

## 华兰生物(002007)/生物制品

## 表观增速低于预期, 关注扣非利润

**评级: 增持(下调)**

市场价格: 35.26

目标价格: 42.35—48.4

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

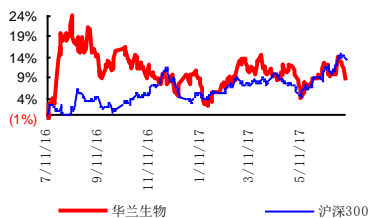
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 赵磊

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	930
流通股本(百万股)	803
市价(元)	35.26
市值(百万元)	32,795
流通市值(百万元)	28,325

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 华兰生物(002007)-2017年一季报点评: 一季度增速略超预期, 经营良好的“血制品强者”-买入-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20170426
- 2 2016年年报点评: 业绩保持高速增长, 未来强者恒强
- 3 采浆量可持续增长带动公司未来2-3年业绩持续成长

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,471.76	1,934.67	2,316.06	2,708.92	3,152.41
增长率 yoy%	18.36%	31.45%	19.71%	16.96%	16.37%
净利润	589.12	780.31	937.92	1,125.09	1,346.75
增长率 yoy%	9.42%	32.45%	20.20%	19.96%	19.70%
每股收益(元)	1.01	0.84	1.01	1.21	1.45
每股现金流量	0.94	0.35	0.60	0.89	0.48
净资产收益率	16.11%	18.50%	19.61%	19.04%	18.56%
P/E	43.42	42.61	35.28	29.41	24.57
PEG	4.61	1.31	1.75	1.47	1.25
P/B	6.99	7.88	6.92	5.60	4.56

备注: 数据截止 2017.07.04

**投资要点**

- **事件:** 2017年7月4日晚公司发布2017年半年度业绩预告修正公告, 2017年上半年预计归母净利润4.10亿元至4.72亿元, 同比增长0%-15%。
- **点评:** 受政府补助影响, 表观增速低于预期。扣除补助影响, 预计增速在15%-25%左右。(1) 修正后的2017年上半年业绩预告预计归母净利润4.10-4.72亿元, 同比增长0%-15%, 预计扣非(仅考虑补助)后增速在12%-29%。2017Q1归母净利润2.55亿元(32.7%+)、扣非在33%左右, 2017-2Q归母净利润在1.55-2.17亿元(-29%至-0.6%)左右, 扣非增速在-11%-26%左右。上半年业绩主要受两票制、产品销售承压和政府补助减少影响, 二季度单季度波动较大, 其中政府补助影响最大;(2) 2016年血制品行业采浆量达到7100吨左右(+21.5%), 2013-2016年采浆量CAGR达到12.6%, 增速较快, 而血制品企业在学术推广上比较薄弱, 加上两票制等对销售、应收账款的影响, 所以短期销售出现一定影响。
- **血制品业务: 成长有可持续性、现金牛企业属性特征。**(1) 采浆量增长可持续性, 带动公司业绩持续成长。1、过去新批浆站数量多, 未来还有新批浆站可能性: 2014-2016新批浆站数量共9个, 拉动采浆量的增长; 根据河南省血液制品规划政策执行的延续性, 未来有继续获批浆站的可能性; 2、采浆量的增长带来业绩成长可持续性: 2016年采浆量略超1000吨, 增长40%; 2017年增长20-30%, 假如2017年还有新批浆站, 2018年的采浆量增长有望继续保持20%, 未来三年业绩成长具有可持续性; 3、血制品价格有所松动。(2) 血浆利用率决定长期竞争力, 华兰品类11个国内领先。华兰生物产品线国内仅次于上海莱士(12个), 属于第一梯队。较高的血浆利用率使得华兰生物的血制品业务常年保持60%以上毛利率, 高出行业平均4个百分点。重庆公司2017年6月5日取得“人凝血酶原复合物药物临床试验批件”。
- **单抗和疫苗业务奠定长期发展基石。**(1) **单抗:** 公司布局曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗、阿达木单抗4大品类。截止2017年2月16日4大单抗产品均已获得临床试验批件, 贝伐单抗已进入I期临床试验。公司在单抗领域布局曲妥珠等多个大品类, 研发管线为公司长期发展提供坚实的基础, 2020年后公司单抗业务或将进入收获期。(2) **疫苗:** 公司流感疫苗已通过WHO认证, 有望在2017-2018年打开国际市场; AC群流脑球菌多糖疫苗和小儿重组乙肝疫苗已进入申报生产阶段, 疫苗业务或将迎来拐点。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到血制品市场销售因素, 我们下调2017-2019年公司营业收入为23.16、27.09、31.52亿元, 同比增长19.71%、16.96%、16.37%, 归属母公司净利润9.38、11.25、13.47亿元, 同比增长20.20%、19.96%、19.70%, 对应EPS为1.01、1.21、1.45元。公司是血制品企业中产品线最为丰富的龙头之一, 3年内新开浆站达到9个, 采浆量增长的可持续性; 同时在单抗和疫苗领域布局多品种打造长期业绩发展基石, 但考虑销售承压, 给予2018年35-40X PE, 目标价42.35-48.4, “增持”评级。
- **风险提示:** 采浆量不及预期的风险; 血制品业务毛利率进一步下降的风险; 疫苗业务品种较为单一的风险; 单抗业务研发投入过大影响利润的风险。

