

证券研究报告—动态报告

医药保健

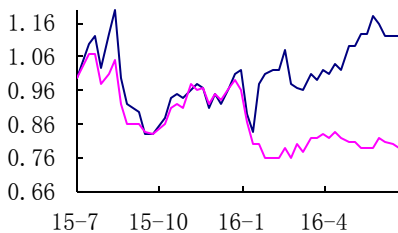
制药与生物

华兰生物(002007)
买入

合理估值: 36.5 元 昨收盘: 29.99 元 (维持评级)

2016年06月27日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	930/802
总市值/流通(百万元)	27,893/24,053
上证综指/深圳成指	2,854/10,148
12个月最高/最低(元)	34.65/21.01

相关研究报告:

《华兰生物-002007-2015 年一季报点评: 迎来源头活水, 量价齐升可期》——2015-04-27
 《华兰生物-002007-2014 年年报点评: 稳中向好趋势不变, 外延推进有望加快》——2015-03-30
 《华兰生物-002007-血制品王者雄心再起, 布局大生物志在千里》——2014-12-24
 《华兰生物-002007-2013 年中报点评: 血液制品盈利能力提升》——2013-08-16
 《华兰生物-002007-2013 年1季报点评: 业绩如期好转》——2013-04-25

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001

联系人: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

行业龙头高成长低估值, 机不可失

●血制品龙头企业, 16 年多个产品实现份额、排名大幅提升

公司白蛋白在 2016 年 4 月批签发累计仅次于泰邦生物, 在国产白蛋白厂商中排名第二, 整体白蛋白市场份额 5.61%; 静丙批签发累计排名第三, 市场份额 14.4%, 大幅超越 11-15 年的 10% 左右的市场份额。VIII 因子同期批签发累计占比从 15 年的 29.6% 提升到 58.8%, 凝血酶原从 15 年 56.1% 提升到 95.7%,

●采浆量推动: 16 年血制品行业批签发数量维持高速增长

从 16 年前 4 个月的批签发数量来看, 白蛋白同比增长 28.8%, 其中中国产白蛋白增长 10.0%, 静丙增长 15.9%, VIII 因子增长 42.0%, 凝血酶原复合物增长 108.2%, 纤原增长 28.5%, 肌免增长 340.5%, 破免增长 18.2%。

●发改委严查非市场因素提价, 涨价逻辑可能证伪

价格方面大品种温和提价 8-20%, 凝血类小品种较大幅度提价超 100%。由于发改委对药品价格检查点名前期涨幅较多的原料药、血制品和中药饮片, 我们预期涨价逻辑只能以温和提升为主。华兰产品价格涨幅较小, 影响不大, 但是大幅涨价的行业逻辑可能被证伪。

●华兰生物采浆量提升与产品结构调整驱动为主, 单价提升为辅: 前四月远超行业增长平均水平

受益于去年重庆 6 个子浆站 (四川所白蛋白批签发同比增长 129.7%) 以及河南浆站逐渐放量, 今年前四月公司白蛋白批签发量累计同比增长 56.9%, 静丙增长 86.5%, VIII 因子增长 136.1%, 凝血酶原复合物增长 144.9%, 肌免增长 123.1%, 乙免 157.9%。公司整体远超行业平均增长, 此前浆站放量逻辑兑现, 同时高毛利品种比例提升, 在不考虑大幅提价的基础上也能维持高速增长。

●风险提示

价格监管加强, 采浆量提升不如预期, 出现安全性突发事件。

●盈利预测

预测 16-18 年归母净利 8.48/10.21/12.90 亿, 对应送股后 EPS 为 0.91/1.09/1.38 元, 对应当前股价 PE 为 33/27/22X。公司高成长是主要依靠采浆量提升而非产品涨价驱动, 在血制品行业中估值较低, 给以买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,243	1,472	2,003	2,333	2,767
(+/-%)	11.3%	18.4%	36.1%	16.4%	18.6%
净利润(百万元)	538	589	843	1,017	1,285
(+/-%)	13.3%	9.4%	43.2%	20.6%	26.3%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.63	0.91	1.09	1.38
EBITMargin	48.9%	43.8%	45.7%	48.5%	51.1%
净资产收益率(ROE)	15.8%	16.1%	20.7%	22.2%	24.6%
市盈率(PE)	51.8	47.3	33.0	27.4	21.7
EV/EBITDA			27.5	22.5	18.4
市净率(PB)	8.2	7.6	6.8	6.1	5.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

行业分析：高壁垒、高需求，预期 15-19 增速 23%

血制品行业是少数在整体医药工业增速向下换挡的过程中仍然能够维持 20%以上高增速的子行业。整个行业看好的基本逻辑在于：

- ✓ **竞争格局稳定：**只有存量企业竞争，且“做大”的资格门槛高。
- ✓ **需求旺盛：**人均产品消耗量低于海外，尤其是凝血类产品差距较大。
- ✓ **政策逐步放宽：**浆站数量有望增长。
- ✓ **价格具有一定弹性：**国家放开价格管制。

但是血制品也存在以下缺点：

- ✓ 仍然属于医保控费受影响范围。
- ✓ 白蛋白受到海外产品价格封顶。
- ✓ 大品种存在“类似辅助用药”的特点。
- ✓ 单个浆站采浆量低，未来存在需要提升单产量，成本费用提升的可能。

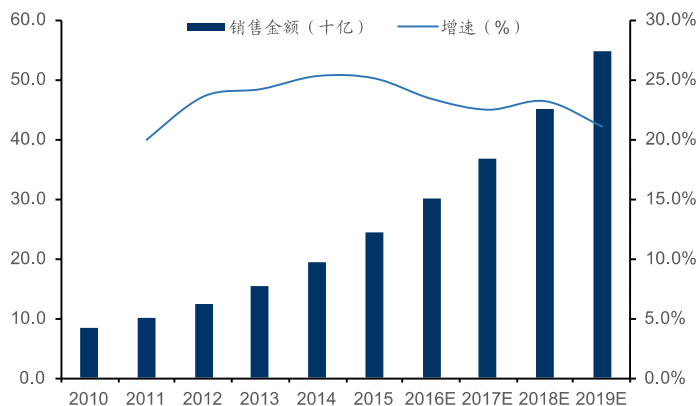
行业量价齐升，但是价格提升可能面对监管和政策压力。我们根据批签发数据分析，认为当前白蛋白行业产量增速在 10.0%左右，静丙行业增速在 15.9%，凝血类小品种增速在 26%到 108%之间，整个行业产量在医保控费大环境下维持了较高速增长。另外随着价格管控放开，大品种小幅提价，凝血类小品种提价较高的同时我们注意到白蛋白进口产品和众多小品种的批签发数量大幅提升，并且监管机构（发改委）也布局了全国药品价格专项检查，重点对前期涨价较多的原料药和血制品进行检查，监管压力提升。因此我们预期提价幅度在政策和市场压力下会保持稳定甚至小幅回调。

政策因素导致准入门槛高，竞争格局稳定

我国在 2001 年之后不再批准新增血液制品企业，确定了 33 家血液制品生产企业；基于安全性考虑，除了白蛋白以外，不允许进口国外产品。重组蛋白凝血因子由于并非由人血中提取，因此也可以进口。在这种受保护、受监管的格局之下，国内产品竞争稳定。

国内血制品行业增速高于海外一倍。根据中检所与 Frost&Sullivan 的报告，国内血浆制品在 2010 年到 2014 年，复合增长为 23.2%，高于全球同期 8.9% 的增长率。全球血制品市场 2014 年市场规模为 137 亿美元，预计在 2019 年达到 213 亿美元。估计中国血制品市场 2019 年为 546 亿元，复合年增长率（2015-2019）为 22.4%，超越全球同期 9.4% 的增长率。

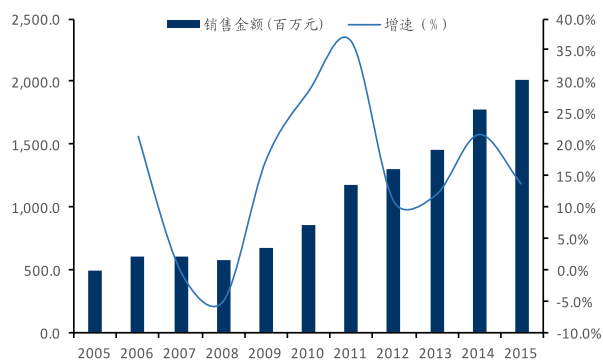
图 1: 中国血浆药品市场销售金额和增速情况与预测



资料来源: 中检院、Frost & Sullivan 报告

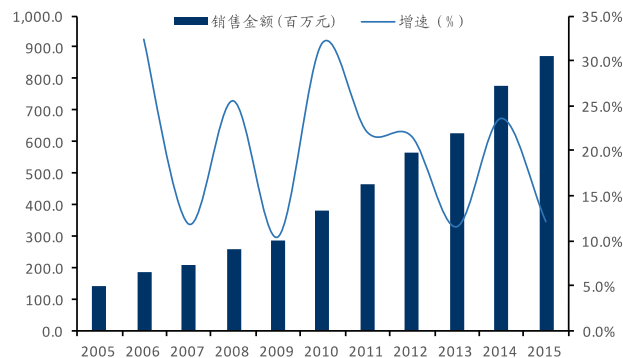
白蛋白、静丙两大品种稳定增长。根据样本医院数据,我国 2015 年白蛋白消费金额为 20.17 亿,同比增速为 13.8%;静丙消费金额为 8.72 亿,同比增长 12.1%。同时根据中检院批签发数据,14-15 年两大产品均摆脱了 2013 年贵州浆站关停事件的影响,批签发数量维持了 20-40% 的年成长,在 16 年前 4 个月的情况来看,白蛋白批签发量同比提升 28.8%,静丙同比提升 15.9%。另外 2015 年国家放开对于血制品的价格管制,在下半年陆续提价,从 16 年年初的情况看,白蛋白提价约 10% 左右,静丙提价约 20% 左右,提价效应有望在 16 年得到完全展示,叠加产量后有望进一步提升行业增长。

