

医药生物

2017年08月21日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017年08月18日

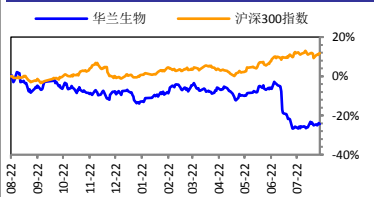
收盘价(元)	28.93
一年内最高/最低(元)	40/27.51
市净率	6.3
息率(分红/股价)	1.38
流通A股市值(百万元)	23240
上证指数/深证成指	3268.72 / 10614.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	4.6
资产负债率%	5.87
总股本/流通A股(百万)	930/803
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《2017年国内流感疫情跟踪——华南地区形势较为严峻，关注疫苗与抗病毒药物》
2017/08/08

《华兰生物(002007)点评：血制品龙头持续高景气度，综合实力行业领先》
2017/06/27

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

熊超逸 A0230117010002
xiongcy@swsresearch.com

联系人

熊超逸
(8621)23297818×转
xiongcy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

华兰生物 (002007)

——二季度业绩受两票制影响下滑，积极调整销售渠道

投资要点：

- **2017年上半年收入增长18.25%，扣非归母净利润增长15.94%**。2017年上半年公司收入10.13亿元，增长18.25%，归母净利润4.31亿元，增长5.07%，扣非归母净利润3.93亿元，增长15.94%，EPS0.4635元，低于预期。二季度单季收入4.75亿元，增长6.65%；归母净利润1.76亿元，下降19.33%；扣非净利润1.63亿元，下降3.55%，二季度业绩低于预期，主要受到血制品销售增速放缓拖累。同时公司预告2017年1-9月份归母净利润增速-5%-10%。
- **血制品销售不及预期，公司积极推动渠道变革适应两票制**。2017年上半年血制品业务实现收入9.73亿元，增加15.69%，毛利率63.83%(-0.12pp)，其中人白实现收入4.38亿元，增加27.72%，毛利率61.53%(-0.06pp)；静丙实现收入3.27亿元，增加1.03%，毛利率65.97%(+2.51pp)。公司二季度血制品销售不达预期主要有以下原因：1) 16年及17年上半年人白供货充足，且受到进口人白挤压导致市场竞争加剧，价格下滑；2) 两票制出台后小经销商受到冲击，采购量减少，造成血制品的库存积压。为了应对上述格局下公司销售角色的转换，我们预计公司将积极推动渠道变革以适应两票制，积极与大型经销商形成联盟，加大学术推广力度，调整二三线城市和三甲医院的销售布局，拓宽加深销售渠道的布局。2016年公司采浆量达到1000多吨(+40%)，预计2017年公司有望在河南、重庆各获批一个新浆站，我们预计17年公司采浆量将维持20%左右增速。同时公司血制品批签发量上半年均位列前茅，人白占比17%、静丙占比17%、乙免占比29%、八因子占比45%、PCC占比67%。6月重庆公司取得PCC临床试验许可，8月人免通过GMP认证正式开始产销。
