

# 华兰生物

## 流感疫苗通过 WHO 预认证，走向全球市场

### 公司动态

#### 公司近况

2015年6月10日公司流感疫苗通过 WHO 预认证，并被纳入联合国相关机构采购目录。

#### 评论

**疫苗产品打开全球市场：**公司流感疫苗通过 WHO 预认证，意味着公司产品能够参与联合国相关机构和国际慈善组织的全球招标。同时公司 ACYW135 四价流脑疫苗也已经向 WHO 提出认证申请。WHO 2014 年全球疫苗采购金额预计突破 10 亿美金，是一个巨大的市场，公司流感疫苗进入全球供应体系，有望获得更大发展。

**采浆量稳定增长，血制品仍有较大拓展空间：**公司浆站整体采浆年限较短，采浆量仍处于高速增长期。2014 年公司在河南滑县和重庆云阳各设立一家浆站，同时封丘、长垣两家新开浆站增长迅速，这也体现了公司优秀的浆站拓展能力。由于公司在两地均有税收贡献，并且浆站覆盖率并不高（公司在河南省仅获批 3 个浆站），我们认为公司未来在河南、重庆两省继续增设新浆站是大概率事件。未来血制品价格管制放开是大概率事件，如果产品能够实现提价将对公司盈利产生较大促进，血制品仍有较大拓展空间。

**转型生物制药，积极推动单抗研发：**目前公司正积极开展单抗产品的研究，已经启动阿达木单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗和曲妥珠单抗的研究，并均已完成临床前研发。这四个单抗产品的专利将在 2019 年以前逐步到期。公司积极布局，未来有望切分国内生物仿制药蛋糕。

#### 估值建议

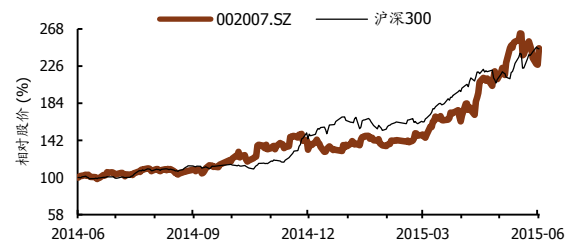
维持公司 2015/16 年 EPS 预期分别为 1.08 元/1.29 元，同比增长分别为 16%和 20%。目前股价对应 2015/2016 年 P/E 分别为 58 倍和 49 倍。随着浆站的持续开设，公司血制品业务有望持续增长，如果血制品价格放开，公司业绩将得到充分弹性。单抗的研发进展有望提升公司估值中枢，维持“推荐”评级。考虑到未来血制品的价格弹性，我们将目标价由 55 元上调至 76 元，上调幅度为 38%，对应 2015 年 P/E 为 70 倍。

#### 风险

浆站拓展不达预期，单抗研发进展低于预期。

### 维持推荐

股票代码	002007.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 62.52
目标价	人民币 76.00
52 周最高价/最低价	人民币 67.66~24.90
总市值(亿)	人民币 363
30 日日均成交额(百万)	人民币 939.64
发行股数(百万)	581
其中：自由流通股(%)	47
30 日日均成交量(百万股)	15.34
主营行业	制药与生物技术



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,118	1,243	1,470	1,754
增速	14.9%	11.3%	18.2%	19.4%
归属母公司净利润	475	538	626	750
增速	58.6%	13.3%	16.3%	19.7%
每股净利润	0.82	0.93	1.08	1.29
每股净资产	5.29	5.85	6.33	6.92
每股股利	0.40	0.60	0.70	0.84
每股经营现金流	0.88	0.86	1.06	1.25
市盈率	76.5	67.5	58.0	48.5
市净率	11.8	10.7	9.9	9.0
EV/EBITDA	61.2	55.8	45.3	43.9
股息收益率	0.6%	1.0%	1.1%	1.3%
平均总资产收益率	14.4%	14.5%	15.8%	17.4%
平均净资产收益率	16.8%	16.6%	17.7%	19.5%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

#### 邹朋

分析员  
peng.zou@cicc.com.cn  
SAC 执业编号：S0080513090001  
SFC CE Ref: BCC313

#### 强静, CFA

分析员  
jing.qiang@cicc.com.cn  
SAC 执业编号：S0080512070005  
SFC CE Ref: AWU229



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1,118	1,243	1,470	1,754	营业收入	14.9%	11.3%	18.2%	19.4%
营业成本	439	474	550	655	营业利润	56.3%	8.5%	20.3%	20.7%
营业税金及附加	10	9	11	13	EBITDA	41.5%	10.4%	22.7%	2.6%
营业费用	26	47	44	47	净利润	58.6%	13.3%	16.3%	19.7%
管理费用	163	182	195	228	<b>盈利能力</b>				
财务费用	-28	-20	-18	-22	毛利率	60.8%	61.9%	62.5%	62.6%
其他	30	33	15	15	营业利润率	48.1%	46.9%	47.8%	48.3%
营业利润	538	584	702	848	EBITDA 利润率	52.2%	51.8%	53.7%	46.2%
营业外收支	72	100	50	51	净利润率	42.5%	43.3%	42.6%	42.7%
利润总额	561	628	737	883	<b>偿债能力</b>				
所得税	85	89	105	125	流动比率	7.08	18.75	12.49	15.26
少数股东损益	0	0	6	8	速动比率	6.05	15.20	10.41	12.04
归属母公司净利润	475	538	626	750	现金比率	3.11	5.03	3.54	4.76
EBITDA	583	644	790	811	资产负债率	9.1%	3.5%	5.5%	4.5%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,035	672	805	968	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	236	193	314	291	总资产收益率	14.4%	14.5%	15.8%	17.4%
预付款项	83	17	99	39	净资产收益率	16.8%	16.6%	17.7%	19.5%
存货	343	475	474	655	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	658	1,150	1,150	1,150	每股净利润 (元)	0.82	0.93	1.08	1.29
流动资产合计	2,355	2,506	2,842	3,104	每股净资产 (元)	5.29	5.85	6.33	6.92
固定资产及在建工程	991	958	934	937	每股股利 (元)	0.40	0.60	0.70	0.84
无形资产及其他长期资产	257	268	334	397	每股经营现金流 (元)	0.88	0.86	1.06	1.25
非流动资产合计	1,289	1,263	1,305	1,371	<b>估值分析</b>				
资产合计	3,643	3,770	4,147	4,475	市盈率	76.5	67.5	58.0	48.5
短期借款	150	0	0	0	市净率	11.8	10.7	9.9	9.0
应付账款及票据	142	102	181	155	EV/EBITDA	61.2	55.8	45.3	43.9
其他流动负债	41	32	47	48	股息收益率	0.6%	1.0%	1.1%	1.3%
流动负债合计	333	134	228	203					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	333	134	228	203					
股东权益合计	3,077	3,402	3,680	4,024					
少数股东权益	233	234	240	247					
负债及股东权益合计	3,643	3,770	4,147	4,475					
<b>现金流量表</b>									
净利润	475	538	626	750					
折旧和摊销	102	113	121	129					
营运资本变动	-46	-130	-108	-124					
其他	-143	-160	-140	-150					
经营活动现金流	511	497	613	727					
投资活动现金流入	-119	-333	15	15					
投资活动现金流出	-249	-139	-165	-196					
投资活动现金流	-368	-472	-150	-181					
股权融资	57	6	0	0					
银行借款	150	-150	0	0					
其他	0	-1	0	0					
筹资活动现金流	142	-381	-331	-383					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	285	-356	133	163					

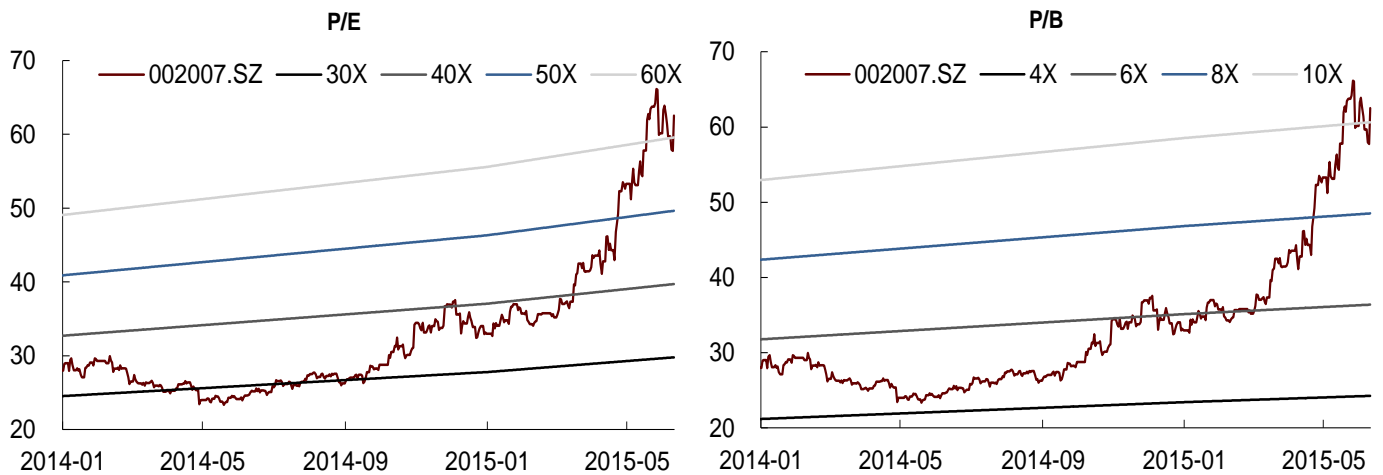
资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

华兰生物是从事血液制品研发和生产的国家级重点高新技术企业，并于1998年首家通过了血液制品行业的GMP认证，为国家定点大型生物制品生产企业，在全国同行业企业中处于领先地位。公司先后承担多项国家、省、市级科技攻关项目，其中外科用冻干人纤维蛋白胶被列入国家863项目。目前公司是国内拥有产品品种最多、规格最全的血液制品生产企业，血浆处理能力居国内乃至亚洲前列，已成为亚洲大型血液制品生产企业。其中主导产品国内市场占有率居同行业前列，主要财务指标连续多年高速增长，综合实力公司进入中国国家医药工业行业30强。公司生产的H1N1流感疫苗获国家收储。



图表1：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表2：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 2015-6-10	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			企业价值倍数		股息收益率		净资产收益率			P/B		P/S	
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2014A	2015E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A
化学制剂药——中值			16,499				95x	53x	42x	29x	63x	0.2%	9%	17%	10.62	9.61	7.40	7.1x	12.9x	
现代中药——中值			15,964				74x	48x	36x	24x	42x	0.3%	10%	14%	8.22	7.19	6.13	5.1x	10.3x	
双鹭药业	002038	69.85	31,910	1.52	1.75	2.06	46x	40x	34x	21x	38x	0.3%	22%	22%	10.1x	8.7x	6.9x	14.6x	25.7x	
华兰生物	002007	62.52	36,343	0.93	1.08	1.29	68x	58x	48x	26x	49x	0.6%	16%	16%	10.7x	9.1x	7.8x	15.6x	29.2x	
长春高新	000661	167.20	21,958	2.42	2.99	3.66	69x	56x	46x	18x	36x	0.2%	22%	20%	15.0x	11.3x	9.0x	5.0x	9.7x	
上海莱士	002252	67.15	92,541	0.37	0.73	0.92	181x	92x	73x	89x	136x	0.1%	6%	-	10.7x	-	-	46.7x	70.1x	
沃森生物	300142	44.20	20,686	0.31	0.14	0.31	144x	313x	145x	26x	54x	0.0%	5%	2%	7.2x	7.2x	6.9x	13.1x	28.8x	
天坛生物	600161	51.04	26,309	0.25	-	-	205x	-	-	28x	53x	0.0%	7%	-	13.6x	-	-	7.3x	14.4x	
智飞生物	300122	42.00	33,600	0.19	0.52	-	227x	81x	-	81x	177x	0.2%	6%	-	13.7x	-	-	19.9x	42.0x	
生物制药——中值			22,359				120x	60x	47x	27x	63x	0.3%	11%	15%	11.33	10.06	8.42	9.5x	22.6x	
化学原料药——中值			12,633				125x	82x	58x	28x	71x	0.1%	5%	13%	7.66	6.68	5.76	4.4x	9.2x	
品牌中药——中值			27,176				71x	53x	43x	22x	50x	0.5%	14%	17%	8.32	7.14	6.47	5.5x	9.7x	
医疗服务——中值			25,019				144x	104x	82x	33x	85x	0.1%	16%	18%	22.75	18.88	15.42	7x	21x	
器械和诊断——中值			15,093				165x	88x	74x	41x	107x	0.1%	10%	14%	17.38	17.40	13.67	9x	22x	
综合性制药企业——中值			18,394				77x	37x	32x	18x	30x	0.5%	6%	14%	5.67	5.93	5.30	2.5x	4.7x	
医药商业——中值			23,016				76x	62x	49x	21x	38x	0.2%	9%	11%	9.28	7.22	6.15	0.9x	2.0x	
全行业——中值			17,973				91x	62x	49x	26x	60x	0.2%	10%	14%	9.64	8.31	7.11	5x	12x	

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用万得资讯一致预期）



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602  
编辑：杨梦雪、张莹



## 北京

### 中金公司

北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

### China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

### 中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

### China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

### 中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



**CICC**  
中金公司