**图表 1：华兰生物财务模型预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,243	1,472	1,935	2,316	2,709	3,152
增长率	11.26%	18.4%	31.5%	19.7%	17.0%	16.4%
营业成本	-474	-619	-764	-891	-1,028	-1,195
% 销售收入	38.1%	42.1%	39.5%	38.5%	37.9%	37.9%
毛利	769	853	1,171	1,425	1,681	1,958
% 销售收入	61.9%	57.9%	60.5%	61.5%	62.1%	62.1%
营业税金及附加	-9	-9	-18	-18	-21	-25
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-47	-20	-68	-58	-65	-63
% 销售收入	3.8%	1.4%	3.5%	2.5%	2.4%	2.0%
管理费用	-182	-219	-274	-371	-406	-441
% 销售收入	14.6%	14.9%	14.1%	16.0%	15.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	531	605	811	979	1,189	1,428
% 销售收入	42.7%	41.1%	41.9%	42.3%	43.9%	45.3%
财务费用	20	47	16	18	28	44
% 销售收入	-1.6%	-3.2%	-0.8%	-0.8%	-1.0%	-1.4%
资产减值损失	-22	-31	-32	0	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	55	46	43	46	45	45
% 税前利润	8.8%	6.7%	4.8%	4.2%	3.5%	2.9%
营业利润	584	668	838	1,043	1,258	1,513
营业利润率	46.9%	45.4%	43.3%	45.0%	46.4%	48.0%
营业外收支	44	24	66	48	50	52
税前利润	628	693	904	1,091	1,308	1,565
利润率	50.5%	47.1%	46.7%	47.1%	48.3%	49.6%
所得税	-89	-111	-133	-164	-197	-235
所得税率	14.2%	16.0%	14.7%	15.0%	15.1%	15.0%
净利润	539	582	771	927	1,111	1,330
少数股东损益	0	-7	-9	-11	-14	-17
归属于母公司的净利润	538	589	780	938	1,125	1,347
净利率	43.3%	40.0%	40.3%	40.5%	41.5%	42.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	539	582	771	927	1,111	1,330
少数股东损益	0	0	0	-11	-14	-17
非现金支出	137	149	178	179	206	233
非经营收益	-60	-45	-57	-95	-95	-97
营运资金变动	-118	-138	-563	-457	-391	-1,019
经营活动现金净流	497	549	330	544	816	431
资本开支	138	229	220	245	297	258
投资	-392	-340	186	-10	-10	-10
其他	58	55	53	46	45	45
投资活动现金净流	-472	-515	19	-209	-262	-223
股权募资	6	0	0	0	0	0
债权募资	-150	0	0	0	0	0
其他	-237	-349	-233	0	-372	0
筹资活动现金净流	-381	-349	-233	0	-372	0
现金净流量	-356	-315	117	335	182	208

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	672	363	486	832	1,028	1,253
应收款项	193	167	447	389	460	546
存货	475	598	921	849	992	1,158
其他流动资产	1,167	1,522	1,328	1,938	2,143	2,949
流动资产	2,506	2,650	3,182	4,008	4,623	5,906
% 总资产	66.5%	65.9%	68.4%	71.6%	72.6%	76.2%
长期投资	37	29	19	29	39	49
固定资产	960	1,060	1,152	1,260	1,403	1,480
% 总资产	25.5%	26.4%	24.8%	22.5%	22.0%	19.1%
无形资产	208	202	213	220	223	227
非流动资产	1,263	1,372	1,468	1,593	1,749	1,841
% 总资产	33.5%	34.1%	31.6%	28.4%	27.4%	23.8%
资产总计	3,770	4,021	4,650	5,602	6,372	7,747
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	106	104	166	184	205	238
其他流动负债	28	33	49	428	66	77
流动负债	134	137	215	611	271	315
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	134	137	215	611	271	315
普通股股东权益	3,402	3,658	4,218	4,784	5,909	7,256
少数股东权益	234	226	217	207	193	176
负债股东权益合计	3,770	4,021	4,650	5,602	6,372	7,747

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.926	1.013	0.839	1.008	1.210	1.448
每股净资产 (元)	5.853	6.293	4.535	5.143	6.353	7.801
每股经营现金净流 (元)	0.855	0.944	0.355	0.596	0.892	0.481
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.400	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.82%	16.11%	18.50%	19.61%	19.04%	18.56%
总资产收益率	14.28%	14.65%	16.78%	16.74%	17.66%	17.38%
投入资本收益率	15.57%	14.56%	17.61%	20.14%	20.05%	19.81%
增长率						
营业总收入增长率	11.26%	18.36%	31.45%	19.71%	16.96%	16.37%
EBIT增长率	10.44%	13.98%	34.08%	20.62%	21.43%	20.16%
净利润增长率	13.27%	9.42%	32.45%	20.20%	19.96%	19.70%
总资产增长率	3.47%	6.68%	15.64%	20.46%	13.76%	21.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.3	36.5	41.3	41.2	40.5	40.9
存货周转天数	319.8	326.1	371.6	347.8	352.1	353.9
应付账款周转天数	48.6	25.8	25.6	29.5	27.6	27.9
固定资产周转天数	232.6	216.6	187.8	170.0	163.4	153.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.48%	-9.35%	-10.96%	-16.67%	-16.85%	-16.86%
EBIT利息保障倍数	-26.9	-12.8	-51.5	-53.4	-42.2	-32.2
资产负债率	3.55%	3.41%	4.62%	10.91%	4.25%	4.07%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。