



002007.SZ

买入

原评级: 增持

市场价格: 人民币 33.60

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	70.2	(7.8)	1.6	51.5
相对深证成指	26.3	(13.8)	(3.9)	14.8

发行股数(百万)	1,403
流通股(%)	86
总市值(人民币 百万)	47,143
3个月日均交易额(人民币 百万)	433
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
安康	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年12月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

华兰生物

全年增速 25%-30%，静待明年流感疫苗放量

公司前三季度收入 26.38 亿 (yoy29.60%)、归母净利润 9.64 亿 (yoy26.89%)，我们认为目前公司估值合理，全年业绩预计在 25%-30% 的增速区间，看好明年流感疫苗市场前景，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 前三季度收入端增速符合预期，利润增速低于收入增速主要是因为上半年疫苗收入同比去年减少 3844 万，主要是流脑和乙肝停产所以疫苗收入有所下降，如果 2019 上半年疫苗收入与去年持平，则上半年利润增速可以达到 16.50%。除此之外，2019H1 研发费用同比增长了 32.31%，在一定程度上也拖累了利润增速。
- 血制品：预计全年收入 28 亿左右，同比增长 16%，其中白蛋白收入 11 亿、同比增长 10%；静丙收入 7 亿、同比增长 20%；其他因子、球蛋白等血制品收入 9 亿、同比增长 20%。其中静丙实现高速增长主要是因为重庆华兰和河南华兰去库存使得收入大幅增长。预计全年血制品实现收入 28 亿，同比增长 16%-17%，实现归母净利 10.45 亿。
- 疫苗：公司上市的疫苗有三价/四价流感裂解疫苗、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）。目前流感疫苗的实际产能为 1,500 万支，今年 6 月底另一条 1,500 万支四价流感疫苗生产线已通过 GMP 认证于 2020 年投入使用。2019 年预计四价流感疫苗产量为 820 万支（中标价 128 元）、三价流感疫苗产量为 300 万支（中标价 50 元），按 43% 计算净利率，疫苗贡献利润为 5.18 亿（归母 3.89 亿）。预计 2020 年四价流感疫苗产量为 1,400 万支，三价流感疫苗产量 300 万支。
- 单抗：公司目前共有 7 个单抗品种取得临床试验批件，其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗处于 III 期临床研究，预计 2020 年至少有 2 个单抗品种可以报产，能够为公司培育新的利润增长点。

估值

- 根据上述分析，2019 年预计公司实现净利合计 14.43 亿，按分部估值法，根据行业平均水平，血制品业务给予 33 倍 PE 对应市值 345 亿，疫苗业务给予 35 倍 PE 对应市值 136 亿，不考虑在研单抗及其他疫苗的估值，合计 481 亿。由于目前血制品行业供给略小于需求，且今年流感疫苗需求旺盛，看好明年流感疫苗的前景，公司整体销售费用率将有所下降，我们上调今年及未来 2 年盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润为 14.43、19.30、22.85 亿，同比增长 26.7%、33.7%、18.4%，评级上调至买入。

评级面临的主要风险

- 血制品收入不及预期，疫苗业务销量低于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,368	3,217	3,991	5,073	5,799
变动(%)	22	36	24	27	14
净利润(人民币 百万)	821	1,140	1,443	1,930	2,285
全面摊薄每股收益(人民币)	0.585	0.812	1.029	1.375	1.629
变动(%)	(30.3)	38.8	26.7	33.7	18.4
先前预测每股收益(人民币)			0.98	1.24	1.52
调整幅度(%)			5.0	10.9	7.2
全面摊薄市盈率(倍)	57.4	41.4	32.7	24.4	20.6
价格/每股现金流量(倍)	265.7	36.5	158.4	23.3	33.9
每股现金流量(人民币)	0.13	0.92	0.21	1.44	0.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.1	35.2	26.2	19.0	15.7
每股股息(人民币)	0.199	0.267	0.206	0.275	0.326
股息率(%)	0.6	0.8	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,368	3,217	3,991	5,073	5,799
销售成本	(915)	(1,155)	(1,276)	(1,529)	(1,738)
经营费用	(476)	(734)	(953)	(1,206)	(1,316)
息税折旧前利润	977	1,328	1,763	2,338	2,744
折旧及摊销	(146)	(139)	(138)	(140)	(142)
经营利润(息税前利润)	830	1,189	1,625	2,198	2,603
净利息收入/(费用)	7	(1)	6	14	30
其他收益/(损失)	77	113	129	142	154
税前利润	915	1,302	1,760	2,354	2,787
所得税	(120)	(180)	(228)	(305)	(362)
少数股东权益	(17)	70	89	119	140
净利润	821	1,140	1,443	1,930	2,285
核心净利润	779	1,051	1,444	1,930	2,285
每股收益(人民币)	0.585	0.812	1.029	1.375	1.629
核心每股收益(人民币)	0.555	0.749	1.029	1.376	1.629
每股股息(人民币)	0.199	0.267	0.206	0.275	0.326
收入增长(%)	22	36	24	27	14
息税前利润增长(%)	7	43	37	35	18
息税折旧前利润增长(%)	6	36	33	33	17
每股收益增长(%)	(30)	39	27	34	18
核心每股收益增长(%)	(33)	35	37	34	18

