

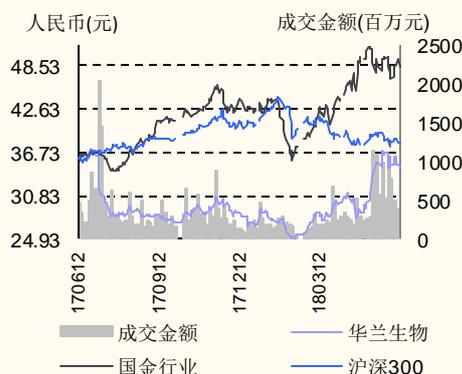
华兰生物 (002007.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 34.72 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	802.64
总市值 (百万元)	32,292.64
年内股价最高最低 (元)	37.18/24.93
沪深 300 指数	3779.98
中小板综	10303.18



相关报告

1. 《四价流感疫苗注册推进 预计于 2018 年上市-华兰生物公司点评》, 2018.5.16
2. 《血制品业务恢复 费用有所上升-华兰生物公司点评》, 2018.3.27
3. 《增速探底回升 温和渐进的恢复可期-华兰生物公司点评》, 2018.3.1
4. 《经营逐步趋稳, 行业新常态得到验证-华兰生物公司点评》, 2017.10.20
5. 《短期业绩遭遇低谷 着眼长期看好穿越周期-华兰生物公司点评》, 2017.8.21

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026 (8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

袁维 联系人
yuan_wei@gjzq.com.cn

四价流感疫苗获批 有望增厚业绩

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.839	0.873	1.053	1.266	1.543
每股净资产 (元)	4.53	5.02	5.67	6.54	7.68
每股经营性现金流 (元)	0.35	0.19	0.78	0.78	0.96
市盈率 (倍)	42.61	30.78	32.98	27.43	22.50
净利润增长率 (%)	32.45%	4.09%	20.54%	20.25%	21.90%
净资产收益率 (%)	18.50%	17.40%	18.56%	19.37%	20.09%
总股本 (百万股)	930.09	930.09	930.09	930.09	930.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司控股子公司华兰生物疫苗有限公司四价流感裂解疫苗生产注册申请获批, 在取得生产批件和 GMP 认证后可生产和销售。

经营分析

- 根据卫计委法定传染病发病报告情况, 2017 年 12 月和 2018 年 3 月流感报告发病数接近 61 万人, 相比去年同期增长 400%。2017 年底至 2018 年初流行的优势病毒是乙型 Y 系。WHO 2018-2019 年推荐四价疫苗组分为甲型 H1N1、H3N2 和乙型 Y 系、V 系; 三价疫苗组分为甲型 H1N1、H3N2 和乙型 V 系。因此四价流感疫苗可涵盖更多的流感流行型别, 有望为接种者提供更好保护。
- 公司连续多年流感疫苗批签发规模居于行业顶尖, 2010 年-2015 年批签发量均在 900-1000 万支左右, 2017 年批签发流感疫苗超过 730 万支 (含 0.5ml 和 0.25ml 规格), 位列行业第一。
- 目前国内四价流感疫苗仅有华兰生物和长生生物于 2018 年 6 月获批, 其余厂商均为三价品种。考虑到 2017-2018 年之交的流感疫情高潮, 我们认为不仅今年国内流感疫苗接种和销售总量有望显著上升, 同时公司凭借四价流感疫苗品种优势, 有望实现公司市场份额的提升。

盈利预测和投资建议:

- 我们预计公司原有业务 18-20 年 EPS 分别为 1.05、1.27、1.54 元, 同比增长 21%、20%、22%。
- 由于四季度是流感接种高峰, 我们预计此次疫苗获批, 将对公司全年业绩产生积极影响。根据公司历史流感疫苗销售情况: 如果疫苗公司 2018、2019 年实现四价流感疫苗销售 700 万支、900 万支 (即四价流感疫苗成为公司流感疫苗主要品种), 且单支成本和费用绝对值和三价流感疫苗水平接近, 定价在 100 元左右, 我们预计 18、19 年四价流感疫苗可分别贡献归母净利润 2.36 亿元和 3.04 亿元。我们后续将根据公司生产和批签发情况, 调整公司盈利预测。

