务收入来源

公司业务包括血液制品业务和疫苗制品业务。血制品为公司主要业务收入来源，占总收入的 94.04%。

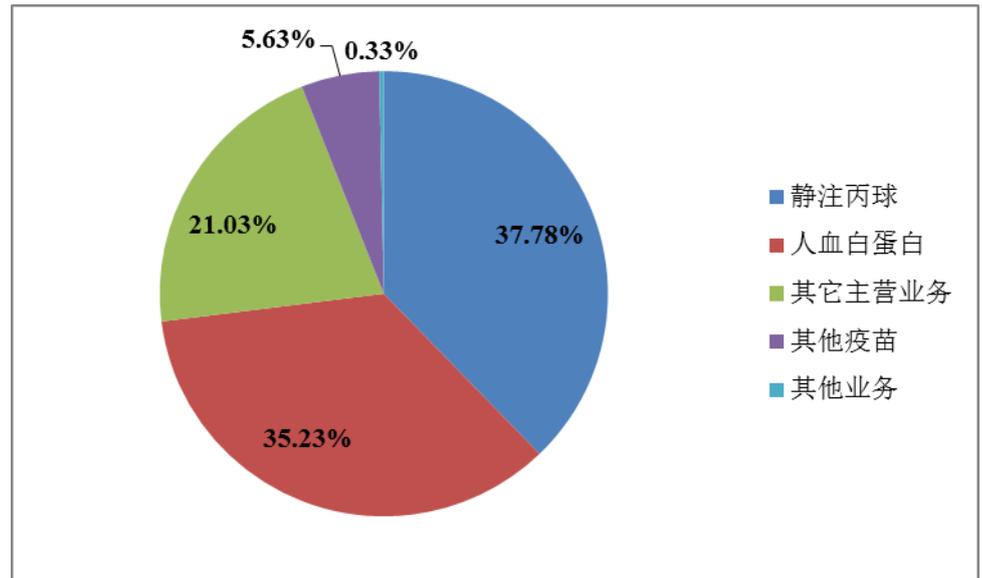
- 血液制品有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、狂犬病人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白等 11 个品种（34 个规格）。
- 公司控股子公司华兰生物疫苗有限公司从事疫苗的研发、生产和销售，目前已上市的疫苗有流感病毒裂解疫苗、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）。
- 公司参股公司华兰基因工程有限公司研发、生产单克隆抗体药物。

图表 3 公司主要产品及用途

品种	产品名称	功效
血制品类	人血白蛋白	失血创伤，烧伤引起的休克；脑水肿及损伤引起的颅压升高和持续性脑积水；肝硬化及肾病引起的水肿或腹水；低蛋白血症的防治；新生儿高胆红素血症；用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合征等。
	静注人免疫球蛋白（pH4）	原发性免疫球蛋白缺乏症、如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异性免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；继发性免疫球蛋白缺乏症，如重症感染、新生儿败血症等；自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病等。
	人免疫球蛋白	主要用于预防麻疹和传染性肝炎，若与抗生素合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效。
	乙型肝炎人免疫球蛋白	主要用于乙型肝炎预防。适用于：乙型肝炎表面抗原（HBsAg）阳性的母亲所生的婴儿；意外感染的人群；与乙型肝炎患者和乙型肝炎病毒携带者密切接触者。
	狂犬病人免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒的动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。
	破伤风人免疫球蛋白	主要是用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风抗毒素（TAT）有过敏反应者。
	人凝血因子Ⅷ	本品对缺乏人凝血因子Ⅷ所致的凝血机能障碍具有纠正作用，主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子Ⅷ缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗。
	人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子Ⅱ、Ⅶ、Ⅸ、Ⅹ缺乏症（单独或联合缺乏）包括：凝血因子Ⅸ缺乏症（乙型血友病），以及Ⅱ、Ⅶ、Ⅹ凝血因子缺乏症；抗凝剂过量、维生素 K 缺乏症；肝病导致的出血患者需要纠正凝血功能障碍；发生弥散性血管内凝血（DIC）时，凝血因子Ⅱ、Ⅶ、Ⅸ、Ⅹ被大量消耗，可在肝素化后应用；各种原因所致的凝血酶原时间延长而拟作外科手术患者，但对凝血因子Ⅴ缺乏者可能无效；治疗已产生因子Ⅷ抑制物的甲型血友病患者的出血症状；逆转香豆素类抗凝剂诱导的出血。
	人纤维蛋白原	适用于先天性纤维蛋白原减少或缺乏症；获得性纤维蛋白原减少症；严重肝脏损伤；肝硬化；弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。
	人纤维蛋白胶	用于烧伤及普通外科手术中局部止血的辅助处理。
外用冻干人凝血酶	局部止血药，辅助用于处理腹部切口创面的渗血。	
疫苗类	流感病毒裂解疫苗	可刺激机体产生抗流感病毒的免疫力，用于预防本株病毒引起的流行性感胃。
	甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗	可刺激机体产生针对甲型 H1N1 流感病毒的抗体，用于此型病毒所致流感流行的免疫预防。
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	用于预防 A、C、Y 及 W135 群奈瑟氏脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。
	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	可刺激机体产生抗乙型肝炎病毒的免疫力，用于预防乙型肝炎。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图表 4 主营业务收入构成