- **疫苗业务国际化进程持续开花，单抗业务弯道超车培育新增长点**。2017年上半年疫苗业务实现收入3351万元，增长268%。随着疫苗市场整体逐步恢复正常、公司流感病毒裂解疫苗实现首家出口、公司积极推进ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗WHO预认证等催化剂，预计17年疫苗业务将逐步回升，有望实现减亏。另外，公司单抗业务采取弯道超车战略，曲妥珠、利妥昔、贝伐和信达单抗的临床正在顺利推进，帕尼、德尼、伊匹单抗正在争取尽快申报临床，多个大单抗产品有望为公司培育新的增长点。
- **毛利率提升0.69个百分点，期间费用率提升3.75个百分点**。2017年上半年公司毛利率64.4%，提升0.69个百分点。期间费用率18.15%，提升3.75个百分点，销售费用率5.75%，提升3.98个百分点，主要受血制品和疫苗推广费用增加影响；管理费用率13.14%，下降1.51个百分点；财务费用率-0.75%，提升1.27个百分点。每股经营性现金流-0.0337元，下降117.51%，主要由于政府补助减少及应收账款增加。上半年公司应收账款5.72亿元(+98%)，主要由于经销商回款期延长；库存11.5亿元，增长44%，主要受到人白的库存积压影响。
- **血制品龙头企业，综合实力行业领先，预计未来将逐步恢复高增长**。在行业采浆量不断提升和两票制大力推行的背景下，公司作为血制品龙头企业，是行业中品种最多最全、血浆综合利用最高的公司；同时公司积极借力两票制进行渠道整合，扩大加深销售网络布局，业绩有望逐步恢复。考虑到降价压力及销售渠道调整需要一定时间的影响，我们下调17-19年EPS 1.12元、1.46元、1.89元至0.90元、1.08元、1.27元，增长7%、20%、18%，对应PE分别为32倍、27倍、23倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,935	1,013	2,251	2,667	3,190
同比增长率(%)	31.45	18.25	16.35	18.48	19.61
净利润(百万元)	780	431	837	1,002	1,185
同比增长率(%)	32.45	5.07	7.26	19.71	18.26
每股收益(元/股)	0.84	0.46	0.90	1.08	1.27
毛利率(%)	60.5	64.4	62.3	62.0	62.1
ROE(%)	18.5	10.1	16.9	17.1	17.1
市盈率	35		32	27	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,472	1,935	2,251	2,667	3,190
血制品	1,354	1,815	2,105	2,485	2,962
疫苗	111	109	131	157	188
其他	7	11	16	25	40
营业总成本	850	1,140	1,356	1,577	1,885
营业成本	619	764	848	1,014	1,210
血制品	538	710	782	934	1,112
疫苗	79	51	63	75	90
其他	2	3	3	5	8
营业税金及附加	9	18	34	40	48
销售费用	20	68	135	173	223
管理费用	219	274	315	373	447
财务费用	(47)	(16)	(12)	(29)	(49)
资产减值损失	32	36	5	6	8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	46	43	20	20	20
营业利润	668	838	915	1,110	1,325
营业外收支	24	66	66	66	66
利润总额	693	904	981	1,176	1,391
所得税	111	133	154	185	219
净利润	582	771	827	991	1,172
少数股东损益	(7)	(9)	(10)	(11)	(14)
归属于母公司所有者的净利润	589	780	837	1,002	1,185