图 2: 白蛋白样本医院销售金额



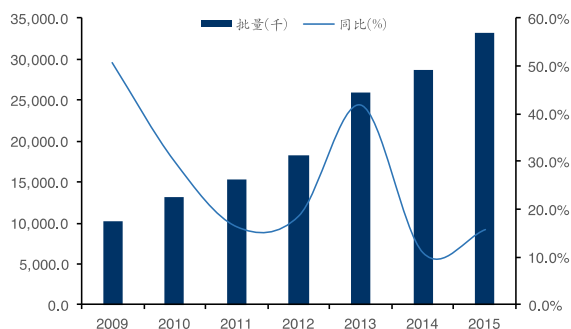
资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

图 3: 静丙样本医院销售金额



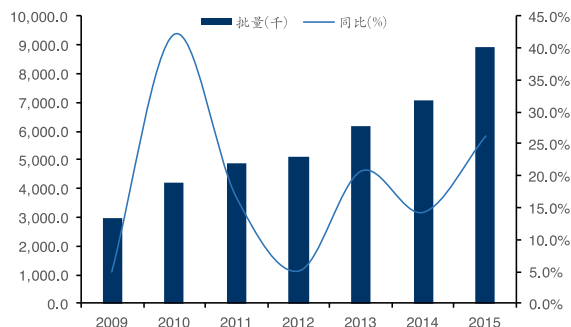
资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

图 4: 白蛋白批签发数量 (10g)



资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 5: 静丙批签发数量 (2.5g)

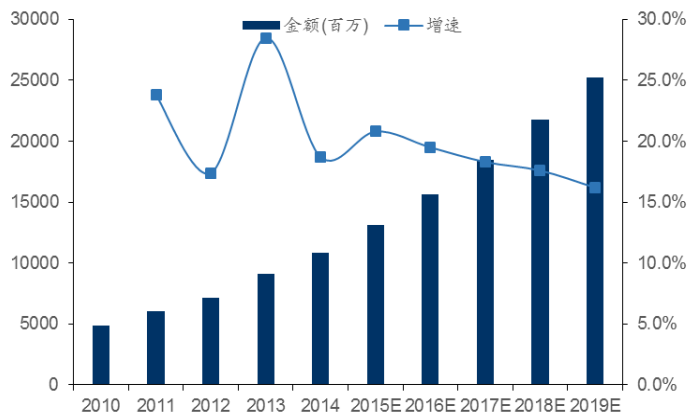


资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

(我们对于所有中检所及各地分所的批签发数据进行了统计,除了 09 年之前甘肃所部分数据批签发原始证书图片缺失,以及四川所 2012 年的数据官方网站不再披露外,收纳了所有的已公开批签发数据。华兰生物 2012 年 6 月后重庆子公司通过 GMP,当年产值 1.46 亿,占当年血制品总收入的 20.1%,12 年的批签发数据缺少重庆子公司部分,提请投资者注意。)

另一方面,根据中检院与 Frost & Sullivan 的报告统计和预测,我国 2015 年白蛋白市场总额为 131 亿,同比增速 20.8%。由于中检院具有批签发完整数据,样本医院主要是城市较大医院,因此在此我们采信中检院报告的 20.8% 的行业增速,并且提示白蛋白在渠道下沉过程中,基层具有更高的增速。

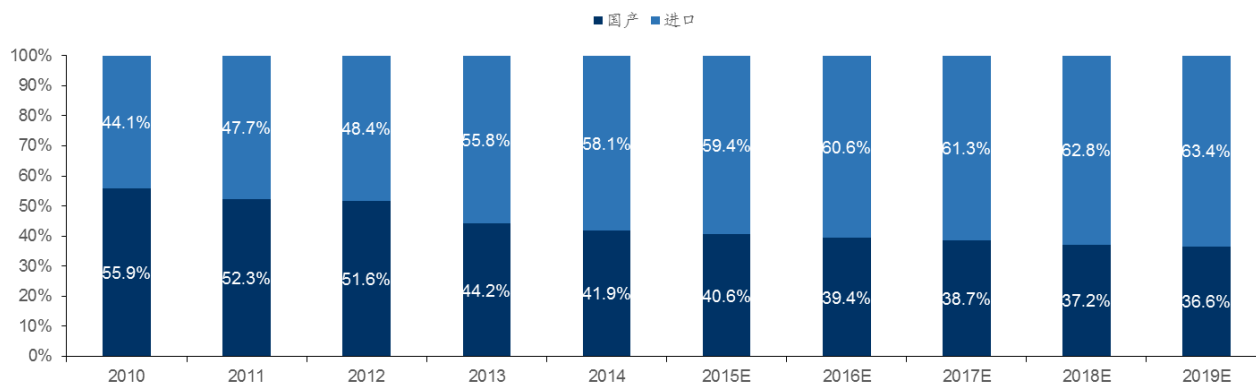
图 6: 中国人血白蛋白市场规模与预测



资料来源: 中检院与 Frost & Sullivan 的报告、国信证券经济研究所整理

我国白蛋白市场进口产品份额逐渐扩大,提升采浆量刻不容缓。根据中检院与 Frost & Sullivan 报告,进口产品在我国白蛋白市场的份额由 2010 年的 44.1% 逐渐增长到 2015 年的 59.4%,并且还将继续逐渐增长到 2019 年的 63.4%。世界卫生组织鼓励成员国血浆制品自给自足,我国白蛋白市场长期“国退外进”,核心因素就在于我国采浆量过低。

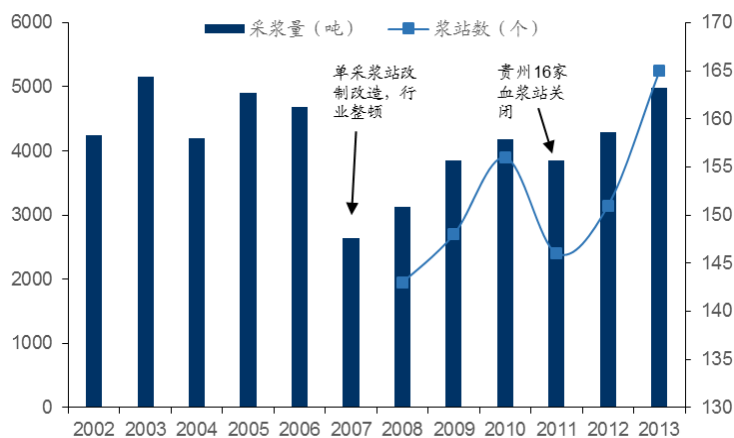
图 7: 人血白蛋白中国市场国产与进口产品市场份额占比



资料来源: 中检院、Frost & Sullivan 报告、国信证券经济研究所整理

各地采供血机构设置规划逐渐出台, 浆站数量稳定提升。根据卫计委 2014 年 5 月 26 号公布的我国 02 年到 13 年的采浆量 (5150 吨) 和 08-13 年的浆站数量来看, 我国 13 年的采浆量 (仅为 4979 吨) 仍不及 03 年的高峰。可喜的是, 自 2011 年以来, 随着卫计委的血浆倍增计划启动, 我国浆站数量陆续提升, 在 13 年底拥有 165 家采浆站。另一方面, 按照 2013 年数据, 我国单个浆站采浆量平均值仅为 30 吨, 勉强达到推荐采浆数量要求。随着各省陆续公布十三五期间采供血机构设置规划, 我们发现, 浆站数量整体上稳中有升, 未来单个浆站的平均采浆量也有望随着管理改善, 推广加强得到提升。

图 8: 2002-2013 年我国单采血浆和浆站数量



资料来源: 卫计委、国信证券经济研究所整理

表 1: 部分省采供血机构设置规划

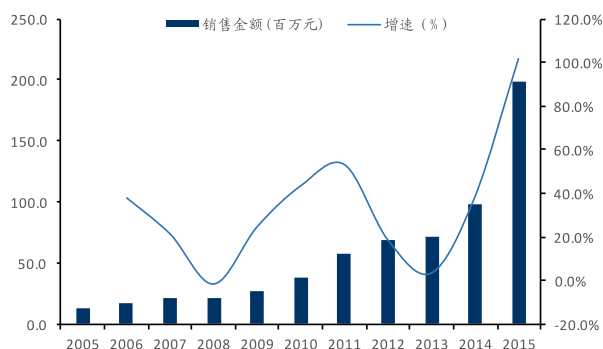
省份	规划期限	文件	内容
广西	2015-2020	《广西壮族自治区采供血机构设置规划 (2015—2020 年)》	原则上不新设置单采血浆站。
福建	2015-2020	《福建省采供血机构设置规划 (2015—2020 年)》	当前无血浆站, 期限内全省设置 1~2 个单采血浆站。
贵州	2015-2020	《贵州省采供血机构设置规划 (2015-2020)》	在开阳、独山、普定、黄平等 4 个县保留设置的 4 个单采血浆站进行严格监管, 在本规划期内对我省单采血浆站布局的调整须经报经省人民政府同意。
江苏	2011-2015	《江苏省采供血机构设置规划 (2011-2015 年)》	全省单采血浆站设置数量原则上控制在 2 至 3 个, 每个站原料血浆年采集量一般不少于 30 吨。
黑龙江	2012-2015	《黑龙江省采供血机构设置规划 (2012-2015 年)》	支持研发能力强、综合利用率高的企业, 每个站原料血浆年采集量一般不少于 30 吨。

江 湖 北	2015-2020	《湖北省医疗卫生服务体系发展规划(2015—2020年)》	根据我省生物产业发展要求,全省规划设置12所单采血浆站。
江 西	2016-2020	《江西省采供血机构设置规划(2016~2020年)》	全省现有12个单采血浆站,分别设在分宜县、贵溪市、南康市、石城县、宜春市袁州区、上饶县、余干县、金溪县、崇仁县、南城县、丰城市、信丰县。本规划期内根据发展需求增设3个单采血浆站。
广 东	2016-2020	《广东省单采血浆站设置“十三五”规划》	2014年,全省单采血浆73.5吨,比2013年(38.5吨)增长91%。截至2015年底,全省设置单采血浆站19家,覆盖10个地级市,其中汕头市3家,东莞、佛山、惠州、肇庆、韶关、清远、云浮市各2家,茂名、揭阳市各1家。确保省内采集原料血浆生产的血液制品供应量达到30%以上,并逐年提高供应量

资料来源:各省卫计委、国信证券经济研究所整理

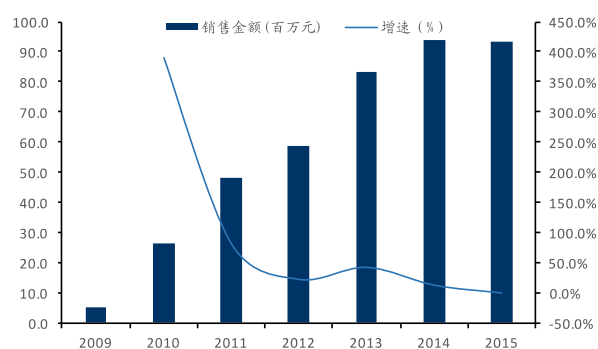
血提取 VIII 因子增速生猛。同样根据样本医院数据,2015 年血液提取凝血 VIII 因子销售收入 1.99 亿,重组 VIII 因子销售 0.92 亿,分别大幅增长 101.4%和倒退 0.6%。重组 VIII 因子产品均为进口产品,价格较高,不需要批签发;血液提取 VIII 因子均为国产品种,价格较低,需要批签发手续。从批签发数量看,15 年血提取 VIII 因子增长并不大,国产与进口产品销售金额此消彼长主要来源应该由于国产血液提取产品提价导致。根据 16 年 3 月 16 日海南中标价计算,华兰生物 VIII 因子(200IU)价格 396 元,与 2013 年 3 月天津中标价 266 元比大幅上涨 49%。2016 年拜耳在四川和重庆中标的拜科奇(250IU)价格约为 1040 元相比,单价差距缩小,但仍远低于进口产品。根据海外经验,提取产品价格大概在重组产品的 70%左右,以此计算,未来国产产品还可能存在接近 1 倍左右的上涨空间。

图 9: 血提取 VIII 因子样本医院销售金额



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

图 10: 重组 VIII 因子样本医院销售金额



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

图 11: 血提取 VIII 因子批签发数量 (200IU)

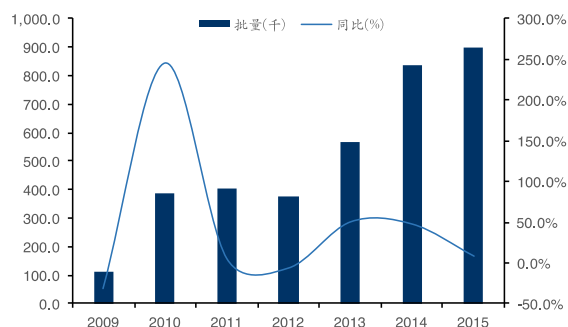
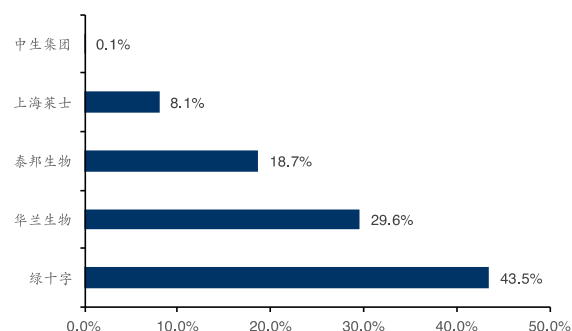


图 12: 血提取 VIII 因子国内 15 年竞争格局



资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

凝血类小品种放量依赖医保支付，呼唤罕见病进入医保

血友病属于罕见病，当前我国对罕见病全国性政策保障仍属缺位。凝血类产品包括 VIII 因子、凝血酶原复合物和纤维蛋白原，分别主要适用于甲型血友病、乙型血友病和手术、外伤后的纤维蛋白原缺乏。血友病是罕见病，在男性人群中甲型发病率约为 1/5000，乙型约为 1/25000，女性患者极其罕见。在美国、欧洲等发达地区对罕见病往往列入公立或私立医疗保险体系中，支付绝大部分开支，患者得到较好的预防性治疗。但在我国，血友病治疗情况面临四大挑战因素：

- ✓ 渗透率低：血友病实际人数估计为 10 万人，但是仅有 1 万多人登记治疗。
- ✓ 医保支付差异化大，多数人无力支付：多数地区报销限额低，导致实际上患者无力支付；且乙型血友病的药物凝血酶原复合物虽然在国家医保乙类中，但适应症仅限于手术、肝坏死导致的出血。
- ✓ 国产产能不足，大量需求要依赖于昂贵的进口重组产品，患者负担进一步加大。
- ✓ 在患者数量和用药量均有限的情况下，企业研发动力不足

凝血因子价格昂贵，患者在无医保支持情况下往往无力负担。凝血因子由于需要长期注射，且单价较贵，半衰期较短，导致患者经济负担极大。以 VIII 因子为例，半衰期约为 8-12 小时，按照 13 年的儿童预防性治疗方案，假设一周两次，每次 500IU 且可以买到国产提取产品（16 年约 400 元/250IU），那么一个月的负担约为 3200 元；成年人随着体重增加，用药量也要提升，有文献估计年开支约在 20 万左右。在没有医保支付的情况下，患者难以负担。

血友病在部分地区获得支持，进入医保体现人道关怀。少数地区如深圳，给以 90% 的报销比例并且额度（130 万）能够满足需求。在较发达地区陆续提高报销额度和比例是近年来逐渐出现的趋势，这一方面符合对罕见病患者的人道关怀，另一方面我们认为也是凝血类小品种未来出现技术改造，提升产率、新增品种的重要动力。

供给端竞争：得血浆者得天下

浆站有偿献血，主要在欠发达地区。我国血液制品分为血浆制品（白蛋白、球蛋白、凝血因子）与血细胞制品（全血、红细胞、血小板）两类。后者由血站系统负责，前者由单采浆站负责收集。血站系统是无偿献血，但是血浆站是有偿的。浆站往往设立在较为偏远、人均收入较低的地区。

新设立浆站门槛较高。在 2008 年出台的《单采血浆站管理办法》规定：单采血浆站的采浆区域，满足原料血浆年采集不少于 30 吨，新建站 3 年内达到年采浆量不少于 30 吨，血液制品生产企业申请设立新的单采血浆站，其注册的血液制品应当不少于 6 个品种（承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于 5 个品种）。

集中度待加强：规模效应与政策倾向呼唤行业集中

我国行业集中度远低于海外。我国共有近 30 家血液制品生产企业，大多规模小、产品单一、行业集中度不高，超过半数企业不具备新开设浆站资质。国内血液制品企业单采血浆站数量、产品种类、整体规模上与国外企业仍有一定的差距。国外仅剩下 20 家左右血液制品企业，前五名血液制品企业就占了血液制品市场份额的 70% 左右。我们在 2013 年 1 月 28 日发布的《血液制品行业专题研究：从批签发数据看中国血液制品行业发展趋势——基于供需的研究：供不应求，持续景气》中通过对全球血制品行业发展历程的分析，判断从长期看我国血液制品行业有望走向集中。今天看来，行业的集中度仍有待提升。

技术需要逐步升级，市场份额逐渐向高技术企业集中。我国当前吨血浆产率低于海外同业，主要是因为我国技术较为传统，所能够分离的组分较少。但是从白蛋白、静丙、纤原这几个品种来看，产率并不低，并且由于分离技术往往分为很多个步骤，实际上是在分出粗组分后对细分组分采用不同技术进行分离的。产率较国外低的主要是凝血类品种 VIII 因子和凝血酶原复合物。我们认为这与我国血友病实际医保支付比例少，在销量放量有限的情况下，企业改进技术动力不强有关。但是随着近两年来在部分发达地区医保支付限额和比例齐升，血友病的治疗状况逐渐改善，我们认为技术升级是大势所趋。技术改进体现在产率提升和新品种研发两方面，随着龙头公司吨浆产值进一步提升，市场份额将会进一步向高技术企业集中。

表 2: 主要血制品品种升浆产量海内外对比

产品名称	海外	国内
白蛋白	约 25~28g/L	约 28 g/L
静丙	约 5g/L	约 5.3 g/L
VIII 因子	约 170 ~ 180 IU/L	约 80 IU/L
IX 因子	约 210~270 IU/L	无
凝血酶原复合物	约 500 IU/L	约 240 IU/L
纤原	约 0.66 g/L	0.5 g/L

资料来源：《PRODUCTION OF PLASMA PROTEINS FOR THERAPEUTIC USE》、《2015 年全国血液制品年度分析报告》、国信证券经济研究所整理