资料来源: wind, 山西证券研究所

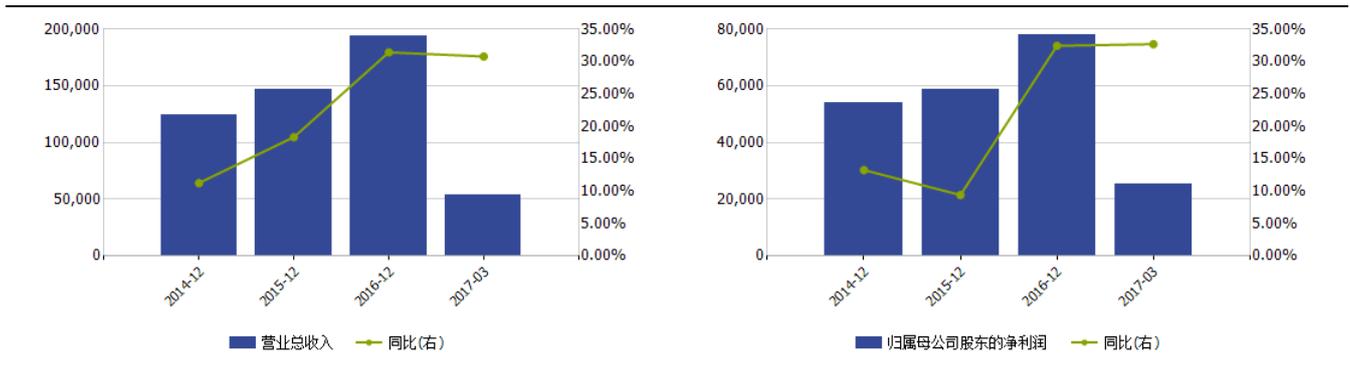
1.3 盈利能力持续增强

2017 年一季度公司实现经营收入 5,38.亿元, 较上年同比增长 30.80%; 实现归属于母公司股东的净利润 2.55 亿元, 较上年同比增长 32.71%, 2017 年一季度公司经营收入和归属于母公司股东的净利润同比相应增加的主要原因是公司销售收入增加所致。

公司 2014-2016 年实现营业收入分别为 12.43 亿元、14.72 亿元 19.35 亿元, 同比增长 11.26%、18.36%、31.45%; 2014-2016 年实现归属于母公司股东的净利润分别为 7.80 亿元、5.89 亿元、5.38 亿元, 同比增长 13.27%、9.42%、32.45%。公司营业收入与归属于母公司股东的净利润逐年增长, 增速逐年加快, 主要原因是通过新建单采血浆站和提升现有单采血浆站的采浆能力, 公司血液制品业务得到快速增长, 2014-2016 年采浆量分别同比增长 20%、30%、40% 以上, 公司盈利能力持续增强。

图表 5 2014-2017 年一季度营业收入及同比增长 (单位: 万元)

图表 6 2014-2017 年一季度归属母公司净利润及同比增长 (单位: 万元)



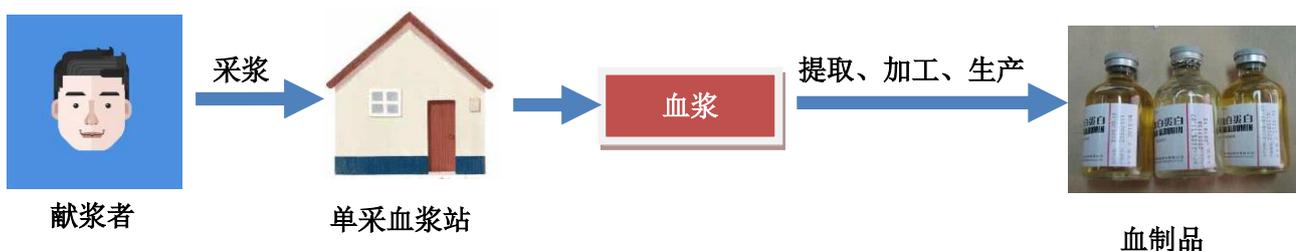
资料来源: wind, 山西证券研究所

资料来源: wind, 山西证券研究所

2. 血制品行业景气度良好，集中化是未来发展趋势

血制品是指各种人血浆蛋白制品，包括人血白蛋白、人胎盘血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、肌注人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白、特异性免疫球蛋白、乙型肝炎、狂犬病、破伤风免疫球蛋白、人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原、抗人淋巴细胞免疫球蛋白等。血制品原料是血浆，人血浆中有 92% - 93% 是水，仅有 7%-8% 是蛋白质，血制品就是从这部分蛋白质分离提纯制成的。

图表 7 血制品生产流程



资料来源: 山西证券研究所

2.1 全球血制品市场稳定增长，寡头垄断明显，美国是最大市场

全球血制品市场稳定增长

根据 MRB 数据，2015 年全球血浆来源血制品市场规模 180-190 亿美元，加上重组凝血因子约 75 亿美元的市场规模，全球血制品（含重组）市场约 250 亿美元，近几年保持 5%-6% 的稳定增长。

寡头垄断明显

国外血液制品企业目前有 20 家左右（除中国），全球年采血浆量约为 3 万多吨，其中 CSL Behring（贝林）、Baxalta（百深）、Grifols（基立福）、Octapharma（奥克特玛）四大巨头的采浆量就占据了主要市场的 80% 左右，市场份额占据了 50 以上%。

图表 8 2015 年国际四大血制品企业销售情况

企业	国家	血制品销售额 (亿美元)	营收市场占比 (%)	细分产品市场情况
CSL	澳大利亚	45.49	18.2	全球静丙+肌病市市场占比排名第一，24%，其中静丙占比 20%；全球白蛋白市场占比排名第一，23%；血源凝血因子、重组凝血因子市场占比分别为 13%，6%。
Baxalta	美国	37.03	14.8	产品市场占比均居前列：重组产品市场占比 40%，其中重组凝血因子占比 31%；静丙、血源凝血因子、其他白蛋白市场占比分别为 21%、15%、12%。
Grifols	西班牙	33.95	13.6	血源凝血因子市场占比居首位，23%；静丙与白蛋白市场占比分别为 24%与 17%。
Octapharma	瑞士	16.95	6.8	-

资料来源：网上公开资料，山西证券研究所

美国是全球主要血浆采集地和最大消费国

美国是世界上唯一一个可以血制品自给自足的国家。2014 年，美国采浆量约 3.2 万吨，欧洲采浆量仅约 2400 吨，中国采浆量约 5000 吨，美国年采浆能力占到全球的 80% 左右，浆站数量达到 478 家，产品一半满足本国，一半可供出口。三大血制品巨头中，Grifols 的 159 个浆站全部在美国，CSL 的 128 个浆站中有 120 个在美国，Baxalta 的 87 个浆站中 80 个在美国。此外，美国同时也是全球最大的血制品消费国，其血制品市场销售额占全球的 40%，人免疫球蛋白类产品几乎占了一半的销售额（不包括基因重组产品）。

2.2 我国血制品供不应求，行业景气度良好

我国血制品供不应求，市场仍有较大增长空间

从各方面水平来看，我国血制品市场与美国均有较大差距。2016 年国内

血液制品采浆量为 7000 吨左右，而潜在需求量不低于 14000 吨，采浆量离供需平衡点还有较大缺口，市场仍有较大增长空间。

图表 9 中国与美国血制品供需情况对比

比对指标	中国	美国
浆站	200 余家	超过 500 家
采浆量（2014 年）	约 5200 吨	约 3.2 万吨
每千人平均采浆量	2014 年为 3.65L	均在 15L 以上，美国 2014 年更超过 80L
单次采浆量限制	580ml	690/825/880ml (根据献浆者体重划分)
献浆频率限制	最短间隔 14 天	间隔>48 小时
最多可提取产品数量	11	近 20 种
人均消费量	美国血白蛋白人均消费量是中国的 2.5 倍、静丙是 15.8 倍、凝血因子是 15.9 倍。	

资料来源：国金证券研究所，网上公开资料，山西证券研究所

行业景气度良好，增长迅速

国内血液制品行业处于高景气度状态。2015 年国内血液制品市场规模由 2011 年 109 亿元增加至 165 亿元，近五年年均复合增长率为 17.8%，远高于全球与国内医药行业整体增速。受下游需求旺盛、原料血浆紧缺、浆站及采浆量逐年提升等因素推动，预计 2015-2019 年血制品行业的年均复合增长率为 27.8%，到 2019 年市场规模有望增长至 557 亿元。

图表 10 2011-2019 年我国血制品市场规模



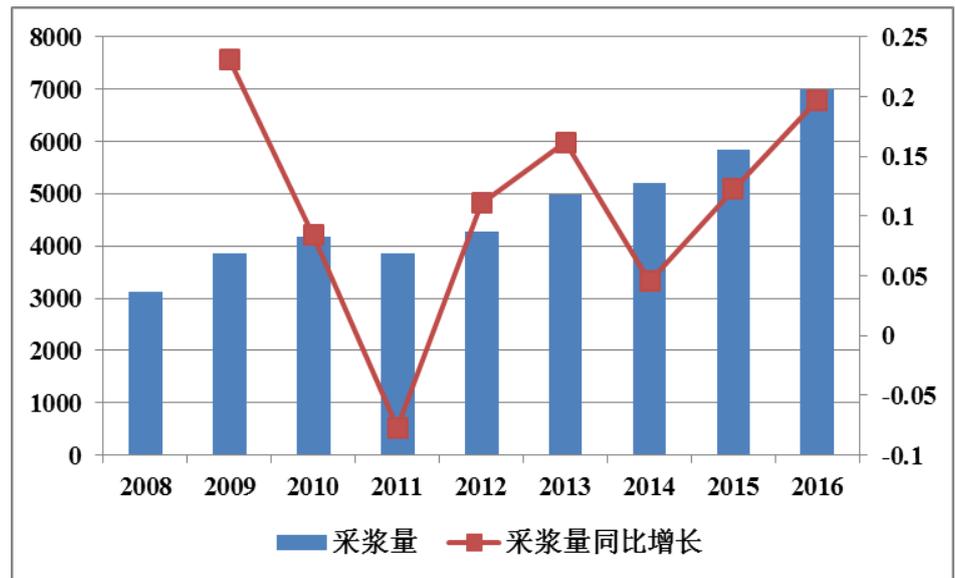
资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

2.3 政策推动，供需市场双提升

浆站审批与建设提速，采浆量逐年增加

由于安全事故频发，多地层发生献血卖血感染艾滋病事故，2007 年国家出手整顿，采浆量大幅下降，之后还发生过 2011 年的贵州浆站关停事件，采浆量和浆站数也都维持曲折前进趋势。直到 2012 年卫生部发布《单采血浆站管理办法通知》“鼓励各地设置审批浆站，扩大采浆区域，提高采浆量”，政策审批提速，浆站获批速度明显加快。血浆资源拥有量是血液制品企业主要竞争力，在政策的推动下，各企业积极新建浆站，扩大采浆量。截止 2015 年底，单采血浆站数已突破 200 家，2011 年-2016 年采浆量同比增速基本均超 10%，预计未来几年内仍将维持高速增长。

图表 11 2008-2016 年我国浆站数（家）及同比增长



资料来源：网上公开资料，山西证券研究所

医保适用范围扩增，市场空间将得到进一步提升

2017 年 2 月，人社部印发了《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）〉的通知》（人社部发〔2017〕15 号），正式公布了 2017 年版国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，虽然与 2009 年版相比血制品品种没有发生变化，但保险报销的药品适用范围进行了扩增。药品报销范围的增加，使终端需求近进一步增加，市场空间得到进一步提升。

图表 12 新版医保血制品用药增加范围内容

血制品品种	增加范围
人凝血酶原复合物	乙型血友病和伴有因子 VIII 抑制物的血友病患者
人血白蛋白	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
静注人免疫球蛋白 (PH4)	限原发性免疫球蛋白缺乏症；新生儿败血症；重型原发性血小板减少症；川崎病；全身型重症肌无力；急性格林巴利综合症

资料来源：国金证券研究所，网上公开资料，山西证券研究所

价格开放推动涨价空间释放，市场规模持续扩大

2015 年上半年，发改委等七部委联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，自 2015 年 6 月起，血制品等药品的最高零售价限制正式放开，改由市场调节，打破了束缚血制品提价的障碍。2016 年，白蛋白价格稳中有升，静丙涨价约 20%，纤维蛋白原经过两波涨价，累计幅度达到 185%，在福建省招标中华兰生物的冻干人凝血酶原复合物也涨了 36%。血液制品一直处于供不应求的状态，临床适用症状以及老龄人口数量的不断增加，血制品报销范围扩大等将继续增加血制品临床需求，加剧供需矛盾，一段时间内相关品种依然存在涨价空间，市场规模持续扩大。

2.3 规模、技术研发是核心竞争力，集中化是发展趋势

从 2001 年起我国不再批准新的血液制品企业，目前我国共有近 30 家血液制品生产企业，大多规模小、产品单一。按规模和产品种类，我国血液制品生产企业的竞争概况如下：

- 以泰邦生物、华兰生物、天坛生物、上海莱士为代表的企业浆站数量多，投资量大，产品线较为丰富。2016 年国内血液制品采浆量为 7000 吨左右，中生集团、华兰生物、上海莱士、泰邦生物的采浆量占全国的近 60%；
- 以博雅生物、双林生物等为代表的企业所拥有的浆站数量和产品线也比较多，并且部分企业在所在区域还拥有浆源垄断优势，在产品供不应求的大背景下，这类公司目前经营状况也比较好，发展进入良性循环；
- 另外的十余家企业则产品线较为单一，浆站数量很少，目前经营状况一般，发展前景的不确定性相对较大。

对于原材料生产的上游和药物制造的中游高度整合的血制品行业来说，血液制品生产企业拥有更多的浆站、能获取更多的原料血浆，则能获得更多的生存和发展空间，反之其发展将受到较大的制约，规模意味着低成本和竞争力，并购是其扩大规模的最常用手段，我国近年来行业并购整合活动频发，多家实力企业通过并购获得规模效应。

图表 13 2008-2017 年国内血液制品并购重组事件

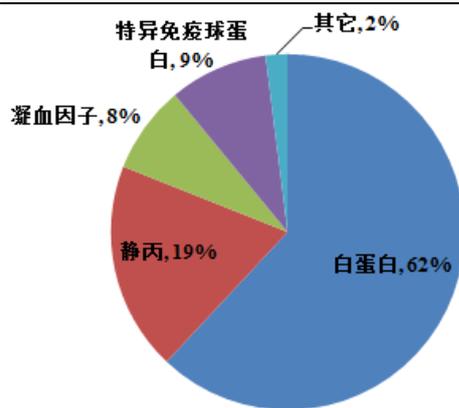
时间	收购方	标的	作价	受让股权
2008.01	泰邦生物	西安回天	4400 万	35%
2008.09	泰邦生物	大林生物	1.9 亿美元	90%
2009.07	天坛生物	成都蓉生	5.5 亿元	90%
2011.01	泰邦生物	大林生物	753 万美元	10%
2012.11	博雅生物	浙江海康	1.2 亿元	68%
2013.06	博雅生物	海康生物	3643.8 万元	32%
2013.07	上海莱士	邦和药业	18 亿元	100%
2014.09	上海莱士	同路生物	47.6 亿元	89.8%
2016.02	天坛生物	上海所、兰州所、武汉所	--	--
2017.03	天坛生物	贵州中泰	3.608 亿元	80%

资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

技术研发也是企业真正的长期核心竞争力所在：

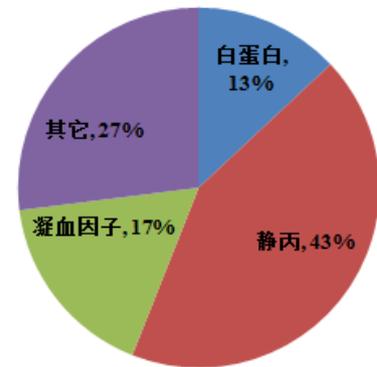
- 目前我国仍处于白蛋白占主导地位的阶段，相比白蛋白，静注人免疫球蛋白和凝血因子类产品人均使用量与国外有更大的差距。此外，国内白蛋白和静注人免疫球蛋白的分离技术已经较为成熟，全国几乎所有血制品企业都能生产人血白蛋白，其产量基本受制于投浆量。未来随着血浆供需矛盾的缓解及人血白蛋白市场的饱和，血液制品的消费格局会向国外靠拢，国内血液制品发展重点将在免疫球蛋白、凝血因子类产品以及新产品的研发。因此长远来看，企业能否在保持和增强现有主流产品的基础上，充分利用血浆资源，开发利用其他高附加值的凝血因子类产品和特异性免疫球蛋白产品等的生产能力就显得至关重要。研发能力强、拥有完善的产品线的企业才能在竞争中脱颖而出。