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	582	771	827	991	1,172
加: 折旧摊销减值	149	178	123	101	113
财务费用	0	(0)	(12)	(29)	(49)
非经营损失	(45)	(58)	20	(20)	(20)
营运资本变动	(138)	(563)	(369)	(414)	(551)
其它	0	0	44	0	0
经营活动现金流	549	330	814	970	1,222
资本开支	229	220	91	91	91
其它投资现金流	(285)	240	20	20	20
投资活动现金流	(515)	19	(71)	(71)	(71)
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	11	(11)	0
支付股利、利息	349	233	81	93	113
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(349)	(233)	(71)	(104)	(113)
净现金流	(315)	117	673	795	1,038

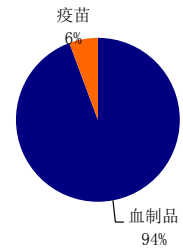
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
血制品增速	34%	16%	18%	19%
疫苗增速	-2%	20%	20%	20%
毛利率	61%	62%	62%	62%
销售费用率	4%	6%	7%	7%
管理费用率	14%	14%	14%	14%

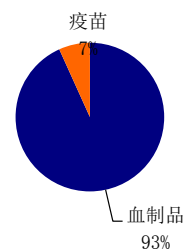
收入结构

2016年收入结构

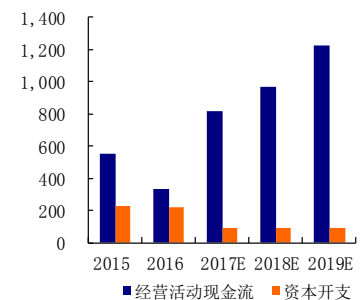


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流

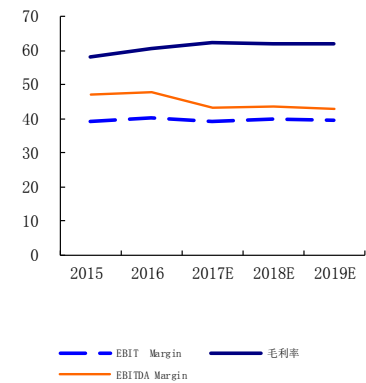


合并资产负债表

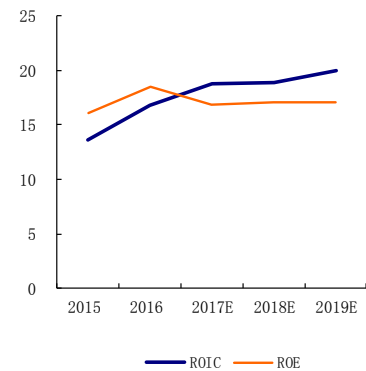
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,650	3,182	3,873	4,910	6,236
现金及等价物	363	486	1,159	1,954	2,992
应收款项	199	471	408	660	803
存货净额	598	921	1,003	1,560	2,021
其他流动资产	1,490	1,304	1,304	1,304	1,304
长期投资	29	19	19	19	19
固定资产	1,060	1,152	1,164	1,165	1,155
无形资产及其他资产	282	297	292	286	281
资产总计	1,372	1,468	1,475	1,470	1,454
流动负债	137	215	239	254	284
短期借款	0	0	11	0	0
应付款项	85	119	132	158	188
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	137	215	239	254	284
股本	581	930	930	930	930
资本公积	382	395	395	395	395
盈余公积	332	386	444	513	595
未分配利润	2,363	2,508	3,193	4,026	5,009
少数股东权益	226	217	208	196	183
股东权益	3,884	4,435	5,169	6,059	7,111
负债和股东权益合计	4,021	4,650	5,408	6,313	7,395

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

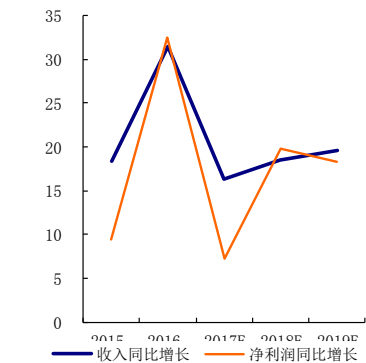


重要财务指标

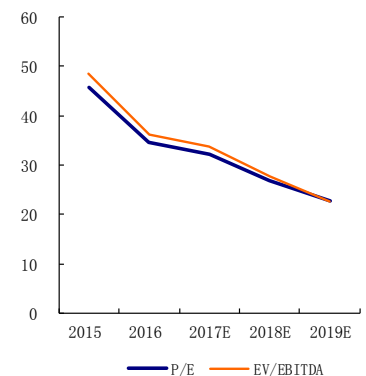
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.84	0.90	1.08	1.27
每股经营现金流	0.59	0.35	0.88	1.04	1.31
每股红利	0.00	0.00	0.10	0.11	0.13
每股净资产	3.93	4.53	5.33	6.30	7.45
关键运营指标(%)					
ROIC	13.6	16.8	18.8	18.9	20.0
ROE	16.1	18.5	16.9	17.1	17.1
毛利率	57.9	60.5	62.3	62.0	62.1
EBITDA Margin	47.1	47.8	43.1	43.4	42.7
EBIT Margin	39.0	40.3	39.2	39.8	39.4
收入同比增长	18.4	31.5	16.4	18.5	19.6
净利润同比增长	9.4	32.5	7.2	19.8	18.3
资产负债率	3.4	4.6	4.5	4.0	3.7
净资产周转率	0.40	0.46	0.45	0.45	0.46
总资产周转率	0.37	0.42	0.42	0.42	0.41
有效税率	39.0	40.3	39.2	39.8	39.4
股息率	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4
估值指标(倍)					
P/E	45.7	34.5	32.2	26.8	22.7
P/B	7.4	6.4	5.4	4.6	3.9
EV/Sale	22.8	17.3	14.6	12.0	9.7
EV/EBITDA	48.4	36.2	33.8	27.6	22.7

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。