华兰生物：采浆量提升与结构优化推动高速成长

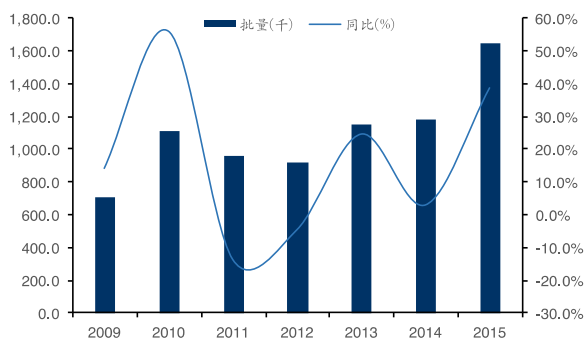
重庆 6 浆站与河南浆站放量，驱动内生高成长

公司分别在河南、重庆获批设立 1 家单采血浆站和 6 家单采血浆站分站，目前重庆 6 家分站已开始采浆，河南浚县单采血浆站正在加快建设。通过采取多种有效措施，2015 年公司采浆量实现了 30% 以上的增长，为公司血液制品业务的稳定增长奠定了基础。

大品种：白蛋白、球蛋白 16 年批签发量继续高速增长

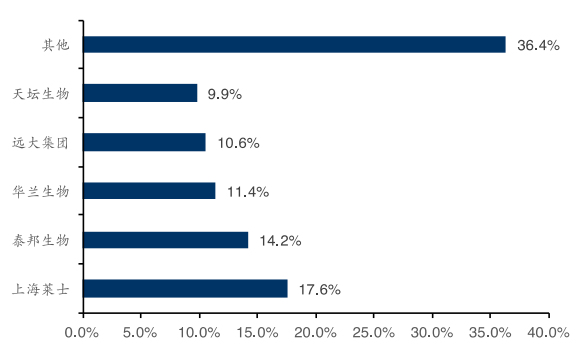
白蛋白和静脉注射用丙种球蛋白（静丙）在 15 年批签发分别增长 38.9% 和 14.1%，与行业的白蛋白和丙球增速 15.7% 以及 26.2% 相比，互有短长。值得注意的是 16 年前 4 个月的批签发数据显示（5 月数据有延迟，因此以 4 月前数据较为可靠），全行业白蛋白批签发 1123.3 万瓶（10g），静丙 284.9 万瓶（2.5g），分别同比增长 28.8% 和 15.9%。华兰生物批签发白蛋白 60.5 万瓶，静丙 43.1 万瓶，同比增长 56.9% 和 86.5%，远超行业增长幅度。

图 13: 2009-2015 月华兰生物白蛋白批签发数量（10g）



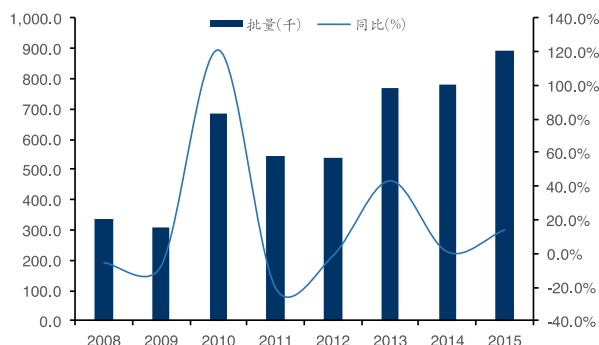
资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

图 14: 2015 国产白蛋白批签发市场格局



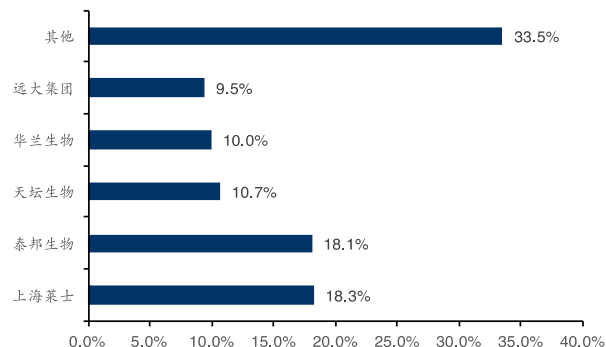
资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

图 15: 2009-2016 年 4 月华兰生物静丙批签发数量 (2.5g)



资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 16: 2015 静丙批签发市场格局

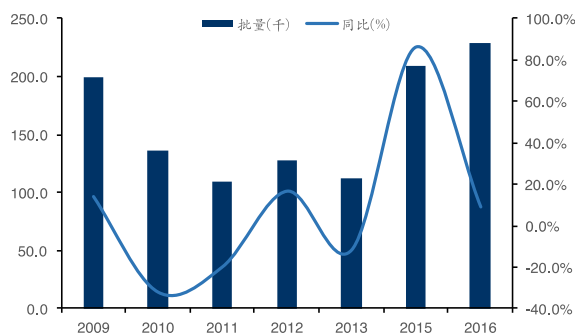


资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

特种球蛋白: 肌免、乙免 16 年前 4 月批签发同比超 100% 增长

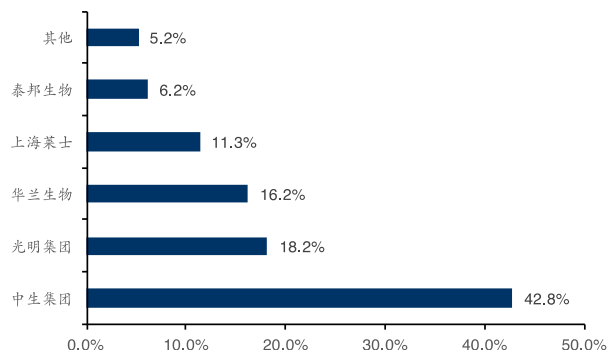
特种免疫球蛋白中, 华兰生物在肌肉注射免疫球蛋白 (肌免)、乙型肝炎免疫球蛋白 (乙免), 破免中都占据行业产量前列。在 2016 年前 4 个月的批签发数据中, 华兰生物达到了 22.8 万瓶 (150mg) 肌免和 10.2 万瓶 (200IU) 乙免, 分别同比增长 123.1% 和 157.9%。今年前 4 月, 肌免批签发行业同比增长 340.5%, 乙免增长 39.1%

图 17: 2009-2016 年华兰生物肌免批签发数量 (150mg)



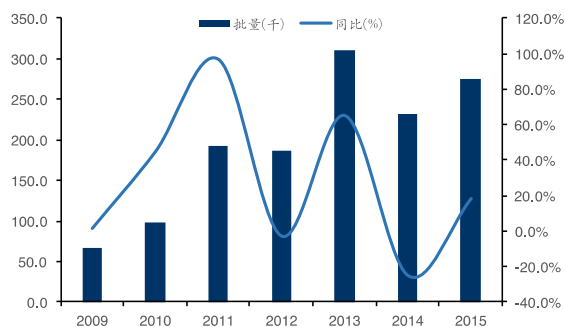
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 18: 2015 肌免批签发市场格局



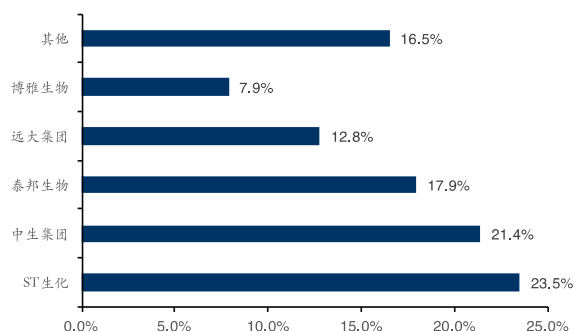
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 19: 2009-2015 年华兰生物狂免批签发数量 (200IU)



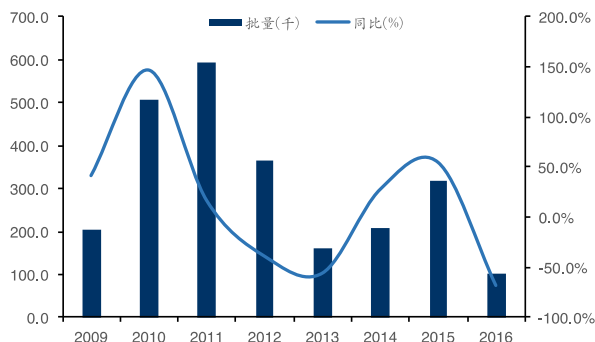
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 20: 2015 狂免批签发市场格局



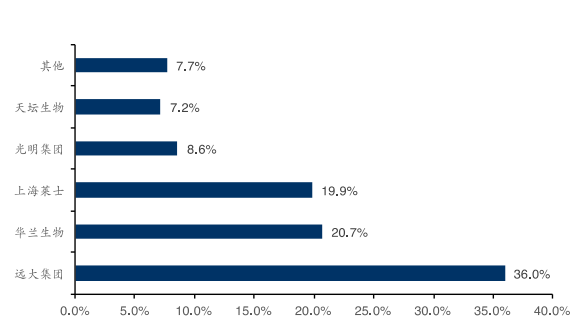
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 21: 2009-2016 年华兰生物乙免批签发数量 (200IU)



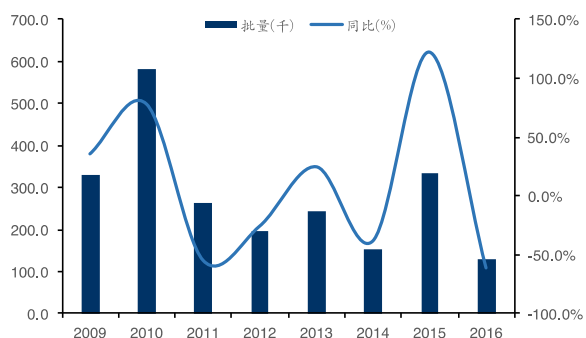
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 22: 2015 乙免批签发市场格局



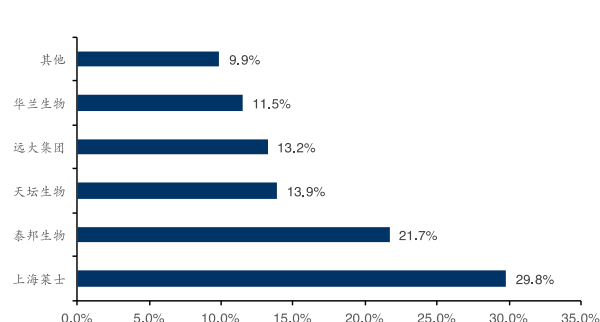
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 23: 2009-2016 年华兰生物破免批签发数量 (250IU)



资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 24: 2015 破免批签发市场格局

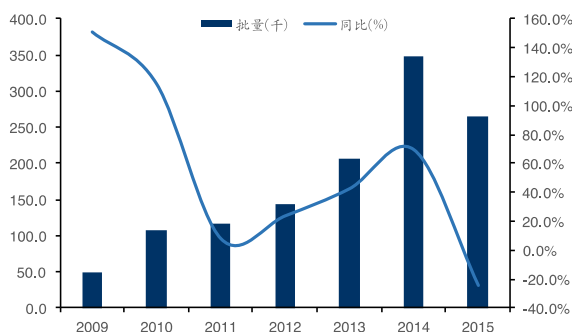


资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

凝血类产品: 华兰 VIII 因子、凝血酶原大幅增长, 纤原萎缩

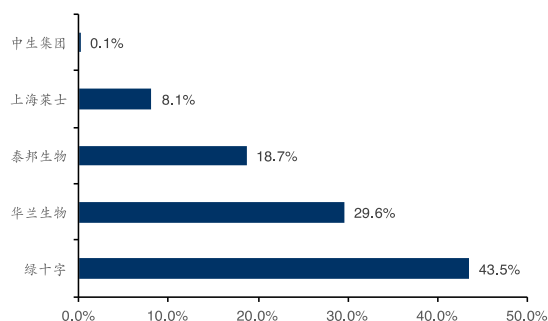
凝血类产品作为小品种, 提价幅度远高于大品种, 带来的弹性较高。在今年 4 月以来, 我们发现 VIII 因子和凝血酶原行业批签发量大幅增长, 分别同比增长 42% 和 108.2%, 纤原增长 26.5%。而华兰生物的三大品种分别增长了 136.1%、144.9% 和萎缩了 31.1%

图 25: 2009-2015 年华兰生物 VIII 因子批签发数量(200IU)



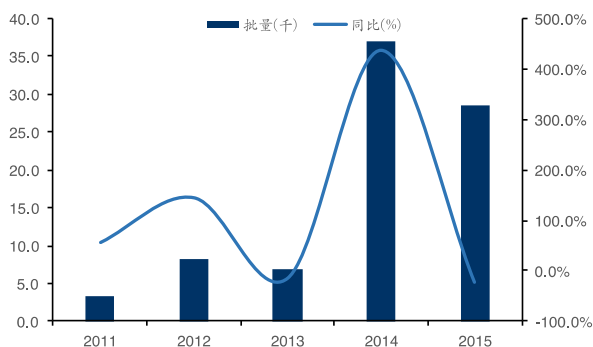
资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

图 26: 2015 年 VIII 因子批签发市场格局



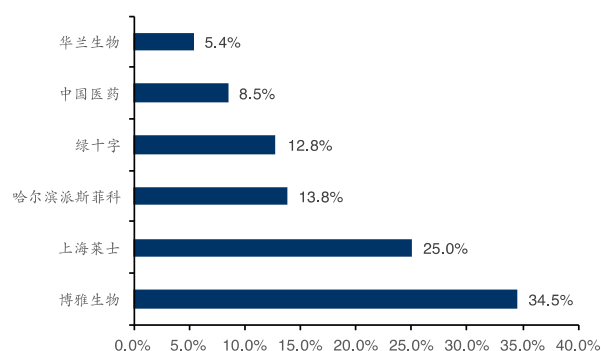
资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

图 27: 2009-2015 年华兰生物纤维原批签发数量(0.5g)



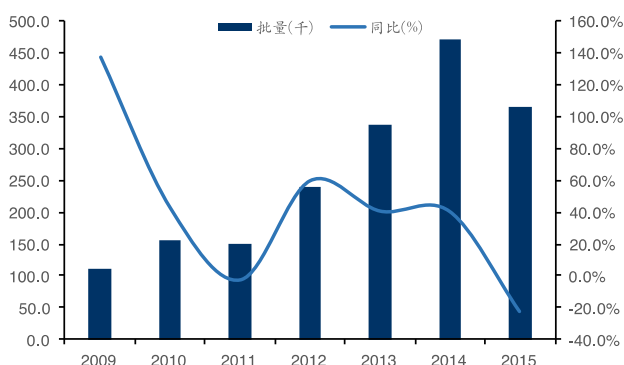
资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

图 28: 2015 年纤维原批签发市场格局



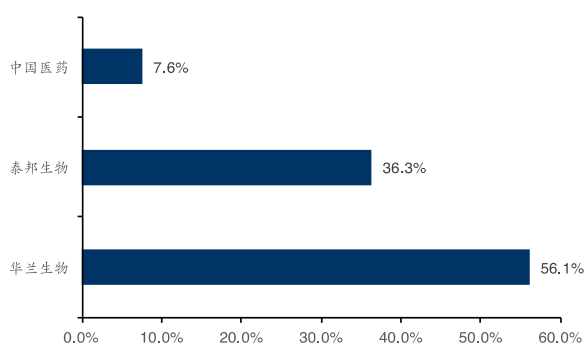
资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

图 29: 华兰生物凝血酶原批签发数量(200IU)



资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

图 30: 2015 年凝血酶原批签发市场格局



资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

发改委启动药价检查，血制品存在降价可能

发改委启动全国药品价格专项检查，血制品名列关注列表。发改委计划于 6 月 1 日至 10 月 31 日开展药品价格专项检查，主要关注原料药、血制品、中药饮片等三个领域，囊括了前期二级市场上资金追捧的“涨价”概念板块。本次价格专项检查目标对应前期价格上涨较多的原料药和血制品领域，符合国家监管

部门持续、一致的政策导向。

短期影响行业，但是对华兰生物影响有限。血制品单个企业或者产品在检查中可能发现问题，但是行业整体价格形成机制应属健全。大品种价格上涨幅度不大，且白蛋白有海外产品充分竞争，市场机制运行良好；凝血类小品种虽价格上升较大，但是需求真实且价格仍低于海外重组品种。华兰生物作为具有社会责任感的龙头企业，在本次涨价中一直处于跟随者地位，同时涨幅也非常有限，低于行业内部分企业，因此我们预期对华兰生物的短期影响有限。

行业量价齐升逻辑可能证伪，采浆量提升、优化产品结构、开发新产品才是成长正路。量价齐升逻辑面对医保限费和集体采购双重挑战。白蛋白、静丙除必须使用的适应症是刚需以外，同时存在作为营养品，增强抵抗力的“类辅助用药”的使用。医保限费对于非刚需的这类使用，仍然会从“量”上形成冲击。从近期深圳模式中透露的白蛋白也在降价谈判序列中，我们也能窥视得到，凡是在医保支付中消费较高的产品，也同样面临医保端“价”的压力。

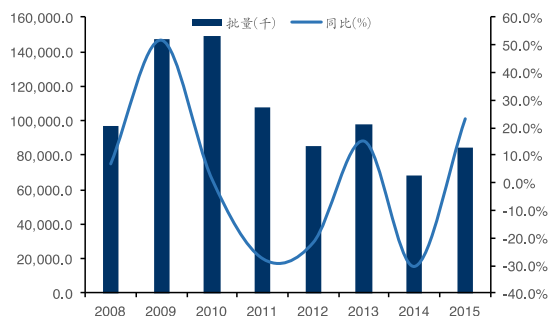
血制品真成长在于提高采浆量、优化产品结构、开发新产品，不能依靠单纯提价。医药在任何国家都是受到严格监管的行业，就算是充分市场化导向的美国，大幅提价的 Valeant 模式也在政治争议中被证伪。当前我国单采浆站单产仍然较低，存在改进管理，推广扩大采浆量以及优化产品结构的潜力，同时长期来看，开发凝血类新产品满足国内迫切的需求才是血制品市场健康持续成长的真动力。

行业短期受影响，长期看利好采浆量、批签发增速高的龙头企业。我们预期受消息影响，血制品板块可能会受到短期冲击，但是当市场回归对于医药品的真实成长逻辑时，能踏踏实实提高采浆量，表现在批签发数据上高速增长的企业优势会更加凸显。血制品的真实需求不容置疑，行业的高速成长信心不变。

疫苗产品：受二类苗不景气影响，看点不多

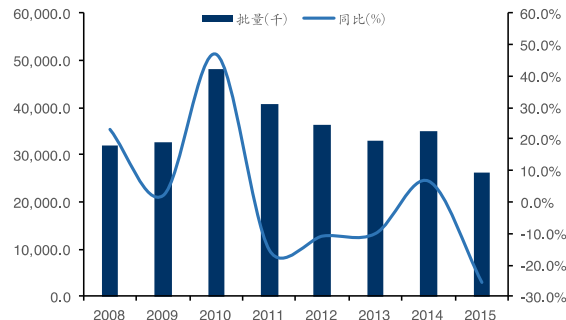
疫苗行业近年来批签发不景气。我国疫苗行业受制于产品老化，行业内竞争激烈，国家支持力度有限，整体行业近年来实际上处于萎缩的状态。以华兰生物批签发数量较多的乙肝疫苗和流感疫苗为例，从 2010 年的高峰期到 2015 年，整个行业的批签发数量均下滑了 40% 左右。这与我们在 2012 年外发的行业深度报告《从批签发数据看我国疫苗行业发展趋势——短期趋缓，未来增长空间广阔》中的观点吻合。当时我们认为整个市场成长需要 1) 创新产品推出，激活潜在需求；2) 政府加大投入，提高一类苗价格以及纳入更多原二类苗进入一类苗目录。现在回顾来看，我国当前二类苗的批签发逐年走低，这两点先决条件没能得到满足是主要因素。

图 31: 乙肝疫苗批签发数量 (200IU)



资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

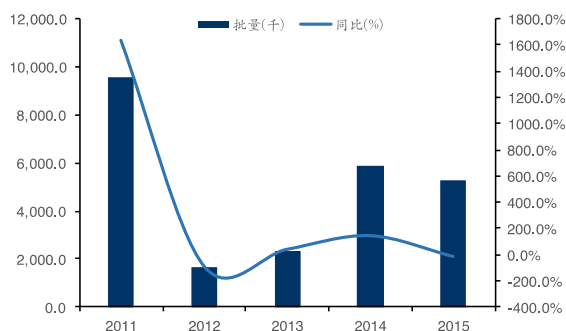
图 32: 流感疫苗批签发数量 (0.5ml/15μg)



资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

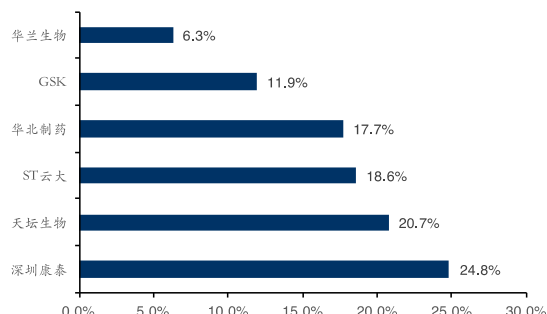
华兰生物主要疫苗产品保持稳定，在新品种推出前看点不多。华兰生物除了 10 年流感流行时的 H1N1 甲流疫苗外，现在销售的主要包括乙肝、流感和四价脑炎疫苗。其中流感疫苗处于行业批签发第二。

图 33: 华兰生物乙肝疫苗批签发数量 (200IU)



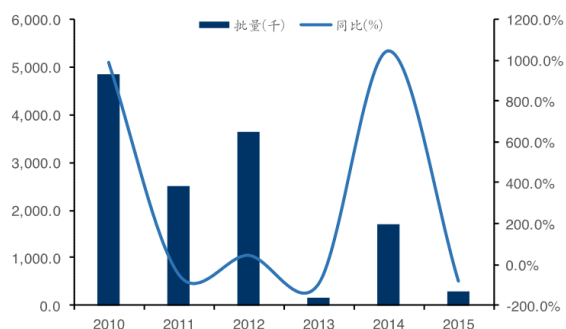
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 34: 2015 乙肝疫苗批签发市场格局



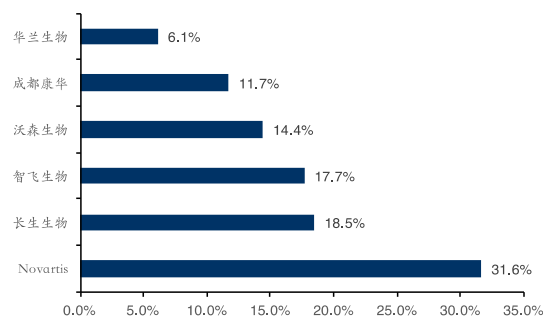
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 35: 华兰生物四价脑炎疫苗批签发数量 (200μg)



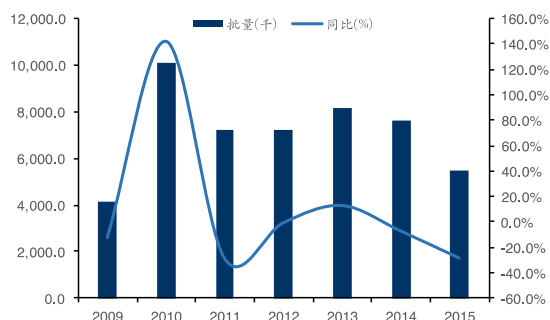
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 36: 2015 四价脑炎疫苗批签发市场格局



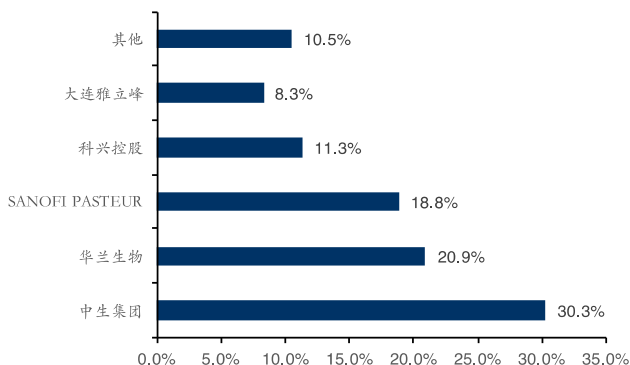
资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 37: 华兰生物流感疫苗批签发数量 (0.5ml/15μg)



资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 38: 2015 流感疫苗批签发市场格局



资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

今年流感出现疫情，利好华兰的流感疫苗。华兰的流感疫苗在 2015 年 9 月获得了世界卫生组织的预认证资格，在我国仅次于成都生物所的日本脑炎疫苗，充分证明了公司产品的质量。有利于公司流感疫苗在国内的推广。今年 3 月，我国流感发病

人数为 76498 人，远高于 15 年 3 月的 19199 人，北京、深圳均有感冒疫情的报道，深圳从 2 月到 5 月出现了长达 3 个月的 I 级和 II 级流感指数时期，远长于去年的 1 周。作为我国领先的流感疫苗企业，利好公司。但是由于今年疫苗事件之后省级疾控的集中采购机制大多尚处于构建中，有来不及形成采购的风险。

财务分析：费用率低、净利率高的龙头标的

公司采浆量属于我国血制品企业第一梯队，16 年采浆量大幅提升。中生集团（未来会注入上市子公司天坛生物），泰邦生物，上海莱士和华兰生物作为我国 4 大龙头企业，未来均有形成超过 1000 吨采浆量的潜力。公司 15 年估计采浆量 720 吨，上海莱士约 810 吨，中生集团约 1000 吨。但是公司 16 年随着重庆和河南浆站放量，预计 16 年能达到 1000 吨的采血浆能力。

产品线齐全，奠定高净利基础。公司具有 11 个产品的完整生产能力，是国内产品线最为齐全的企业，能够分离越多成分则收入越高。从 2015 年的财报数据来看，上海莱士的扣非净利中包括公允价值变动收益（主要是股票投资收益）8.65 亿，如果剔除的话则净利润下滑约一半。因此公司的扣非归母净利率是 A 股血制品企业中最领先的，大幅优于行业；公司产品主要是供不应求的大品种白蛋白和静丙，销售费用也是行业最低水平；无负债，财务费用为负数也是行业内最好水平。

表 3：2015 年血制品企业财务数据横向比较

	华兰生物	上海莱士	博雅生物	天坛生物	ST 生化
营业总收入	1,471.8	2,013.3	543.2	1,618.0	500.3
营业成本	618.9	777.5	194.9	831.7	235.4
毛利率 (%)	57.9%	61.4%	64.1%	48.6%	52.9%
销售费用	20.2	32.6	75.5	90.7	11.1
销售费用率 (%)	1.4%	1.6%	13.9%	5.6%	2.2%
管理费用	218.9	338.9	106.8	321.4	144.5
管理费用率 (%)	14.9%	16.8%	19.7%	19.9%	28.9%
财务费用	-47.5	-13.0	-7.1	111.4	31.1
财务费用率 (%)	-3.2%	-0.6%	-1.3%	6.9%	6.2%
公允价值变动净收益		865.2			
投资净收益	46.3	9.7	23.1		
营业外收入	28.1	24.7	7.2	25.2	26.2
营业外支出	3.9	4.8	1.9	9.1	2.2
营业外收支净额	24.2	19.9	5.3	16.2	23.9
利润总额	692.5	1,749.2	197.6	197.9	92.3
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	622.1	854.4	169.2	181.8	68.3
所得税	110.5	268.8	30.5	82.4	25.4
实际所得税率 (%)	16.0%	15.4%	15.5%	41.6%	27.6%
净利润	582.0	1,480.4	167.0	115.6	66.8
净利率 (%)	39.5%	73.5%	30.8%	7.1%	13.4%
归属母公司股东的净利润	589.1	1,442.4	151.8	10.0	77.6
归母净利率 (%)	40.0%	71.6%	27.9%	0.6%	15.5%
扣除非经常性损益后的净利润	506.8	682.3	124.7	-11.6	59.1

扣非归母净利润率	34.4%	33.9%	23.0%	-0.7%	11.8%
PE (TTM)	44.1	74.5	114	-4942	101

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

估值同业比较：血制品 A 股公司中估值最低标的

以 6 月 24 日收盘价格而论，血制品企业中上海莱士、博雅生物、ST 生化估值均达到 74~114 倍（TTM），而天坛生物还出现了小幅亏损。同业比较的话只有美国上市的泰邦生物同期估值 30 倍比华兰为低。

上海莱士估值坚挺，长期高于市场水平。另外从单个公司来看，上海莱士在 15 年股灾期间达到最高 47.19 元，此后一直坚挺，在 15 年底的反弹中还创了新高 47.94 元，现在 37.17 元的股价与大多数本轮下跌的个股比，调整幅度较小，可以说是估值长期抛离行业的水平，另外今年华兰生物已经有望超过上海莱士的采浆量，但是公司估值仍远低于莱士。

博雅生物看点在于外延预期，对发改委价格调查更敏感，同时并非血制品龙头。博雅生物大股东高特佳集团是知名医药领域投资者，旗下资产较多，外延预期凸显。同时博雅是纤维蛋白原的国内领先企业，本轮纤维蛋白原涨价幅度最高的就是博雅。当前发改委调查血制品的结果没有出炉前，博雅由于涨价较多，对政策变动的带来的业绩敏感性较高。另一方面，博雅仍然不是我国预期进入千吨采浆量的四家龙头，在这个龙头强者恒强的市场中可能未来行业采浆量提升的受益未必有龙头企业大。

天坛生物尚未解决母公司同业竞争问题，且业绩受疫苗业务拖累。天坛生物是中生集团旗下上市公司。虽然中生集团整体而言是国内血制品龙头企业，但是大股东承诺的注入血制品业务进入上市公司，剥离疫苗业务进入大股东体内尚未完成，此前 2011 年 3 月的承诺完成日期是今年 3 月，但是现在已经推迟到了 2018 年 3 月 15 日。另一方面，天坛生物 15 年 16 亿收入中，6 亿是疫苗业务，而今年疫苗业务出现行业性“黑天鹅”事件影响，一方面影响二类苗渠道销售，二方面影响群众接种意愿，面临较大压力。最后公司亦庄项目处于投入阶段，当期收益受到压力，例如亦庄新厂区投产前期达到合理产能尚需一定时间，折旧费用也较大，今年 1 月公司乙肝疫苗车间从三间房厂区搬迁至亦庄新厂区，也造成停工费用增加。

ST 生化近年收入增长率在个位数，去年出现亏损。ST 生化主要子公司双林在血制品行业中处于行业中游，15 年采浆量为 268.7 吨。公司在 13 年才从停止上市中恢复，而且 15 年又出现了亏损。虽然近期浆站获批数量较多，可能有一定的后劲，但是业绩确定性仍然不如华兰这样的行业龙头。公司尚不能生产 VIII 因子与纤维蛋白原，因此净利率也仍有改善空间。

小结：华兰生物是 A 股中估值较低，且增长确定性强的血制品龙头标的。通过以上对行业公司横向比较，华兰生物估值仅高于美股上市的泰邦生物，大幅低于其余的血制品企业。血制品采浆量提升未来仍然主要是行业龙头获益，华兰的龙头地位优于博雅生物与 ST 生化。但是华兰在并购预期上低于博雅生物，部分影响了估值水平。总的来说，华兰的业绩成长主要是今年采浆量的大幅提升，而不是价格的大幅变动，因此未来受到可能的发改委价格调查影响也较小，增长确定性高。

盈利预测：

血制品价格上涨逻辑存在不能兑现风险。血制品行业此前被预期为少数具有高成长性的子行业。主要理由是采浆量稳步提升（10%左右）加上价格放开带来的提价预期（静丙 20%，白蛋白 10%，小品种较多，如纤原达到 100 - 200%）。但是随着发改委对前期涨价较多的原料药、血制品、中药饮片的检查，血制品的大规模涨价可能受到政策阻碍。我们认为医药不是普通的商品，就算是在市场竞争高度认可的美国，以稀缺性推动大规模药价上涨的 Valeant 模式也受到

了舆论和政治的挑战，模式被证伪。我们作为医药行业较为行政化的国家，医药的公益色彩更浓厚，放开药价不代表不会监管，未来温和上涨应该是行业的主流。

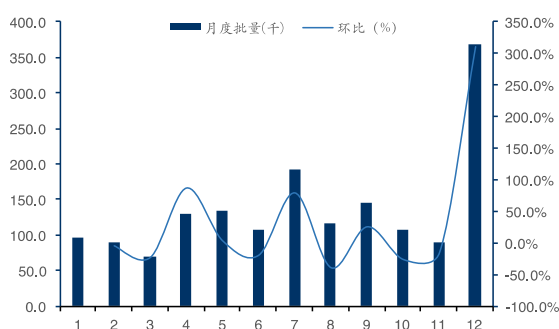
表 4: 华兰生物及可参比企业血制品，疫苗价格

品种	标准规格	2011 年及之前	2012	2013	2014	2015	2016
白蛋白	10g			350~368	364~378	378	412~420
静丙	2.5g	528	534~599	400	545~550	535~561	600~620
VIII 因子	200IU	245		266	370	370	396
凝血酶原	200IU	168.6~193	151		140~180	180	194
纤原	0.5g	141~332	304	141~304	304~350	335~350	600~690,985 (博雅)
肌免	150mg	21~30			38	43.59	49~78
狂免	200IU	152~198	200~230	214	185	150~185	124~168
破免	250IU			73~75	80~82	80~218	235~320
乙免	200IU	165		148	300~350	233~338	233
乙肝疫苗	10μg/0.5ml/支		8.64		17.3, 零售价 19.4	33	38.9
四价脑炎疫苗	0.5ml/剂			55.3, 零售价 79,.7		81 (零售价)	48.6
流感疫苗	0.5ml/15ug		38~42	36.1, 预充 42.9	32.4	32.1	28.1,36.7 (预充)

资料来源：药智网、各医院、疾控中心采销信息公开、国信证券经济研究所整理

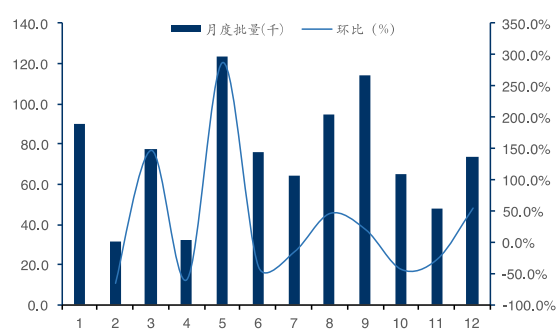
产品增速：大品种采浆量增长+温和涨价，小品种参考行业增长+较大幅度涨价。15 年 12 月单月白蛋白批签发数量猛增，应属重庆浆站放量造成（重庆华兰 15 年 12 月较 11 月白蛋白批签发量新增 22 万瓶）。白蛋白，静丙类产品与采浆量数据基本吻合，综合考虑今年已经实现的批签发数量、增速，血浆今年的预期增速（近 40%）和未来的行业增速（估计 10%），已经公布的中标价涨价幅度，我们预期白蛋白和静丙随采浆量稳步增长，16 年 48%增长，之后 20%左右增速。

图 39: 华兰生物 2015 年白蛋白批签发分月情况



资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

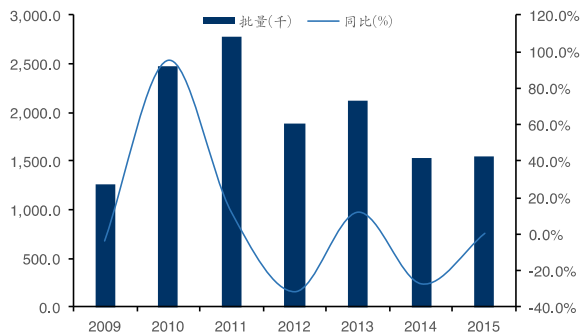
图 40: 华兰生物 2015 年静丙批签发分月情况



资料来源：中检院、国信证券经济研究所整理

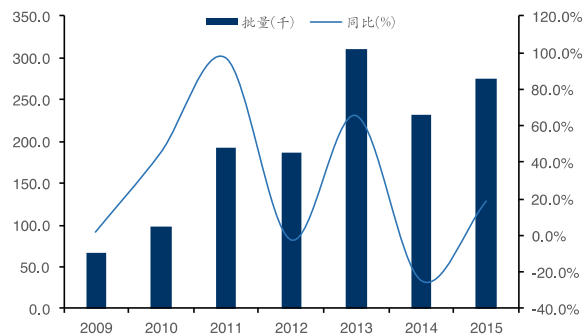
另一方面，特免与静丙生产存在冲突，乙免、破免在此前都有高速增长。乙免由于广泛接种，乙肝数量减少，未来参考乙肝疫苗的走势（15 年乙肝批签发仅为 10 年高峰的 57%），行业可能会逐步萎缩。狂免与狂犬疫苗逻辑类似，随着宠物狗数量增多，可能还会有所增长。但是 15 年狂免行业批签发下滑 38.6%，估计未来复合增长在 25%左右，华兰在行业中 2015 年批签发占比仅为 6.08%，属于二线，未来预计跟随行业走势。

图 41: 华兰生物乙免批签发情况



资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

图 42: 华兰生物狂免批签发情况



资料来源: 中检院、国信证券经济研究所整理

在研产品陆续推进，暂不列入收入预期，但促进估值。公司参股公司华兰基因工程有限公司研发、生产单克隆抗体药物，目前曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗、阿达木单抗四个单抗已申报了临床批件。疫苗公司研制的 H7N9 流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、破伤风疫苗取得了国家食药监总局下发的药物临床试验批件。

另外公司已经开始尝试生物抗体药物的代工生产模式，类似于电子产品的从“中国制造”起步，这有利于公司在自身单抗产品实际投入生产前获得生产经验并获得部分收益。但是这部分收入暂时规模不可能太大，暂时不列入业绩预期。

重庆、河南浆站预期可以维持 2 年的增长。重庆 6 家浆站分站在 2015 年已开始采浆，河南浚县单采血浆站正在加快建设。滑县浆站 14 年底开始采浆，15 年估计约为 50 吨浆产量，在 16 年预计可以达到百吨采浆量。重庆 6 个分浆站如果也是采用第一年导入，第二年发力的模式，那么在 17 年的收获期有望维持高增速。虽然未来新浆站获批有望陆续兑现，但这里我们仅保守地将重庆的六家分浆站和河南两家新批浆站纳入血浆量增长预期，16 年、17 年分别新增 300 吨和 100 吨采浆量左右。

表 5: 华兰生物采浆量估计

序号	浆站简称	人口(万人)	预计采浆量(吨)		
			2015	2016	2017
1	广西博白	174			
2	广西贺州市	223			
3	广西都安县	54	275	285	295
4	广西陆川县	104			
5	贵州独山县	34			
6	重庆武隆县	40	40	45	50
7	重庆石柱县	52	30	35	40
8	重庆忠县	98	40	55	60
9	重庆彭水县	67	40	45	50
10	重庆巫溪县	51	40	45	50
11	重庆潼南县	90	45	65	65
12	重庆开县	165	55	90	95
13	河南长恒县	81	50	80	80
14	河南封丘	75	50	80	80
2014					

年					
15	河南滑县	134	50	100	105
16	重庆云阳县	136	0	30	80
2015年					
17	河南浚县	95		25	60
总计			725	980	1110

资料来源：公司公告、国信经济研究所预测

预期未来三年 EPS 分别为 1.46/1.76/2.22，给以买入评级

预测 16-18 年归母净利 8.48/10.21/12.90 亿，对应送股后 EPS 为 0.91/1.09/1.38 元，对应当前股价 PE 为 33/27/22X，以 15 年扣非净利 5.07 亿为基数，考虑未来三年的复合增长率为 36.5%，以当前股价而论预计 16 年 PEG 仅为 0.79，给以买入评级。假设给以 16 年 40 倍 PE 估值，合理估值为 36.5 元。

表 6：华兰生物盈利预测详细分解

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	备注
产品	1,243.5	1,471.8	2,058.0	2,396.0	2,840.0	
增速 (%)	11.3%	18.4%	39.8%	16.4%	18.5%	
人血白蛋白	435.5	639.8	947.8	1,136.5	1,362.6	白蛋白批签发与实际销售情况高度吻合，批签发数量乘以单价基本上等于实际销量；去年公司估计采浆量 720 吨左右，今年估计达到 1000 吨，增长 40% 左右。从今年前 4 个月批签发来看，同比增长 56.9%，已完成 15 年产量的 41%
增速 (%)	15.5%	46.9%	48.1%	19.9%	19.9%	
批签发量	1,183	1,643	2,301	2,531	2,784	
增速 (%)	3.2%	38.9%	40.0%	10.0%	10.0%	
单价	374	378	412	449	489	
增速 (%)	3.9%	1.1%	9.0%	9.0%	9.0%	
静注丙球	431.4	421.8	624.6	786.9	991.6	根据历史情况的批签发量和单价计算产值约 90% 是实际销售金额，从今年前 4 个月批签发来看，同比增长 86%；近三年来静丙维持在 4.2 亿左右销售金额。静丙与特免互斥，乙免破免在 15 年大幅增长。预期未来静丙增速会有所提升。
增速 (%)	5.7%	-2.2%	48.1%	26.0%	26.0%	
批签发量	779	890	1,157	1,388	1,666	
增速 (%)	1.1%	14.1%	30.0%	20.0%	20.0%	
单价	545	561	600	630	662	
增速 (%)	11.7%	2.9%	7.0%	5.0%	5.0%	
其他血制品	204.1	292.4	330.9	319.3	332.0	按照历史统计，根据批签发量和单价计算所得产值有 65% 左右成为实际收入
增速 (%)	16.8%	43.3%	13.2%	-3.5%	4.0%	
肌免		6.8	10.8	12.4	14.4	收入占比低，虽然今年行业批签发高达 340%，公司增速也高达 123%，但是基数过小，影响不大，预计未来稳定增长。
批签发量		209	314	345	379	
增速 (%)			50.0%	10.0%	10.0%	
单价	38	43.59	45.8	48.1	50.5	
增速 (%)		14.7%	5%	5%	5%	
乙免	53.2	73.0	131.4	105.1	94.6	乙免今年 4 月为止批签发增长达到 158%，远超行业，但是自 11 年以来需求持续萎缩，今年虽然大幅增长，但是随着我国乙肝免疫普及，长期看产品适应人群会逐步降低。
批签发量	206	319	574	460	414	
增速 (%)	28.0%	54.9%	80.0%	-20.0%	-10.0%	
单价	344	305	305.0	305.0	305.0	
增速 (%)	137.2%	-11.3%	0%	0%	0%	
破免	8.5	20.6	82.2	93.2	105.6	占比低
批签发量	151	335	368	405	445	
增速 (%)	-38.2%	121.5%	10.0%	10.0%	10.0%	
单价	80.1	80.1	298.0	306.9	316.1	
狂免	42.9	51.0	51.0	64.2	77.5	行业：11-14 年行业持续 40% 高增长，总体与宠物狗数量增长相关，15 年回调 40%，估计行业复合增长率为 27%，华兰占比不高，在 16 年还没有批签发，估计保持行业增速。另外需求增加，假设每年涨价 5%。
批签发量	232	275	349	419	481	
增速 (%)	-25.1%	18.4%	27.0%	20.0%	15.0%	
单价	185	185.5	194.8	204.5	214.7	
增速 (%)						
VIII 因子	119.9	98.1	84.3	92.9	102.4	我国领先厂商，但是考虑到 14 年到 15 年间的批签发增速已经放缓，仅为 7.5%，因此我们给以较为保守的估计增速
批签发量	349	265	284	298	313	
增速 (%)	69.4%	-23.9%	7.0%	5.0%	5.0%	
单价	344	370	396	415.8	436.6	
增速 (%)	29.3%	7.6%	7%	5%	5%	
纤原	11.2	9.7	9.2	12.6	17.2	收入占比低，但是 13 年以来行业持续 30% 左右增长，

批签发量	37	28	20	26	34	今年前 4 月 26%增长, 今年 4 月以来批签发还减低了 30%, 预计未来将逐渐与行业保持稳定
增速 (%)	437.6%	-23.1%	-30.0%	30.0%	30.0%	
单价	304	343	617.4	648.27	680.6835	
增速 (%)		12.8%	80%	5%	5%	
凝血酶原复合物	75.5	65.5	95.3	80.0	75.6	
批签发量	472	364	655	524	472	
	39.9%	-22.9%	80.0%	-20.0%	-10.0%	
单价	160	180	194.0	203.7	213.9	
	6.0%	12.5%	8%	5%	5%	
甲流疫苗						
其他疫苗	160.1	111.2	100.1	90.0	81.0	
增速 (%)	2.7%	-30.6%	-10%	-10%	-10%	
估计收入	176.2	146.6				疫苗生产周期长, 需要预备过量产品, 以防止疫情出现时无法提供足够产品, 因此在保质期过期之后存在被销毁的情况, 估计批签发 40%左右的产品能达到实际销售。
流感疫苗	98.4	70.1				
批签发量	7,593	5,461				
单价	32.4	32.1				
乙肝疫苗	40.5	69.7				行业批签发近年逐渐萎缩, 尽管获得了 WHO 对流感疫苗的预认证, 但预计主要是更有效的提升国内占有率, 暂时不计入海外销售
批签发量	5,859	5,279				
单价	17.3	33				
四价脑炎疫苗	37.2	6.8				
批签发量	1,691	308				鉴于疫苗各个细分行业均不景气, 假设在没有新品推出的情况下小幅萎缩
单价		51.8				

资料来源: Wind、PDB、药智网、各疾控中心进货价、国信证券经济研究所整理

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	363	485	300	300	营业收入	1472	2003	2333	2767
应收款项	167	193	191	193	营业成本	619	797	887	1015
存货净额	598	694	776	897	营业税金及附加	9	14	17	20
其他流动资产	1522	2028	2638	3409	销售费用	20	33	43	53
流动资产合计	2650	3400	3905	4799	管理费用	219	243	254	266
固定资产	1059	1038	1009	974	财务费用	(47)	(5)	(1)	5
无形资产及其他	200	193	186	179	投资收益	46	55	46	61
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	(31)	(20)	(20)	0
长期股权投资	29	26	26	26	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4021	4740	5210	6061	营业利润	668	956	1158	1469
短期借款及交易性金融负债	0	500	449	639	营业外净收支	24	24	24	24
应付款项	44	52	58	67	利润总额	693	980	1182	1493
其他流动负债	93	117	130	147	所得税费用	111	147	177	224
流动负债合计	137	669	637	853	少数股东损益	(7)	(10)	(12)	(15)
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	589	843	1017	1285
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	(230)	(230)	(230)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	137	439	407	623		2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	226	221	215	208	净利润	589	843	1017	1285
股东权益	3658	4080	4588	5230	资产减值准备	8	1	(1)	(1)
负债和股东权益总计	4021	4740	5210	6061	折旧摊销	117	114	123	130
					公允价值变动损失	31	20	20	0
					财务费用	(47)	(5)	(1)	5
					营运资本变动	(563)	(595)	(672)	(868)
					其它	(11)	(7)	(5)	(7)
					经营活动现金流	171	377	482	538
					资本开支	(189)	(107)	(107)	(86)
					其它投资现金流	100	0	0	0
					投资活动现金流	(81)	(104)	(107)	(86)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	(230)	0	0
					支付股利、利息	(349)	(422)	(509)	(642)
					其它融资现金流	298	500	(51)	190
					融资活动现金流	(399)	(152)	(560)	(452)
					现金净变动	(309)	122	(185)	0
					货币资金的期初余额	672	363	485	300
					货币资金的期末余额	363	485	300	300
					企业自由现金流	(126)	190	305	376
					权益自由现金流	172	465	255	562

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资		食品饮料		非金属及建材	
王东	010-88005309			黄道立	0755-82130685
徐培沛	0755-22940793	刘鹏	021-60933167	刘宏	0755-22940109
房地产		化工		建筑工程	
区瑞明	0755-82130678	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
朱宏磊	0755-82130513	轻工造纸		汽车及零部件	
电力设备/新能源		邵达		梁超	0755-22940097
杨敬梅	021-60933160				
金融工程					
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liuwing@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏 坤	13726685252	吴 国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁 佳	0755-25472670 13602596740
				shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
王 玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许 婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘 研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪 婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏 雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林 若	13726685252			郭泓辰	18575583236
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252			吴翰文	13726685252
zhaohy@guosen.com.cn							
		周 鑫	13726685252				