图表 14 国内血制品市场销售结构



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

图表 15 国外血制品市场销售结构



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

➤ 另一方面，我国从原料血浆采集到血液制品生产销售各个环节不断加强行业监管以保障血液制品的质量。2016年12月份国家卫生部发布《关于促进单采血浆站健康发展的意见》国卫医发[2016]66号，提出要严格新增单采血浆站设置审批。省级卫生计生行政部门要认真对照《血液制品管理条例》、《单采血浆站管理办法》、《关于单采血浆站管理有关事项的通知》等文件规定，按照向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜原则，依法做好单采血浆站设置审批工作。因此随着监管的严格，研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品企业将在未来审批浆站中受益。

未来，规模较大、技术研发实力将强的企业将主导市场，而规模小、生产水平低的企业将逐渐被市场并购或淘汰，行业集中度持续提升。

3 国内血制品龙头，疫苗、单抗产业后起之秀

3.1 综合实力强，公司是国内血制品龙头

华兰生物是首家通过血制品行业 GMP 认证的企业，具备雄厚的技术开发实力、领先的技术水平、一流的生产设备、科学的经营管理和完善的质量保证。

- 截止 2016 年底，公司共有单采浆站 23 家，血浆资源丰富，采浆量稳步提升，2016 年采浆量 1000 余吨，较 2015 年增加 40% 多，全国采浆量占比高达 15% 左右，处于行业领先地位。基于行业的倾斜政策及公司自身实力，公司的浆站规模及采浆能力仍将进一步扩大提升，血浆资源逐步提高，维持

行业领先水平。

图表 16 2016 年国内主要血制品公司浆站数及采浆情况

公司简称	浆站数 (家)	2016年采浆量 (吨)
泰邦生物	15	~1100
华兰生物	23	1028
上海莱士	35	~900
天坛生物(成都蓉生)	18	683
卫光生物	7	319
ST 生化	13	302
博雅生物	10	256

资料来源: 各公司公告, 亿方博, 山西证券研究所

- 目前公司血液制品共有 11 个品种 34 个规格, 是国内少数可从血浆中提取六种组分以上的血制品生产企业, 产品品种、血浆综合利用率均居行业前列, 规格行业最全。其中 8 个品种已列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017 年版)》。

图表 17 国内主要血制品公司可生产产品种数

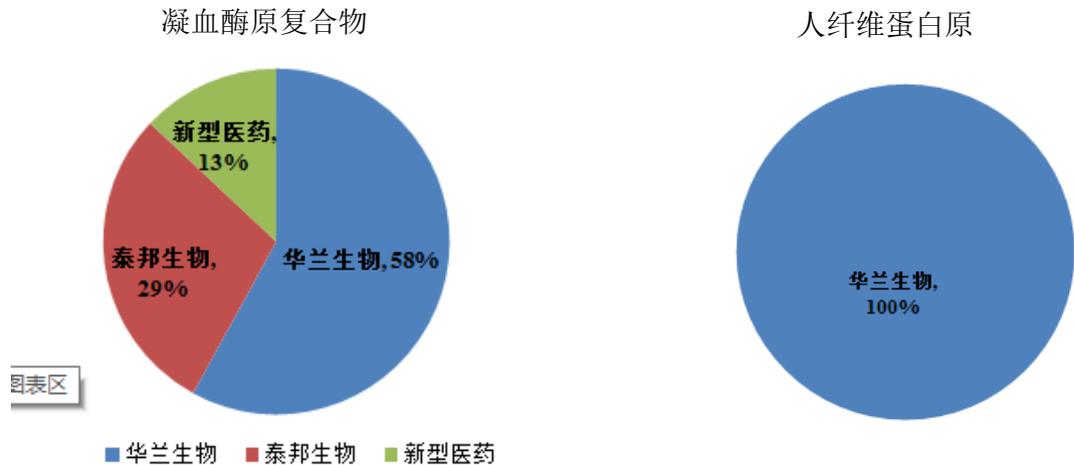
公司简称	可生产血制品 (种)
华兰生物	11
上海莱士	11
泰邦生物	8
天坛生物	8
卫光生物	8
博雅生物	6
ST 生化	6

资料来源: 各公司公告, 亿方博, 山西证券研究所

凝血因子产品类为公司优势品种, 2016 年公司人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原的重点医院销售均保持行业第一, 分别占比 58%、100%。目前公司血液制品新建分装线(人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原)于 2016 年 12 月已通过 GMP 认证, 公司凝血因子类产品的产量将大幅提升。另随着国内血制品消费格局逐渐向国外靠拢的趋势, 凝血因子类产品占整个血

制品市场份额将逐步增长。公司凝血因子产品增长空间巨大。

图表 18 2016 年 凝血酶原复合物与人纤维蛋白原重点医院销售统计



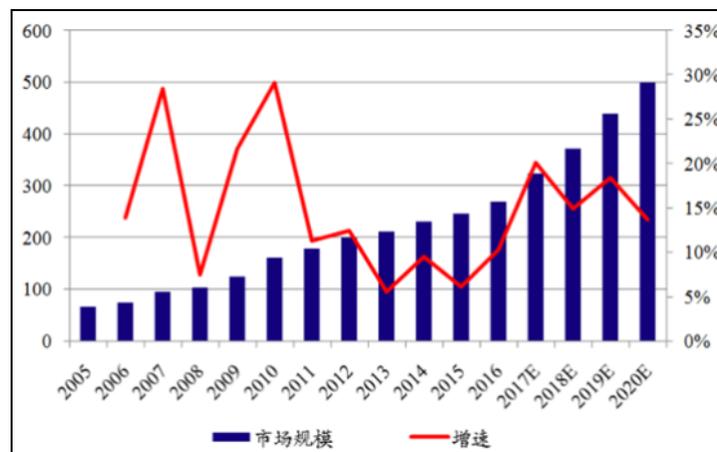
资料来源：亿方博，山西证券研究所

未来一段时间内血液制品企业的竞争力仍将由血浆资源拥有量及血浆综合利用能力决定，公司具备极强的竞争优势，行业龙头地位屹立不倒。

3.2 研发与市场实力渐显，公司是疫苗行业后起之秀

2011-2015 年国内疫苗市场均复合增长率约 8.3%左右，2014 年国内疫苗市场规模已达到 200 亿，占医药工业总产值的 0.78%，相较于全球 2.5%的水平，成长空间巨大。随着二胎新政的实施以及健康中国的提出，我国疾病预防需求的扩大，疫苗品种及接种量的扩增，市场潜力将进一步快速释放，预计 2020 年我国疫苗市场规模将突破 500 亿元，5 年复合增长率约 15%。

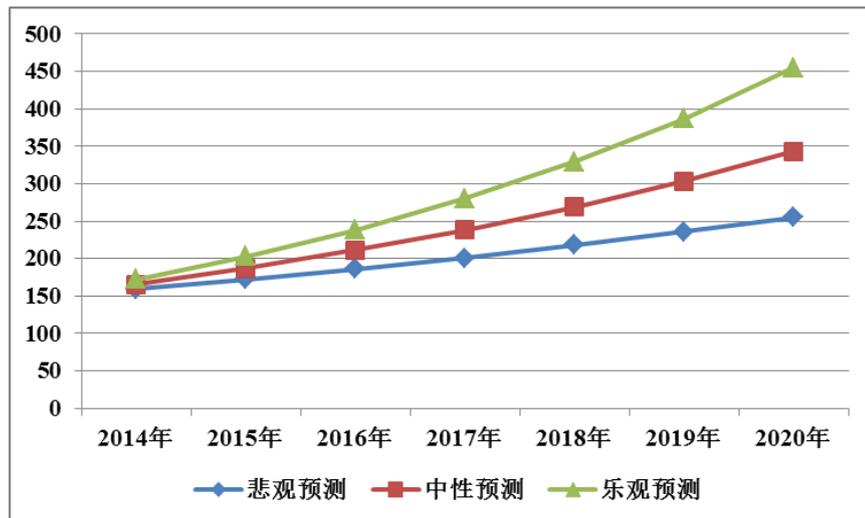
图表 19 2005-2020 年我国疫苗市场规模（亿元）及同比增长



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

我国儿童主要一类苗的接种率处于较高水平，二类疫苗接种率较低。近几年随着居民收入的不断提高和预防保健意识的普遍增强，二类疫苗接种率快速增长，2014年二类疫苗销售超过一类疫苗占据了疫苗市场总额的59%。二类疫苗是整个疫苗市场增长的主要驱动力，到2020年，我国二类疫苗市场规模最大将达到455亿元左右。

图表 20 2014-2020 年中国二类疫苗市场规模及预测（亿元）



资料来源：产业前瞻研究院，山西证券研究所

二类疫苗是公民自费并且自愿受种的其他疫苗，由于其定价市场化程度高，毛利率较高，民营外企参与程度高，民营企业占据主要市场，2014年民营企业第二类疫苗批签发量占国内二类疫苗批签发量的62.47%，相当于国有企业和外资企业占比总和的1.66倍。

图表 21 2012-2014 年国内二类疫苗批签发情况

主要企业	2014 年	2013 年	2012 年
国有企业	19.03%	27.15%	21.42%
民营企业	62.47%	59.93%	63.47%
外资企业	18.50%	12.93%	15.11%
二类疫苗批签发数量 占批签发总量的比重	39.69%	39.50%	39.43%

资料来源：中国食品药品检定研究所，山西证券研究所

公司子公司华兰生物疫苗有限公司为国内最大的现代化疫苗生产基地之一，主要开发生产人用细菌性疫苗、病毒性疫苗、基因工程疫苗等高科技产品，

目前已上市的疫苗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、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）。公司季节性流感疫苗的生产能力，是我国最大的流感病毒裂解疫苗生产基地。2009 年春，全球爆发甲型 H1N1 流感疫情，华兰生物以最快的速度 and 最优的质量研制出世界第一批甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗。

研发方面，公司整合研发资源，集中优势开发疫苗新产品，新产品的不断获批，产品线不断丰富，疫苗规模效应将逐步显现，公司综合竞争力在逐步提升。

图表 22 公司临床在研疫苗相关情况（截止 2016 年底）

产品	进度	国内市场情况
冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	完成 III 期临床试验，并已进入申报文号阶段	产值排名我国疫苗市场的第一位，年接种数量在 1300 万人份以上，销售额在 20 亿元左右
H7N9 流感病毒	完成 I 期临床试验，已启动 II 期临床试验	尚未上市
四价流感病毒裂解疫苗	已完成 III 临床试验，正在准备申报文号	目前国内上市的流感疫苗均为三价疫苗，尚无四价疫苗上市
吸附破伤风疫苗	正在开展 III 期临床试验	武汉生物制品研究所有限责任公司独占市场

资料来源：公司公告，山西证券研究所

国际市场方面，2016 年，流感病毒裂解疫苗通过世界卫生组织预认证后，首次实现出口；ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗通过了世界卫生组织流行病控制疫苗紧急接种和储备小组专家的快速评估，并得到高度评价。目前公司正积极推进 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗 WHO 预认证工作，努力开拓国际市场。通过世界卫生组织预认证为契机，加大与国际组织的交流与合作，积极推进拓展国际市场。

作为中国疫苗企业的后起之秀，公司疫苗市场份额不断提升，疫苗业务是公司新的重要利润增长点。

3.3 积极研发布局，分享百亿单抗市场

近年来单克隆抗体以靶向性强、特异性高、副反应小等优势在癌症治疗、自身免疫疾病等疑难杂症的治疗领域得到了快速发展。单克隆抗体药物是当今国际医药界的前沿领域，科技含量高、经济效益好，市场前景广阔，在未来相当长的时间内保持较高的景气度，成为全球生物制药领域的佼佼者。

2016 年全球抗体类药物市场已超过 1000 亿，不到 20 年的时间里增长了 300 多倍。2016 年单抗药物在全球十大畅销药品排行榜上占有六个席位，销售额达到 500 多亿美元。

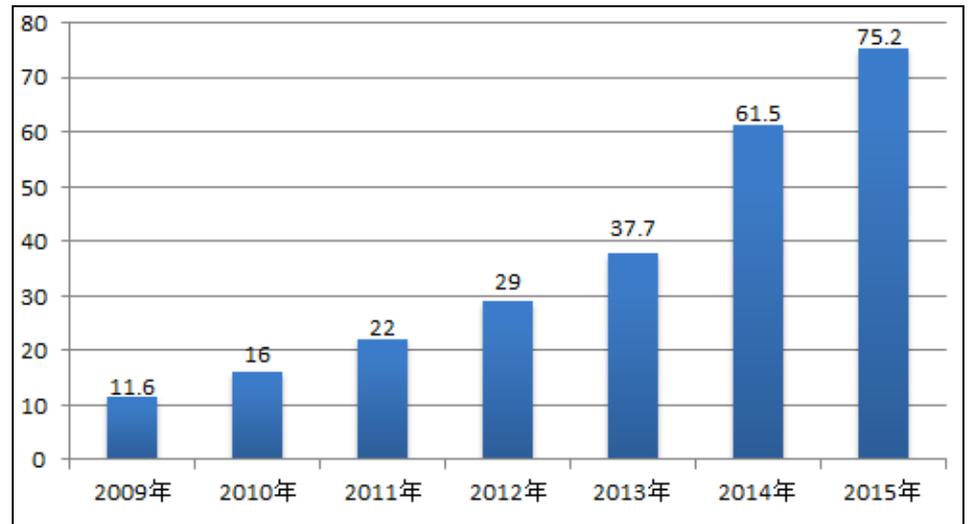
图表 23 2016 年全球十大畅销药品排行榜

药品名称	销售额（亿美元）
阿达木单抗	160.78
复方索非布韦/雷迪帕韦	90.00
依那西普	88.74
英夫利昔单抗	87.00
利妥昔单抗	73.00
来那度胺	69.74
贝伐珠单抗	67.83
曲妥珠单抗	67.82
白喉 CRM197 蛋白	57.18
甘精胰岛素	52.00
合计	713.45

资料来源：中国制药网，山西证券研究所

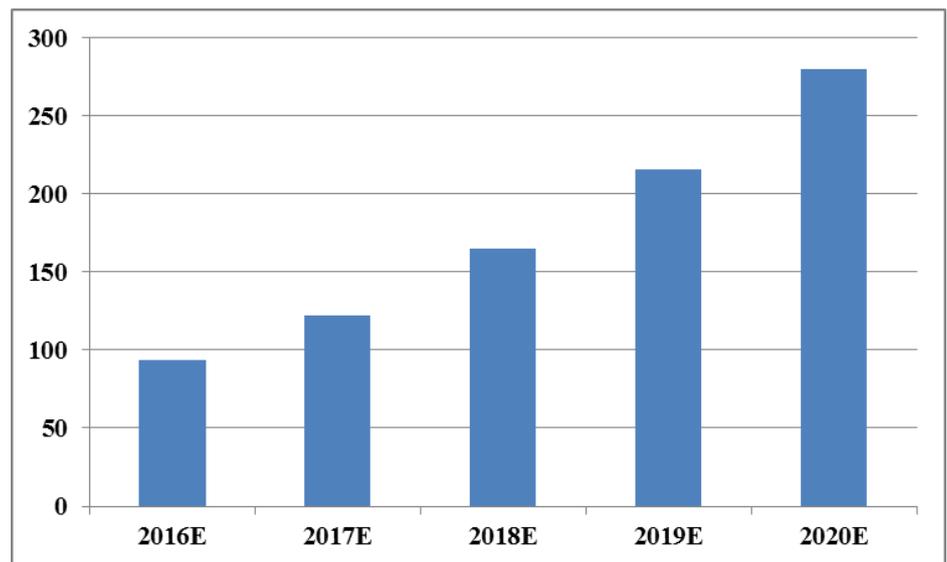
中国正成为全球生物药增速最快的市场之一。火石创造数据显示，2015 年，中国国内单抗药物市场规模约为 75.2 亿元，相对 2014 年的 61.5 亿元增长了 13.7 亿元，同比增长 22.3%，远远高于整个医药化工的增速。粗略估计，未来几年国内单抗市场增速将在 20%-30% 内，甚至有可能超过 30%，2020 年中国单抗市场规模可达 280 亿元。

图表 24 2009-2015 年中国单抗药物市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

图表 25 2016-2020 年中国单抗市场规模预测（亿元）



资料来源：中投顾问产业研究中心，山西证券研究所

公司参股公司华兰基因工程有限公司研发、生产单克隆抗体药物，目前已取得一定进展，有望陆续上市并打开公司的长远发展空间，为公司培育新的利润增长点，分享百亿单抗市场。

图表 26 公司在研单抗产品相关情况（截止 2016 年底）

产品	进度	国内市场情况
曲妥珠单抗	获得临床试验批件，正在按计划开展临床试验	2015 年国内市场规模为 16.38 亿元
利妥昔单抗		2015 年国内市场规模为 15.90 亿元
贝伐单抗		2015 年国内市场规模为 3.82 亿元
阿达木单抗		2015 年国内市场规模为 1.79 亿元
帕尼单抗	正在进行临床前研究	尚未上市
德尼单抗		尚未上市
伊匹单抗		尚未上市

资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.4 自建营销团队，全程把控产品安全

子公司华兰生物医药营销有限公司，成立于 2005 年 2 月 28 日，主营血制品、疫苗。目前在全国各省市、自治区设立有驻外办事机构，售后服务网络覆盖全国。公司严把流通环节药品质量关，从药品购进验收到出库冷链运输，每个环节均有严格的操作规程。公司拥有独立的冷链运输车队，药品从购进到储运，全程实施电子监控，GPRS 定位系统可准确掌握药品的实时位置和环境温度，电子监管码的管理，可追溯每支药品的整个购销过程，可有效的保证生物制品疫苗流通环节的质量安全。

长期专业化营销团队及销售业务链的打造，使公司能够尽快适应行业药品“两票制”，疫苗“一票制”及“全程可追溯冷链”制度的要求，放大市场竞争优势，提高市场占有率。

4. 投资建议

公司是国内血制品行业龙头，疫苗业务逐步起色，单抗产品研发稳步推进，未来将逐渐形成血液制品、疫苗、单克隆抗体及重组药物为核心的大生物产业格局。基于公司血制品维持稳定高速增长，疫苗行业与公司疫苗自身增长情况，我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.03 元、1.40 元和 1.76 元，以 6 月

29 日收盘价计算，对应的 PE 分别为 35.6 倍、26.1 倍和 20.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 同行业估值比较

对比同行业多家公司的每股收益及估值情况(同行业公司数据来源于 wind 一致预测)，公司估值均低于同行业公司以及行业平均水平。

图表 27 同行业估值比较

代码	简称	EPS				PE (TTM)				2017.6.29 股价
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
002007.SZ	华兰生物	0.84	1.03	1.40	1.76	43.7	35.6	26.1	20.8	36.66
600161.SH	天坛生物	0.51	0.72	0.97	1.27	132.2	54.3	40.4	30.8	39.11
002880.SZ	卫光生物	1.89	1.73	2.02	2.27	-	45.4	38.8	34.4	78.26
300294.SZ	博雅生物	1.02	0.92	1.29	1.68	66.3	44.4	31.8	24.3	40.93
000403.SZ	ST 生化	0.20	0.37	0.56	0.86	130.8	83.6	55.2	36.0	30.93 (停牌)
平均 PE						93.3	46.2	29.26	29.26	-

资料来源: wind, 山西证券研究所

注: 同行业公司数据来源于 wind 一致预测

5. 风险提示

- (1) 产品安全风险;
- (2) 浆站监管风险;
- (3) 行业政策风险;
- (4) 产品价格波动风险;
- (5) 研发未达预期风险

图表 28 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,182	4,211	5,608	7,279	营业收入	1,935	2,542	3,305	4,340
现金	486	508	661	868	营业成本	764	997	1,291	1,690
应收账款	297	312	401	575	营业税金及附加	18	22	25	26
其他应收款	9	8	11	16	销售费用	68	94	85	134
预付账款	24	(18)	(30)	(64)	管理费用	274	363	476	610
存货	931	1,078	1,424	1,918	财务费用	(16)	2	23	45
其他流动资产	1,435	2,322	3,141	3,966	资产减值损失	32	23	5	3
非流动资产	1,468	1,347	1,253	1,105	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	28	25	24	投资净收益	43	43	43	43
固定资产	1,019	954	890	825	营业利润	838	1,085	1,443	1,875
无形资产	211	184	174	159	营业外收入	70	36	81	40
其他非流动资产	220	180	164	96	营业外支出	5	4	5	4
资产总计	4,650	5,558	6,861	8,384	利润总额	904	1,117	1,520	1,910
流动负债	215	595	1,185	1,730	所得税	133	167	228	287
短期借款	0	363	903	1,358	净利润	771	949	1,292	1,624
应付账款	63	81	101	137	少数股东损益	(9)	(7)	(14)	(16)
其他流动负债	152	150	180	235	归属母公司净利润	780	957	1,305	1,640
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	966	1,165	1,543	1,996
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.03	1.40	1.76
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	215	595	1,185	1,730					
少数股东权益	217	210	196	180	主要财务比率				
股本	930	930	930	930	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	395	395	395	395	成长能力				
留存收益	2,893	3,428	4,155	5,149	营业收入	31.45%	31.40%	30.02%	31.30%
归属母公司股东权益	4,218	4,753	5,479	6,473	营业利润	25.45%	29.39%	33.05%	29.88%
负债和股东权益	4,650	5,558	6,861	8,384	归属于母公司净利润	32.45%	22.59%	36.45%	25.65%
					获利能力				
					毛利率(%)	60.54%	60.79%	60.94%	61.05%
					净利率(%)	40.33%	37.63%	39.49%	37.79%
					ROE(%)	17.39%	19.12%	22.76%	24.41%
					ROIC(%)	21.82%	24.36%	24.39%	25.00%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	4.62%	10.70%	17.27%	20.64%
					净负债比率(%)	-7.87%	-5.91%	-7.57%	-8.81%
					流动比率	14.80	7.08	4.73	4.21
					速动比率	10.47	5.27	3.53	3.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.50	0.53	0.57
					应收账款周转率	9.32	8.59	9.53	9.14
					应付账款周转率	36.08	35.17	36.15	36.42
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.03	1.40	1.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.12	0.18	0.43
					每股净资产(最新摊薄)	4.53	5.11	5.89	6.96
					估值比率				
					P/E	43.7	35.6	26.1	20.8
					P/B	8.1	7.2	6.2	5.3
					EV/EBITDA	34.08	29.80	22.85	17.92

资料来源:山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明