风险提示

- 流感疫情销售情况取决于疫情, 可能有大幅超预期或者低于预期的风险; 单一产品利润假期不代表整体利润; 流感疫苗定价不达预期或费用成本超出预期; 四价流感疫苗对三价流感疫苗的替代不达预期; 血液制品行业景气度继续下行

图表 1：历年流感疫苗批签发情况（单位：支）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
流感病毒裂解疫苗	41,089,168	43,934,106	43,874,811	38,201,621	40,239,226	34,422,636	22,285,973	26,453,707
华兰生物疫苗有限公司	10,085,706	8,980,911	8,961,569	10,000,212	9,294,834	8,676,209	4,748,630	7,304,748
深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司					7,257,904	6,978,393	6,364,304	6,205,726
长春生物制品研究所有限责任公司			4,445,430	6,725,024	7,076,203	7,067,997	4,480,355	3,746,129
长春长生生物科技有限责任公司							3,829,430	3,495,089
北京科兴生物制品有限公司	7,404,429	3,256,467	3,073,605	3,443,091	3,670,528	3,766,482	2,323,612	3,374,197
大连雅立峰生物制药有限公司	6,204,863	4,769,019	3,492,508	3,693,131	3,468,317	3,125,146		1,729,481
国光生物科技股份有限公司							128,820	598,337
GSK	5,040,105	4,319,511	4,377,407	4,798,213	3,016,623			
SANOFIPASTEUR S.A.			3,843,451					
北京天坛生物制品股份有限公司	426,650	1,815,639	1,479,746	1,747,578				
大连汉信生物制药有限公司					107,524	178,925		
江苏先声卫科生物制药有限公司				218,182	182,199			
兰州生物制品研究所	563,764	722,666						
上海生物制品研究所	5,561,020	4,675,225						
上海生物制品研究所有限责任公司			4,621,862	501,262	482,314			
长春生物制品研究所	1,006,726	4,854,352						
长春长生生物科技股份有限公司		7,078,968	7,133,959	3,464,914	4,366,620	3,311,952		
浙江天元生物药业有限公司	4,795,905	3,461,348	2,445,274	3,610,014	1,316,160	1,317,532	410,822	

来源：医药魔方，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,472	1,935	2,368	2,850	3,550	4,430
增长率		31.5%	22.4%	20.3%	24.6%	24.8%
主营业务成本	-619	-764	-890	-1,083	-1,353	-1,697
%销售收入	42.1%	39.5%	37.6%	38.0%	38.1%	38.3%
毛利	853	1,171	1,478	1,767	2,197	2,733
%销售收入	57.9%	60.5%	62.4%	62.0%	61.9%	61.7%
营业税金及附加	-9	-18	-25	-24	-30	-38
%销售收入	0.6%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-20	-68	-268	-322	-408	-521
%销售收入	1.4%	3.5%	11.3%	11.3%	11.5%	11.8%
管理费用	-219	-274	-288	-351	-454	-585
%销售收入	14.9%	14.1%	12.2%	12.3%	12.8%	13.2%
息税前利润 (EBIT)	605	811	897	1,070	1,305	1,590
%销售收入	41.1%	41.9%	37.9%	37.6%	36.8%	35.9%
财务费用	47	16	7	6	11	17
%销售收入	-3.2%	-0.8%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-31	-32	-67	-50	-75	-95
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	43	70	80	90	115
%税前利润	6.7%	4.8%	7.6%	7.0%	6.6%	6.9%
营业利润	668	838	907	1,107	1,331	1,628
营业利润率	45.4%	43.3%	38.3%	38.8%	37.5%	36.7%
营业外收支	24	66	7	30	40	50
税前利润	693	904	915	1,137	1,371	1,678
利润率	47.1%	46.7%	38.6%	39.9%	38.6%	37.9%
所得税	-111	-133	-120	-180	-219	-273
所得税率	16.0%	14.7%	13.1%	15.8%	16.0%	16.3%
净利润	582	771	795	957	1,151	1,404
少数股东损益	-7	-9	-17	-22	-26	-31
归属于母公司的净利润	589	780	812	979	1,177	1,435
净利率	40.0%	40.3%	34.3%	34.4%	33.2%	32.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	582	771	804	957	1,151	1,404
非现金支出	148	176	213	161	192	231
非经营收益	-45	-57	-102	-65	-130	-165
营运资金变动	-138	-563	-739	-328	-487	-578
经营活动现金净流	547	328	176	725	726	892
资本开支	-229	-220	-101	-230	-220	-250
投资	-340	186	-16	8	0	0
其他	55	53	61	80	90	115
投资活动现金净流	-515	19	-56	-142	-130	-135
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-349	-233	-397	-372	-372	-372
筹资活动现金净流	-349	-233	-397	-372	-372	-371
现金净流量	-316	115	-277	211	224	386

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	363	486	206	417	641	1,027
应收款项	167	447	948	898	1,021	1,183
存货	598	921	1,211	1,291	1,501	1,790
其他流动资产	1,522	1,328	1,304	1,643	1,904	2,168
流动资产	2,650	3,182	3,669	4,249	5,067	6,168
%总资产	65.9%	68.4%	70.3%	72.7%	75.3%	78.1%
长期投资	29	19	68	60	60	60
固定资产	1,060	1,152	1,153	1,208	1,254	1,291
%总资产	26.4%	24.8%	22.1%	20.7%	18.6%	16.3%
无形资产	202	213	212	224	247	279
非流动资产	1,372	1,468	1,550	1,597	1,665	1,734
%总资产	34.1%	31.6%	29.7%	27.3%	24.7%	21.9%
资产总计	4,021	4,650	5,219	5,845	6,732	7,902
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	104	166	325	346	436	550
其他流动负债	33	49	52	72	90	112
流动负债	137	215	377	418	526	662
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	137	215	377	418	526	663
普通股股东权益	3,658	4,218	4,667	5,274	6,079	7,142
少数股东权益	226	217	175	153	127	96
负债股东权益合计	4,021	4,650	5,219	5,845	6,732	7,902

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.013	0.839	0.873	1.053	1.266	1.543
每股净资产	6.293	4.535	5.017	5.670	6.536	7.679
每股经营现金净流	0.941	0.352	0.190	0.780	0.781	0.959
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	16.11%	18.50%	17.40%	18.56%	19.37%	20.09%
总资产收益率	14.65%	16.78%	15.56%	16.75%	17.49%	18.16%
投入资本收益率	13.09%	15.61%	16.10%	16.60%	17.66%	18.39%
增长率						
主营业务收入增长率	18.36%	31.45%	22.41%	20.35%	24.56%	24.79%
EBIT增长率	13.98%	34.08%	10.53%	19.31%	21.91%	21.90%
净利润增长率	9.42%	32.45%	4.09%	20.54%	20.25%	21.90%
总资产增长率	6.68%	15.64%	12.23%	12.00%	15.17%	17.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.6	39.2	82.2	95.0	85.0	77.5
存货周转天数	316.2	363.0	437.1	435.0	405.0	385.0
应付账款周转天数	25.8	25.6	26.9	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	240.7	192.4	148.2	130.3	112.9	98.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.35%	-10.96%	-4.25%	-7.68%	-10.32%	-14.17%
EBIT利息保障倍数	-12.8	-51.5	-120.7	-166.1	-119.2	-92.3
资产负债率	3.41%	4.62%	7.23%	7.16%	7.81%	8.39%

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	11
增持	0	0	0	0	20
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.65

来源：贝格数据

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	38.74	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	35.12	N/A
6	2017-02-28	买入	36.79	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

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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH