

华兰生物 (002007.SZ) 生物技术行业

评级：增持

公司点评

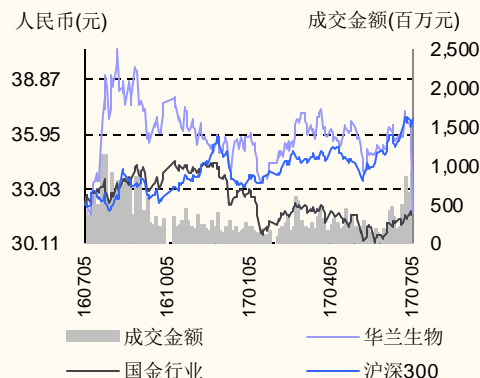
市场价格(人民币)：31.73元

业绩短期低于预期，血制品行业“新常态”

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	803.83
总市值(百万元)	29,511.68
年内股价最高最低(元)	40.47/31.63
沪深300指数	3659.68
深证成指	10561.09



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.013	0.839	0.991	1.183	1.423
每股净资产(元)	6.29	4.53	5.13	5.91	6.93
每股经营性现金流(元)	0.94	0.35	0.47	0.60	0.85
市盈率(倍)	43.42	42.61	32.01	26.81	22.30
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	9.42%	32.45%	18.16%	19.38%	20.25%
净资产收益率(%)	16.11%	18.50%	19.34%	20.02%	20.53%
总股本(百万股)	581.30	930.09	930.09	930.09	930.09

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 华兰生物公告调整 2017 年 1-6 月盈利预告，预计本期业绩比上年同期增长 0-15%，盈利 4.10 亿元至 4.72 亿元

点评

- **半年报业绩预告低于预期。**我们判断主要有以下几个原因：
 - 非经常性层面，今年获得的政府补助较去年同期少 4500 万元左右，如剔除这个因素，上半年公司利润增速预计在 20% 以上。
 - 二季度单季扣除政府补助后利润预计在 1.47~2.09 亿元之间，同比增速约在 -11%~26% 之间，增速环比明显下滑。
 - 经营层面主要原因是血制品销售不达预期，我们判断可能是白蛋白影响较大，同时静丙销售也有一定压力。在一季报跟踪中我们有分析公司存货和应收账款的增加，以及人白的渠道压力。从目前情况看，压力影响超预期地在二季度开始体现。
- **当前对血制品行业的观点：**在一季度公司点评《行业逐步告别量价齐升，龙头成长稳健不改长期乐观》中，我们提出了血制品行业逻辑的更新观点。我们认为：
 - 随着采浆量的不断提升，血制品行业正在告别量价齐升、小厂都可以凭借人白静丙等小品种丰衣足食的时代。
 - 由于血制品来源于采浆，且我国血制品行业过去较长时间缺乏影响重大的新品种和新需求，我们认为这个行业既有成长属性（社会卫生开支的增加和患者对血液制品的需求增长），又有周期属性（需求和供应周期性的消长），未来周期属性将会进一步凸显。
 - 在品种结构方面，凝血因子类目前缺口仍然较大，短时间供需难以逆转，依然会保持旺盛；但作为我国血制品最大品种的人白随着采浆上升和进口血制品的大量涌入，可能率先出现过剩；静丙的销售需要血制品企业更大力度的推广和销售行为，需要时间。

相关报告

1. 《行业逐步告别量价齐升 龙头成长稳健不改长期乐观-华兰生物公...》，2017.5.2
2. 《血制品增长强劲持久 其他业务不断发展-华兰生物公司点评》，2017.3.28
3. 《业绩高增长符合预期 角逐国内血制品龙头地位-华兰生物公司点评》，2017.2.28
4. 《新分装车间获得 GMP 认证，凝血因子类产能有望大幅提升-华兰生...》，2016.12.26
5. 《血液制品龙头优秀而全面-华兰生物公司深度研究》，2016.12.2

袁维

联系人
yuan_wei@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijinglei@gjzq.com.cn

- **行业进入新常态，龙头公司依然有长线价值：**在新的行业环境下，血制品企业一方面需要提高销售能力，加强渠道建设和市场推广，更好把握刚性需求；另一方面需要丰富产品数量、提高产率得率、创造新的需求。在这种要求下，龙头企业拥有最佳的经营效率和抗风险能力。在血制品依然刚性稳定增长的需求环境下，龙头公司将穿越周期，保持稳定增长，并有望对小企业实现整合。我们继续看好血制品行业长期的资源属性价值。
- **疫苗和单抗业务不断发展，为未来储备潜力：**随着国内疫苗行业的复苏，新流通秩序的建立，以及公司疫苗布局效果的逐渐显现，我们预计公司疫苗业务将逐步减亏乃至扭亏为盈，减小对业绩的拖累；公司参股华兰基因布局单抗等重组蛋白业务战略坚定、布局力度大、软硬件条件国内一流，品种梯队合理，是公司未来把握生物医药行业发展方向的重要筹码。

盈利预测

- 考虑到当前血制品渠道压力，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.99, 1.18, 1.42 元，同比增长 18%, 19%, 20%
- 在行业新常态下，公司作为行业龙头，经营稳健，仍然具备长线价值，给予“增持”评级。

