

华兰生物(002007)

半年报业绩略低于预期，公司积极调整为未来增长打基础

增持(维持)

2017年08月21日

证券分析师 全铭

执业证书编号: S0600517010002
021-60199793

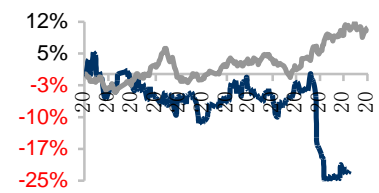
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证书编号: S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1935	2249	2624	3228
同比(%)	31.45	16.25	16.67	23.02
净利润(百万元)	780	851	1004	1257
同比(%)	32.45	9.09	17.96	25.17
毛利率(%)	60.5	61.4	61.5	61.9
ROE(%)	18.50	18.13	19.10	21.09
每股收益(元)	0.84	0.92	1.08	1.35
P/E	34.48	31.61	26.80	21.41
P/B	6.38	5.73	5.12	4.52

股价走势



— 华兰生物 — 沪深300

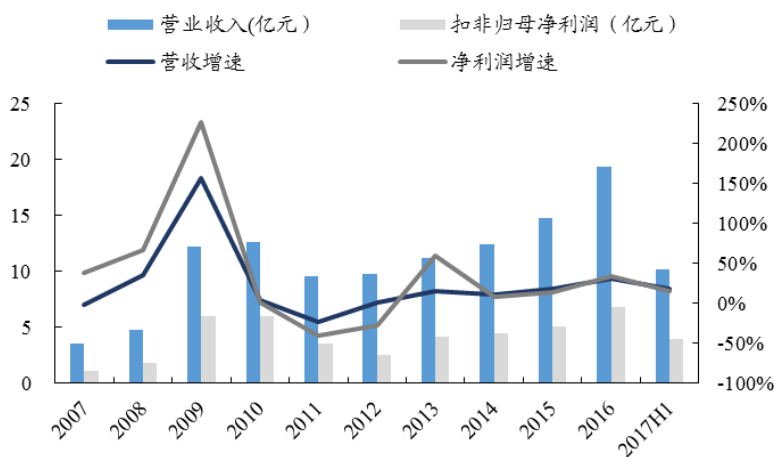
投资要点

一、事件：公司发布2017年半年度报

2017年1-6月公司实现销售收入10.12亿元，同比增长18.25%；实现归母净利润4.32亿元，同比增长5.07%；扣非后归母净利润3.93亿元，同比增长15.94%；略低于预期。

其中人血白蛋白实现收入4.38亿元，同比增长27.72%；静丙营收3.27亿元，同比增长1.03%；其它血液制品2.07亿元，同比增长19.28%；疫苗3351.44万元，同比增长267.92%。

图表1:2007-2017H1公司营收与净利润情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

二、我们的观点：两票制与白蛋白进口加速限制增长，公司积极调整为未来做铺垫

1. 人血白蛋白进口数量持续增加

我国人血白蛋白为唯一可进口的血液制品。近年来进口数量持续增长，目前占市场份额约为60%。进口血液制品的增加冲击本国的血制品市场。公司上半年人血白蛋白批签发约为134万瓶(10g/瓶)，占国产批签发量的16.96%。2016年全年公司白蛋白批签发量为230万瓶，上半年约100万瓶，2017年上半年同比增长约30%，增速较好。但由于进口导致的

市场数据

收盘价(元)	28.93
一年最低/最高价	27.51/39.57
市净率(倍)	6.38
流通A股市值(百万元)	26,907

基础数据

每股净资产(元)	4.60
资本负债率(%)	4.56
总股本(百万股)	930
流通A股(百万股)	803

相关研究

1. 华兰生物研究简报：采浆量破千吨，业绩快速增长 -20170331

市场整体数量的增加，使得白蛋白价格出现下滑。2016 年华兰生物的人血白蛋白中标均价为 135 元，2017 年则为 125 元，价格下降 7%，使得营收增速为 27%，略低于预期。

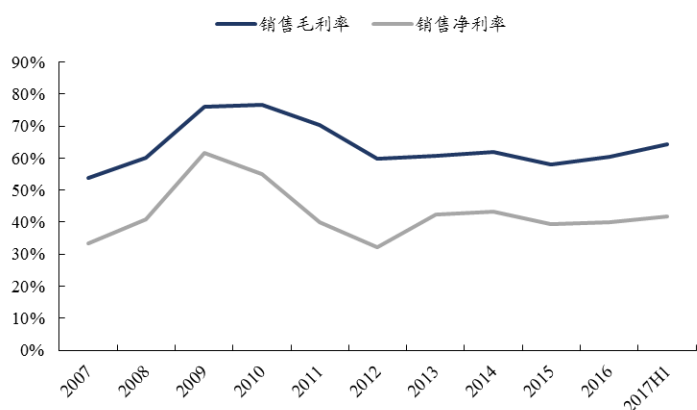
2. 两票制伟公司增长带来不良影响，渠道商调整完毕后公司增长将会恢复

2017 年华兰生物静丙批签发量约为 95 万瓶，占国内批签发量的 17.28%，位居全国第二。2016 年上半年批签发 68 万瓶，今年上半年同比增长约 40%。公司静丙营业收入增速较慢，主要原因为两票制的推行在一定程度上阻碍了产品的销售。两票制的推行似的小型经销商失去资质，开始出售渠道囤货，与公司形成了竞争关系，影响公司产品的销售。我们认为，随着小型经销商渠道囤货清理完毕，公司静丙产品会恢复增长。

3. 公司增加销售费用，为未来增长做铺垫

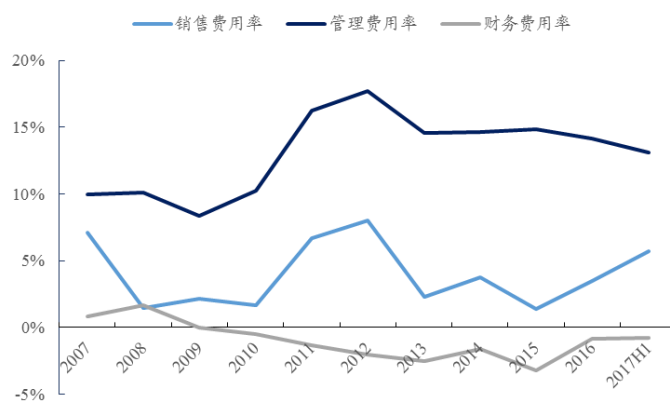
公司净利率与毛利率基本维持稳定，三费率中销售费用出现增长。今年上半年公司销售费用达 5800 万元，同比增长 283%。销售费用增长的主要原因为公司加大了产品的销售推广力度。公司认识到静丙等血液制品的学术推广力度不足，因此加大学术推广力度。同时公司加强销售队伍建设，增加销售人员。同时调整二、三线城市和三级甲等医院的销售布局。销售战略的调整会为未来公司的快速增长打下基础。

图表 2:2007-2017H1 公司毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 3:2007-2017H1 公司三费率情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

三、 盈利预测与投资评级

我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 22.49 亿元、26.24 亿元和 32.28 元，同比增长 16.25%、16.67%和 23.02%；归属母公司净利润为 8.51 亿元、10.04 亿元和 12.57 亿元，同比增长 9.09%、17.96%和 25.17%；对应 EPS 分别为 0.92 元、1.08 元和 1.35 元；对应 PE 为 31.61、26.80 和 21.41。我们认为公司血液制品产品齐全、采浆能力强，在公司采浆量持续提升和政策向好的趋势下，公司受益显著。同时，公司疫苗产品国际化有望实现突破，在研品种丰富，为公司注入新的增长点。由于公司短期业绩低于预期，股价会有所波动，但我们预计公司长期会恢复快速增长，因此，我们维持“增持”评级。

四、 风险提示：

产品安全性导致的潜在风险；毛利率下降的风险；单采血浆站监管风险；国家疫苗和血液制品的政策风险；新产品开发低于预期的风险。

华兰生物三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3815	5299	6567	8260	营业收入	1935	2249	2624	3228
现金	1001	2274	3359	4766	营业成本	764	865	1014	1230
应收账款	1758	1831	2018	2163	营业税金及附加	18	20	24	29
其它应收款	21	36	25	41	营业费用	68	83	95	114
预付账款	82	151	99	167	管理费用	274	315	359	442
存货	763	816	875	930	财务费用	-16	-24	-36	-49
其他	191	191	191	191	营业利润	838	990	1168	1462
非流动资产	3893	3319	2746	2178	营业外损益	66	0	0	0
固定资产	2269	1933	1505	1077	利润总额	904	990	1168	1462
无形资产	779	897	762	627	所得税	133	148	175	219
其他	845	489	479	474	净利润	771	841	993	1242
资产总计	7708	8618	9313	10438	少数股东损益	-9	-10	-12	-14
流动负债	668	861	753	952	归属母公司净利润	780	851	1004	1257
应付账款	396	567	464	637	EBITDA	1034	1189	1355	1635
其他	272	294	289	315	EPS (元)	0.84	0.92	1.08	1.35
非流动负债	2	2	2	2	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
其他	2	2	2	2	营业收入增速	31.45%	16.25%	16.67%	23.02%
负债合计	1022	1245	1176	1408	归母净利润增速	32.45%	9.09%	17.96%	25.17%
少数股东权益	352	382	415	453	毛利率	60.5%	61.4%	61.5%	61.9%
归属母公司股东权益	6686	7373	8143	9030	净利率	39.9%	37.4%	37.8%	38.5%
负债和股东权益	7708	8618	9313	10438	ROE	18.50%	18.13%	19.10%	21.09%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	19.8%	20.6%	29.5%	30.8%
经营活动现金流	330	1538	317	1731	资产负债率	3.6%	3.8%	3.4%	3.7%
净利润	771	841	993	1242	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	146	223	223	222	流动比率	19.1	20.3	24.0	24.1
财务费用	0	-24	-36	-49	速动比率	5.7	10.1	11.2	14.1
营运资金变动	267	-280	-201	654	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
其它	-854	777	-662	-339	应收帐款周转率	4.4	10.5	4.8	8.3
投资活动现金流	19	0	0	0	应付帐款周转率	6.8	7.5	14.2	14.2
其他	163	0	0	0	每股经营现金	0.4	1.7	0.3	1.9
筹资活动现金流	-225	-117	-109	-107	每股净资产	4.8	5.3	5.9	6.6
长期借款	0	-117	-109	-107	P/E	34.48	31.61	26.80	21.41
其他	-225	0	0	0	P/B	6.38	5.73	5.12	4.52
现金净增加额	710	1273	1085	1407	EV/EBITDA	25.79	21.42	18.86	14.88

数据来源: Wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