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	915	1,302	1,760	2,354	2,787
折旧与摊销	146	139	138	140	142
净利息费用	(7)	1	(6)	(14)	(30)
运营资本变动	(428)	29	(747)	131	(565)
税金	(128)	(22)	(228)	(305)	(362)
其他经营现金流	(320)	(156)	(619)	(285)	(583)
经营活动产生的现金流	177	1,293	298	2,021	1,390
购买固定资产净值	(1)	7	3	5	4
投资减少/增加	21	90	126	139	153
其他投资现金流	(76)	(941)	(6)	(10)	(8)
投资活动产生的现金流	(56)	(844)	123	134	149
净增权益	(279)	(374)	(289)	(386)	(457)
净增债务	0	0	10	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(118)	126	426	(89)	(191)
融资活动产生的现金流	(397)	(221)	200	(372)	(427)
现金变动	(276)	227	621	1,782	1,112
期初现金	486	206	428	1,049	2,832
公司自由现金流	122	448	421	2,155	1,539
权益自由现金流	114	449	425	2,141	1,509

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,486	2,462	3,084	4,866	5,978
应收帐款	948	1,091	1,641	1,936	2,276
库存	1,211	1,204	1,713	1,852	2,277
其他流动资产	24	25	36	37	43
流动资产总计	3,669	4,782	6,474	8,692	10,573
固定资产	1,153	1,249	1,118	985	850
无形资产	210	217	213	212	209
其他长期资产	186	243	209	221	224
长期资产总计	1,549	1,709	1,541	1,417	1,283
总资产	5,219	6,493	8,016	10,109	11,856
应付帐款	68	65	96	98	122
短期债务	0	0	10	10	10
其他流动负债	309	655	421	850	604
流动负债总计	377	720	527	958	737
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,403	1,403	1,403	1,403	1,403
储备	3,737	4,597	5,752	7,295	9,123
股东权益	5,140	2,905	7,155	8,698	10,526
少数股东权益	175	245	334	453	593
总负债及权益	5,219	6,493	8,016	10,109	11,856
每股帐面价值(人民币)	3.66	2.07	5.10	6.20	7.50
每股有形资产(人民币)	3.51	1.92	4.95	6.05	7.35
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.15)	(0.30)	(0.74)	(2.01)	(2.80)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.2	41.3	44.2	46.1	47.3
息税前利润率(%)	35.1	37.0	40.7	43.3	44.9
税前利润率(%)	38.6	40.5	44.1	46.4	48.1
净利率(%)	34.7	35.4	36.2	38.0	39.4
流动性					
流动比率(倍)	9.7	6.6	12.3	9.1	14.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	2,141.4	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.5	5.0	9.0	7.1	11.3
估值					
市盈率(倍)	57.4	41.4	32.7	24.4	20.6
核心业务市盈率(倍)	60.5	44.8	32.7	24.4	20.6
市净率(倍)	9.2	16.2	6.6	5.4	4.5
价格/现金流(倍)	265.7	36.5	158.4	23.3	33.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.1	35.2	26.2	19.0	15.7
周转率					
存货周转天数	425.1	381.6	417.2	425.5	433.5
应收帐款周转天数	107.5	115.7	125.0	128.7	132.6
应付帐款周转天数	10.1	7.6	7.4	7.0	6.9
回报率					
股息支付率(%)	34.0	32.8	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	17.5	28.3	28.7	24.3	23.8
资产收益率(%)	14.6	17.5	19.5	21.1	20.6
已运用资本收益率(%)	4.2	6.7	6.8	5.8	5.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测