风险提示：

- 血制品供需关系进一步恶化；存货和应收账款对现金流的压力

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,243	1,472	1,935	2,298	2,753	3,310
增长率		18.4%	31.5%	18.8%	19.8%	20.2%
主营业务成本	-474	-619	-764	-908	-1,079	-1,294
%销售收入	38.1%	42.1%	39.5%	39.5%	39.2%	39.1%
毛利	769	853	1,171	1,390	1,674	2,016
%销售收入	61.9%	57.9%	60.5%	60.5%	60.8%	60.9%
营业税金及附加	-9	-9	-18	-20	-23	-28
%销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-47	-20	-68	-85	-110	-136
%销售收入	3.8%	1.4%	3.5%	3.7%	4.0%	4.1%
管理费用	-182	-219	-274	-333	-399	-470
%销售收入	14.6%	14.9%	14.1%	14.5%	14.5%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	531	605	811	953	1,141	1,382
%销售收入	42.7%	41.1%	41.9%	41.5%	41.5%	41.8%
财务费用	20	47	16	11	13	21
%销售收入	-1.6%	-3.2%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-22	-31	-32	-30	-40	-47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	55	46	43	55	70	80
%税前利润	8.8%	6.7%	4.8%	5.2%	5.5%	5.2%
营业利润	584	668	838	988	1,184	1,435
营业利润率	46.9%	45.4%	43.3%	43.0%	43.0%	43.4%
营业外收支	44	24	66	75	85	92
税前利润	628	693	904	1,063	1,269	1,527
利润率	50.5%	47.1%	46.7%	46.3%	46.1%	46.1%
所得税	-89	-111	-133	-153	-183	-220
所得税率	14.2%	16.0%	14.7%	14.4%	14.4%	14.4%
净利润	539	582	771	910	1,087	1,307
少数股东损益	0	-7	-9	-12	-14	-16
归属于母公司的净利润	538	589	780	922	1,101	1,323
净利率	43.3%	40.0%	40.3%	40.1%	40.0%	40.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	539	582	771	910	1,087	1,307
非现金支出	135	148	176	184	202	218
非经营收益	-60	-45	-57	-115	-155	-172
营运资金变动	-118	-138	-563	-542	-576	-559
经营活动现金净流	496	547	328	437	558	795
资本开支	-138	-229	-220	-81	-35	-28
投资	-392	-340	186	8	0	0
其他	58	55	53	55	70	80
投资活动现金净流	-472	-515	19	-18	35	52
股权募资	6	0	0	0	0	0
债权募资	-150	0	0	0	0	1
其他	-237	-349	-233	-372	-372	-372
筹资活动现金净流	-381	-349	-233	-372	-372	-371
现金净流量	-357	-316	115	47	221	476

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	672	363	486	533	754	1,230
应收款项	193	167	447	674	830	1,016
存货	475	598	921	920	1,124	1,365
其他流动资产	1,167	1,522	1,328	1,636	1,893	2,152
流动资产	2,506	2,650	3,182	3,763	4,601	5,762
%总资产	66.5%	65.9%	68.4%	72.6%	77.5%	82.3%
长期投资	37	29	19	11	11	11
固定资产	960	1,060	1,152	1,075	980	869
%总资产	25.5%	26.4%	24.8%	20.8%	16.5%	12.4%
无形资产	208	202	213	226	239	252
非流动资产	1,263	1,372	1,468	1,417	1,335	1,237
%总资产	33.5%	34.1%	31.6%	27.4%	22.5%	17.7%
资产总计	3,770	4,021	4,650	5,180	5,935	6,999
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	106	104	166	149	177	213
其他流动负债	28	33	49	58	70	162
流动负债	134	137	215	207	247	375
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	134	137	215	207	247	376
普通股股东权益	3,402	3,658	4,218	4,768	5,496	6,448
少数股东权益	234	226	217	205	191	175
负债股东权益合计	3,770	4,021	4,650	5,180	5,935	6,999

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.926	1.013	0.839	0.991	1.183	1.423
每股净资产	5.853	6.293	4.535	5.126	5.910	6.933
每股经营现金净流	0.853	0.941	0.352	0.470	0.600	0.854
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	15.82%	16.11%	18.50%	19.34%	20.02%	20.53%
总资产收益率	14.28%	14.65%	16.78%	17.80%	18.54%	18.91%
投入资本收益率	12.53%	13.09%	15.61%	16.39%	17.17%	17.86%
增长率						
主营业务收入增长率	11.26%	18.36%	31.45%	18.78%	19.80%	20.23%
EBIT增长率	10.44%	13.98%	34.08%	17.38%	19.80%	21.10%
净利润增长率	13.27%	9.42%	32.45%	18.16%	19.38%	20.25%
总资产增长率	3.47%	6.68%	15.64%	11.39%	14.57%	17.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.5	34.6	39.2	87.0	90.0	92.0
存货周转天数	314.4	316.2	363.0	370.0	380.0	385.0
应付账款周转天数	48.6	25.8	25.6	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	227.8	240.7	192.4	148.2	111.1	80.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.48%	-9.35%	-10.96%	-10.72%	-13.26%	-18.55%
EBIT利息保障倍数	-26.9	-12.8	-51.5	-90.3	-85.6	-67.4
资产负债率	3.55%	3.41%	4.62%	4.00%	4.17%	5.37%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	12
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.08

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-18	买入	37.59	44.50~46.50
2	2016-10-12	买入	37.86	N/A
3	2016-10-31	买入	36.15	N/A
4	2016-12-02	买入	35.50	40.83~42.60
5	2016-12-26	买入	35.75	N/A
6	2017-02-28	买入	36.68	N/A
7	2017-03-28	买入	36.28	N/A
8	2017-05-02	买入	36.61	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD