

2017年08月21日

华兰生物 (002007.SZ)

中报业绩不达预期，营销理顺后公司仍具备较高投资价值。

■血制品增速放缓，疫苗亏损扩大，中报业绩不达预期：上半年公司实现营业收入10.13亿元，同比增长18.25%，归母净利润4.31亿元，同比增长5.07%，扣非净利润同比增长15.94%，低于先前预期。公司销售费用同比增长283.28%，其中母公司销售费用同比增193.35%，说明除了受疫苗推广费用大幅提升影响之外，血制品营销投入亦大幅增长。母公司应收账款相对年初增长207.89%，说明账期显著拉长，销售端压力增大。分业务来看，白蛋白增速相对平稳，收入4.38亿，同比+27.72%，环比+29.36%，毛利率持平，批签发同比+42.80%，环比-10.42%；静丙整体表现较弱，收入3.27亿元，同比+1.03%，环比-19.5%，毛利率上升2.51个pp，批签发同比+29.93%，环比-8.25%。其他血液制品收入+19.28%，相对符合预期，其中PCC批签发同比增21.85%，凝血因子Ⅷ同比增87.33%，两大凝血因子市占率均居国内同行业首位。疫苗产品销售额3351万元，同比增长267.92%，主要受疫苗一票制后低开转高开的影响，净利润亏损3332万元，同比扩大150.71%，预计是疫苗子公司研发费用与销售推广费用双双大幅提高所致。

■血制品业务受政策面短期压制较大，营销模式亟待理顺，但行业前景仍然向好：我们认为，血制品业务低于预期有两点主要原因：1) 2016年的山东疫苗事件、国务院94号文、以及陆续推行的“两票制”，使得大量小型经销商被淘汰出局，血制品黑市几乎消失。在此背景下，各厂商的产品集中涌向主流渠道，造成“交通拥堵”，且代理商失去高毛利的黑市市场，代理动力大幅减弱，开始向上游索取利润，个别血制品出厂降价促销，对行业形成冲击，经销商多持观望状态，购货意愿不强；2) 医院对“药占比”限制趋严，且医保支付方式开始逐渐转向“按病种付费”，医生主动压缩药品费用成为医院市场新常态。血制品由于价格较高，且医生尚未形成稳定的用药习惯（尤其是静丙），终端需求受到一定的压制。静丙国内外人均用药量相差十倍，去年的供应还极度紧绷，短短一年时间，供需出现反转是不切实际的，供需缺口目前仍然存在，只是类似去年疫苗行业的情况，渠道的疏通需要时间，目前来看，公司已经积极采取措施，调整销售策略，加强学术推广及销售队伍建设，调整二、三线城市和三级甲等医院的销售布局。随着公司等一批血制品龙头企业在销售端共同发力，中长期来看，行业景气度回升、公司发展回归正轨将是大概率事件。

■行业集中度提升是大势所趋，龙头效应有望逐渐显现，公司仍然具

公司快报

证券研究报告

生物医药

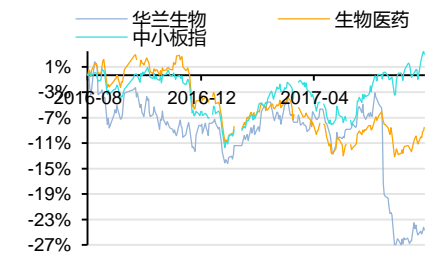
投资评级 **增持-A**
调低评级

12个月目标价：**35.00元**
股价(2017-08-18) **28.93元**

交易数据

总市值(百万元)	26,907.44
流通市值(百万元)	23,242.26
总股本(百万股)	930.09
流通股本(百万股)	803.40
12个月价格区间	28.04/39.49元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.56	-26.31	-24.9
绝对收益	2.73	-16.04	-22.87

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn

010-83321076

相关报告

华兰生物：一季报业绩略超预期，全年高增速可期/崔文亮	2017-04-27
华兰生物：采浆突破千吨，全年业绩亮眼/吴永强	2017-03-28
华兰生物：稳坐血制品龙头，静待单抗丰收季/徐嘉辰	2016-07-26
华兰生物：地位超然、价值低估的血制品龙头/徐嘉辰	2016-06-21

备较高投资价值：按照发达国家血制品行业发展的轨迹来看，短期景气度下行后将紧跟着大规模的并购整合，行业集中度提升是大势所趋。野蛮生长的时代已经结束，国内血制品企业将迎来比拼“内功”的时代，采浆规模、血浆利用效率、品牌力、渠道力，企业精细化管理等一系列指标将使国内现存的二十多家血制品公司之间拉开差距。强者恒强的龙头效应，弱肉强食的生存法则，均将在血制品行业逐步得以体现。公司作为国内血制品行业的龙头之一，率先实现千吨血浆，规模、增速均处于领先地位，在未来的寡头竞争格局中，将大概率取得先发优势。公司向行事稳健，随着行业的降温、一级市场估值的回落，未来潜在的外延并购将是值得期待的。我们建议，不必过度拘泥于内生业绩的短期波动，着眼血制品行业未来的发展格局，公司仍然具备较高的投资价值。

■投资建议：鉴于中报业绩不达预期，我们将下调盈利预测。2017-19年收入增速分别为 20.57%、29.75%、28.57%，EPS 分别为 0.97、1.19、1.48 元，对应当前股价 PE 分别为 37X、30X、24X。给予增持-A 的投资评级，未来 12 个月目标价 35.00 元。

■风险提示：血制品销售短期继续恶化

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,471.8	1,934.7	2,332.6	3,026.7	3,891.4
净利润	589.1	780.3	903.2	1,103.5	1,373.5
每股收益(元)	0.63	0.84	0.97	1.19	1.48
每股净资产(元)	3.93	4.53	5.51	6.69	8.17
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.0	43.0	37.2	30.4	24.4
市净率(倍)	9.2	8.0	6.6	5.4	4.4
净利润率	40.0%	40.3%	38.7%	36.5%	35.3%
净资产收益率	15.0%	17.4%	16.9%	17.1%	17.6%
股息收益率	0.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	18.6%	20.4%	22.1%	27.2%	24.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,471.8	1,934.7	2,332.6	3,026.7	3,891.4	成长性					
减:营业成本	618.9	763.5	925.0	1,217.9	1,572.3	营业收入增长率	18.4%	31.5%	20.6%	29.8%	28.6%
营业税费	8.5	17.5	16.3	22.0	27.2	营业利润增长率	14.5%	25.4%	24.0%	21.9%	24.6%
销售费用	20.2	68.4	112.0	187.7	291.9	净利润增长率	9.4%	32.5%	15.7%	22.2%	24.5%
管理费用	218.9	273.7	303.2	393.5	505.9	EBITDA 增长率	9.0%	30.9%	18.9%	19.2%	21.5%
财务费用	-47.5	-15.8	-38.8	-52.2	-75.0	EBIT 增长率	10.1%	32.5%	21.7%	21.4%	23.7%
资产减值损失	30.6	32.2	15.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	7.9%	34.5%	21.6%	21.6%	23.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.6%	12.3%	-1.4%	36.7%	-1.4%
投资和汇兑收益	46.3	43.5	40.0	30.0	30.0	净资产增长率	6.8%	14.2%	20.4%	20.7%	21.3%
营业利润	668.4	838.5	1,039.9	1,267.7	1,579.1	利润率					
加:营业外净收支	24.2	65.7	20.0	25.0	30.0	毛利率	57.9%	60.5%	60.3%	59.8%	59.6%
利润总额	692.5	904.2	1,059.9	1,292.7	1,609.1	营业利润率	45.4%	43.3%	44.6%	41.9%	40.6%
减:所得税	110.5	132.8	156.3	188.7	234.9	净利润率	40.0%	40.3%	38.7%	36.5%	35.3%
净利润	589.1	780.3	903.2	1,103.5	1,373.5	EBITDA/营业收入	50.2%	49.9%	49.2%	45.2%	42.8%
						EBIT/营业收入	42.2%	42.5%	42.9%	40.2%	38.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	214	185	150	104	71
						流动资产周转天数	459	431	380	377	358
						流动营业资本周转天数	631	543	565	564	564
						流动资产周转天数	631	543	565	564	564
						应收账款周转天数	35	40	45	75	85
						存货周转天数	131	141	147	153	158
						总资产周转天数	953	807	789	733	691
						投资资本周转天数	764	679	592	536	479
						投资回报率					
						ROE	15.0%	17.4%	16.9%	17.1%	17.6%
						ROA	14.5%	16.6%	16.2%	16.4%	16.8%
						ROIC	18.6%	20.4%	22.1%	27.2%	24.7%
						费用率					
						销售费用率	1.4%	3.5%	4.8%	6.2%	7.5%
						管理费用率	14.9%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%
						财务费用率	-3.2%	-0.8%	-1.7%	-1.7%	-1.9%
						三费/营业收入	13.0%	16.9%	16.1%	17.5%	18.6%
						偿债能力					
						资产负债率	3.4%	4.6%	4.3%	4.5%	4.7%
						负债权益比	3.5%	4.8%	4.5%	4.7%	4.9%
						流动比率	19.33	14.80	17.40	17.72	17.76
						速动比率	14.97	10.51	13.28	12.45	13.04
						利息保障倍数	-13.08	-52.19	-25.79	-23.31	-20.05
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	0.40	-	-	-
						分红比率	39.5%	47.7%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	582.0	771.4	903.2	1,103.5	1,373.5	EPS(元)	0.63	0.84	0.97	1.19	1.48
加:折旧和摊销	118.7	145.9	147.7	153.8	160.3	BVPS(元)	3.93	4.53	5.51	6.69	8.17
资产减值准备	30.6	32.2	-	-	-	PE(X)	57.0	43.0	37.2	30.4	24.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.2	8.0	6.6	5.4	4.4
财务费用	0.0	-0.0	-38.8	-52.2	-75.0	P/FCF	-734.5	94.2	35.1	-113.3	23.2
投资损失	-46.3	-43.5	-40.0	-30.0	-30.0	P/S	22.8	17.4	14.4	11.1	8.6
少数股东损益	-7.1	-8.9	0.4	0.6	0.7	EV/EBITDA	34.4	34.0	28.1	23.8	18.7
营运资金的变动	-594.9	-365.5	47.3	-1,449.1	30.3	CAGR(%)	23.8%	21.2%	18.8%	23.8%	21.2%
经营活动产生现金流量	548.6	329.9	1,019.7	-273.4	1,459.8	PEG	2.4	2.0	2.0	1.3	1.2
投资活动产生现金流量	-514.6	19.3	-90.0	-80.0	-90.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-348.8	-232.5	38.8	52.2	75.0	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	北京联系人	王秋实	010-83321351
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人		胡珍	0755-82558073
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034