

收盤價：US\$68.87

潛在上升空間：+40.0%

目標價：US\$96.40

醫藥行業

## 泰邦生物 (CBPO.US) - 首次覆蓋

### 高速增長的血漿製品行業龍頭

落后

**同步**

领先

#### 財務資料一覽

年結 12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (百萬美元)	184.8	203.4	242.3	283.8	342.2
同比增長(%)	20.7%	10.0%	19.1%	17.1%	20.6%
純利 (百萬美元)	45.2	54.6	70.8	88.8	113.2
每股盈利 (美元)	1.68	1.98	2.75	3.44	4.39
每股盈利增長 (%)	147.0%	17.5%	38.7%	25.3%	27.5%
市盈率 (x)	40.9	34.8	25.1	20.0	15.7
市賬率 (x)	7.2	6.2	4.4	3.4	2.7

資料來源：公司、交銀國際預測

● 泰邦生物是從事以血漿製品為主的生物製品的原料採集、研發、生產和銷售的企業集團，目前是中國最大的血液製品生產企業集團之一。公司總部設在北京，有山東泰安和貴州貴陽兩個生產基地，並以這兩個生產基地為中心，有12家採漿站。根據我們的估算，公司每年採集及處理血漿600噸，占中國整個血漿採集和處理量的15%。此外，泰邦持有西安回天血液製品有限責任公司35%的股權。

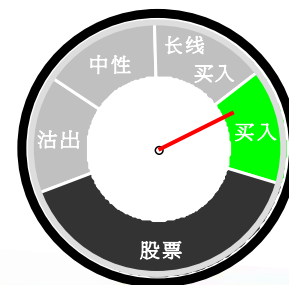
● 我們長期看好血漿製品行業的發展。行業壁壘極高，供不應求的局面將會持續。供應層面，增長動力包括1) 新開漿站將緩解原材料緊張的局面，2) 血漿製品的種類將不斷增加，3) 血漿提取水準將不斷提高。

● 保守預測公司2014/15/16年收入分別同比增長19.1%/17.1%/20.6%。增長點包括：1) 採漿量增長，特別是河北兩個新批准的採漿站在2015年底投入使用，2) 胎盤多肽注射液由於相關生產車間在2014年初獲得GMP認證，產量增加，3) 凝血因數VIII的新生產車間預計在2014年底通過GMP認證，凝血酶原複合物在2014年獲得生產批文，2015年投產。

● 保守估計2014/15/16淨利潤分別同比增長29.7%/25.3%/27.5%，年複合增長率達27.5%。收入增長是利潤增長的最大動力。新產品推出，單位血漿提取產品增多，產值增加，而血漿原材料成本基本不變，故毛利率將隨新產品的推出而有所提升。由於主要產品供不應求，銷售費用增長幅度並不隨著銷售額的增長而同比例增長，經營利潤率提升。淨利潤率提升，利潤增速超過收入增速。

● 首次評級“買入”，目標價US\$96.40，相當於28.0x 2015PE，相對於2013-16年27.5%的淨利潤年複合增長率，仍然比較保守。未來隨著公司業績增長兌現，關注度將提升，估值提升的空間大。此外，公司也有可能通過並購及收購少數股東權益等來增厚業績。

● 我們認為市場對其理解的不足包括：1) 很多投資者仍未看到血漿採集逐步放開的趨勢，2) 市場未能理解新血漿製品推出後短期內的巨大增量效益（血漿組分可以儲存），3) 市場對獨家產品胎盤多肽注射液的巨大潛力認識不足。



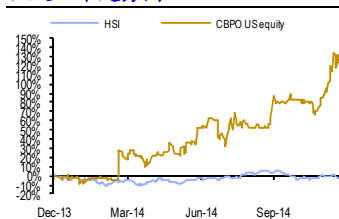
- 泰邦生物中國最大的血液製品生產企業集團之一。
- 行業壁壘極高，供不應求的局面將會持續。長期看好血漿製品行業的發展。
- 預測公司2014-16年收入增長在17-21%，淨利潤率提升，利潤增速超過收入增速。
- 關注度將提升，估值提升的空間大。
- 首次評級“買入”，目標價US\$96.40，相當於28.0x 2015PE，相對於2013-16年27.5%的淨利潤年複合增長率，仍然比較保守。

#### 股份資料

52周高位 (US\$)	71.13
52周低位 (US\$)	26.66
市值 (US\$m)	1,698.1
發行股數 (百萬)	24.7
日成交量 (百萬)	0.10
1個月內變化 (%)	22.72
年初至今變化 (%)	138.72
50天平均價 (US\$)	58.55
200天平均價 (US\$)	46.43
14天強弱指數	65.35
核數師	KPMG

資料來源：公司、Bloomberg

#### 個股1年走勢圖



資料來源：公司、Bloomberg

**孫鳳強**

 johnson.sun@bocomgroup.com  
 Tel: (852) 2977 9203

**劉一賀**

 milo.liu@bocomgroup.com  
 Tel: (852) 2977 9387

## 血漿製品行業前景好

**中國是世界上第二大血漿製品市場，僅次於美國。**根據泰邦提供的數位，2006-2012 年間，中國血漿製品（不含重組產品）銷售額由 4.3 億美元增長至 16.6 億美元，年複合增長率達 25.2%。2009-2012 年，增長尤為迅速，年複合增長率達 27.5%。

**中國血漿製品行業監管嚴格，行業壁壘極高。**由於過去曾經出現過嚴重的血漿製品污染事件，中國政府對血液製品行業的監管非常嚴格。自 2001 年起，政府就再也沒有新的行業許可證。目前，中國僅有 33 家血漿製品企業，僅有 22-25 家正常生產。這些企業大部分僅生產白蛋白和免疫球蛋白。僅有 4 家可以生產凝血因數 VIII，泰邦是其中的一家。此外，外資對此行業的投資也嚴格受限。我們認為嚴格監管帶來的行業壁壘，使行業集中度不斷提升，泰邦強者更強。

**血漿原料供應嚴重不足，但改善的趨勢非常明顯。**2010 年，根據衛生部的測算，中國每年的血漿製品需求，需由 8,000 噸血漿支撐，而目前看來，每年的血漿採集量僅有 4,000 噸。地方政府限制新建漿站的原因，包括：1) “賣血”（採漿時，會給獻漿員 200 元左右的補貼）被某些地方政府認為是貧窮的象徵，感覺不光彩，2) 之前因為出現過血漿污染的事件，地方政府在新開漿站時比較謹慎。但我們認為，血漿嚴重供應不足的問題已經得到了政府的重視，陸續批准的新開漿站將有望緩解供應不足的情況。加上漿站的自然增長，我們認為血漿供應在未來 3-5 年將每年增長 10% 左右。

圖表 1: 中美血漿採漿對比

	美国	中国
人口	3.2 亿	13.8 亿
捐贈間隔	每 7 天 2 次，2 次間隔 48 小時以上	每個月 2 次，2 次間隔 14 天以上
血漿採集量	根據體重 50-68 公斤/68-79 公斤/>79 公斤分別捐 獻 690/825/880 毫升	580 毫升
血漿採集站	超過 400 家	165 家
批准前要求	否	是
捐血補償 (按次, 美金)	25-35	42-50
監管機構	美國食品與藥物管理局和血漿蛋白治 療協會	縣, 市和省級政府
2012 年血漿採集量	2,170 萬升	380 萬升

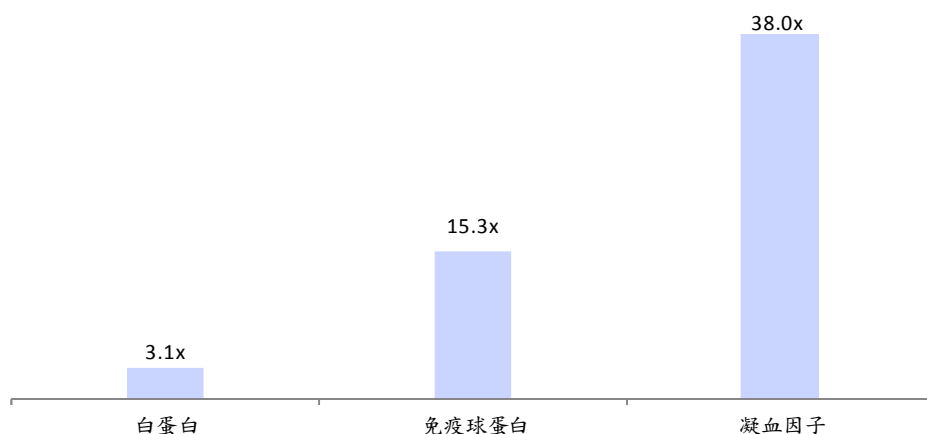
資料來源：公司，交銀國際

**中國血漿製品嚴重供應不足，供求關係失衡。**由於血漿原來供應不足，導致血漿製品嚴重供不應求。大部分產品都是以政府限價的上限進行銷售，而在終端市場，由於貨源短缺，有些地方的血漿製品黑市價格可能比政府限價高 30%-50%。雖然血漿原材料的供應有增加的趨勢，但 3-5 年內供不應求的局面不會徹底改變，對泰邦有利。

**政府對進口血漿產品嚴格限制。**政府一向對血漿製品的進口非常謹慎，目前僅允許進口白蛋白，其他血漿製品如免疫球蛋白、凝血因數等，都不允許進口。重組的凝血因數 VIII 並不是血漿製品，雖然可以進口，但由於價格是血漿來源的凝血因數的三倍，對後者的影響也有限。我們認為此政策將會持續，使泰邦等國內血漿製品企業受到的國外競爭非常有限。

**國內血漿消費水準低，潛力很大。**儘管近年來中國的血漿製品行業發展迅速，但血漿製品的人均消費量仍然非常低。根據泰邦提供的數位，與成熟的美國市場做對比，美國白蛋白、免疫球蛋白和凝血因數 VIII 的消費量分別是中國的 3.1 倍、15.3 倍和 38.0 倍（圖表 2）。我們認為這是兩方面造成的：1) 國內血漿採集不足，市場需求得不到滿足，2) 中國血漿行業發展水準有限，產品不豐富、提取技術有限。隨著供應端的不斷成熟，我們認為國內血漿消費的增長潛力很大。

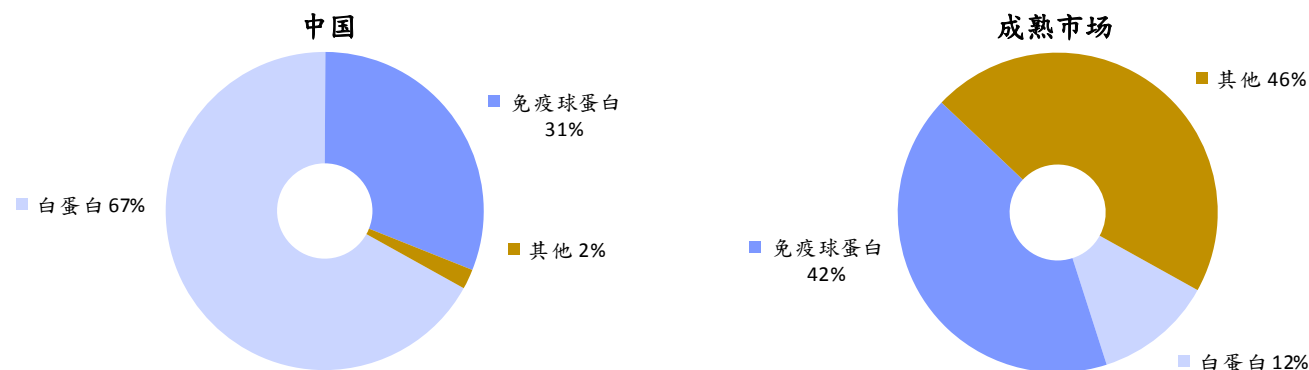
**圖表 2: 美中血漿製品消費量對比（倍數）**



資料來源：公司，交銀國際

**中國血漿製品行業以人血白蛋白為主。**2013 年，白蛋白和免疫球蛋白分別占整個市場銷售額的 67% 和 31%，而其餘產品僅占整體銷售額的 2%；而在國外成熟市場，白蛋白、免疫球蛋白和其他產品占比分別為 12%、42% 和 46%（圖表 3）。我們認為這種結構性差異，主要是由於供應端造成的，即國內的血漿製品企業提取的種類有限所致。隨著行業發展，中國的血漿製品行業構成將逐漸向成熟市場靠攏，即人血白蛋白以外的產品增長潛力更大。

**圖表 3: 中國血漿製品行業構成與成熟市場比較**



資料來源：公司，交銀國際

注：成熟市場以美國為例

**總之，我們長期看好血漿製品行業的發展。**行業壁壘極高，供不應求的局面將會持續。供應層面，增長動力包括 1) 新開漿站將緩解原材料緊張的局面，2) 血漿製品的種類將不斷增加，3) 血漿提取水準將不斷提高。我們預期血漿製品行業在未來 3-5 年的年複合增長率將超過 25%，而且大行業龍頭的增速會超過行業增速。

## 泰邦是國內血漿製品的龍頭企業之一

泰邦生物是從事以血漿製品為主的生物製品的原料採集、研發、生產和銷售的企業集團，目前是中國最大的血液製品生產企業集團之一。公司總部設在北京，有山東泰安和貴州貴陽兩個生產基地，並以這兩個生產基地為中心，有 12 家採漿站。根據我們的估算，公司每年採集及處理血漿 600 噸，占中國整個血漿採集和處理量的 15%。此外，泰邦還參股西安回天血液製品有限責任公司，持有其 35% 的股權。

我們認為泰邦生物的公司治理風險低。美國上市的中概股屢次遭到質疑和打擊，影響中概股聲譽，但我們認為，泰邦生物的市值規模雖然不大，但相關公司治理的風險很低。原因包括：1) 泰邦生物上市時間較久，可追溯歷史長。2006 年在美国場外電子交易板上市，2009 年底成功轉板納斯達克。公司於 2009 年和 2011 年，兩度被福布斯雜誌評選為亞洲 200 家最佳中小企業之一，並於 2010 年被選為美國納斯達克生物科技指數的成分股。2) 泰邦生物的股東結構以有聲譽的機構投資者為主。3) 公司由 KPMG 審計。此外，我們的終端管道調研，也顯示公司的市場地位與其自身描述的一致。

泰邦生物產品線非常豐富。產品涵蓋包括人血白蛋白、靜脈注射免疫球蛋白、特異性靜脈注射免疫球蛋白、及凝血因數 VIII、凝血酶原複合物 (PCC) 等 20 多種不同規格的血漿製品。公司一直通過研發不斷推出新產品，近期新推出的產品包括：2012 年 10 月的凝血因數 VIII (200 單位)，2013 年下半年的凝血因數 VIII (300 單位) 及 2014 年 10 月的凝血酶原複合物 (PCC，公司在 2013 年獲得該產品的生產批文，而生產設施在 2014 年 10 月獲得 GMP 認證)。預期公司未來將陸續推出纖維蛋白原 (Human Fibrinogen) 等新產品。新產品推出，將極大提升血漿的利用率，提升血漿的單位經濟價值。此外，公司還有其它非血漿製品生物藥的批文，如胎盤多肽注射液，以人胎盤為原料，不受血漿原材料的限制。

公司已經建立了完善的行銷網路，終端控制力強。公司 132 人的銷售團隊 (截至 2014 年 11 月) 直接向 1,000 家醫院和疾控中心進行銷售，直銷占整體銷售額的比例在 2013 年達 66.8%，對終端控制強，極大減少了血漿製品黑市的風險。山東和河北是其最大的市場，2013 年分別占其銷售額的 27.3% 和 6.3%。在某些一線城市，如北京、上海、廣州等，政策不允許直銷的地區，公司也與大型的醫藥分銷商合作。一線城市大醫院市場的覆蓋也比較完善，有利於新產品如免疫球蛋白、凝血因數 VIII 等產品的銷售。

## 原材料是瓶頸，但謹慎樂觀

血漿是公司的主要原材料，也是公司增長的最主要瓶頸。2013 年，血漿成本占公司總成本的 74%。截至 2013 年底，公司通過經營山東泰邦的 10 個血漿站（其中山東省內 8 家，廣西 2 家）以及貴州泰邦的 2 個血漿站為公司提供原材料。其中，山東的沂水、甯陽、和曹縣采漿站是 2010-2012 年間新建漿站。

河北的兩個新采漿站預計將於 2015 年底投入使用，是新的增長點。公司 2014 年 10 月底公告，獲得河北省監管機構同意山東泰邦在河北省承德市興隆縣和邯鄲市大名縣設置單采血漿站。我們預期兩個新采漿站會在 2015 年底投入使用，成熟期後，可以帶來 10-15% 的采漿量增長。長遠來看，我們預測會有更多的新采漿站獲准建設。

我們認為公司採取了多項措施，保證獻漿員數量的穩定及增長。穩定的獻漿員是采漿量的基礎，根據國內政策，每人每次獻血漿的時間間隔不可少於 14 天，獻漿員需要身體健康，無傳染病。除提供獻漿補貼外，泰邦生物還為獻漿員準備了營養美味的食物、車接車送、托兒服務等一系列人性化服務，並通過“獻漿員”帶動新獻漿員的策略，發展新的獻漿員。

血漿組分可以作為原材料中間體存放。“血漿組分”是指初步提取了血漿中有效成分的粗提取物，這些提取物可以進一步精細提取產品。血漿組分通常可以存放一年，使新獲批產品帶來放大的增量效應。比如，2014 年 10 月份，公司新產品凝血酶原複合物獲批，而公司在獲得此產品批文之前，存儲了含有凝血酶原複合物的血漿組分，使此產品在未來一年期間，都不受到原料瓶頸的制約。

圖表 4: 泰邦生物山東齊河采漿站



資料來源：公司

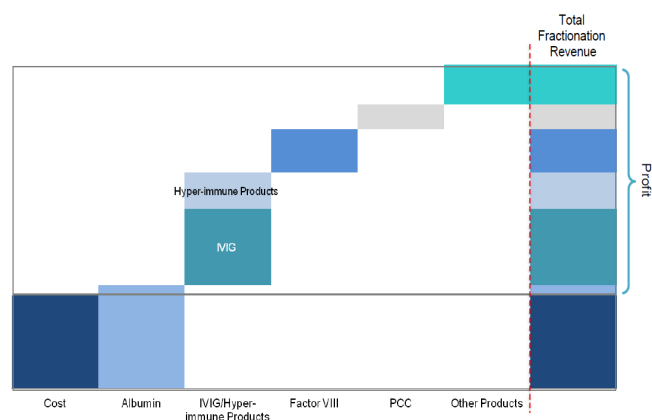
## 長期增長潛力大、短期爆發力強

公司的核心產品是人血白蛋白和免疫球蛋白。2013 年，人血白蛋白、免疫球蛋白、胎盤多肽注射液和其它產品分別占到公司總收入的 44.1%、47.7%、6.0% 和 2.0%。我們預測，人血白蛋白和免疫球蛋白兩個主要產品的增速可能與采漿量的增長基本一致，約每年 10-15% 的增長，而其他產品，如胎盤多肽注射液、凝血因數 VIII 等產品，將引領公司收入和利潤增長。

目前，泰邦生物的噸血漿產值約在 RMB200 萬左右，提升空間大。2012 年底，凝血因數 VIII 獲批投產，2014 年 10 月凝血酶原複合物獲批，隨著年底新的凝血因數 VIII 及凝血酶原複合物的車間通過 GMP 認證，及生產工藝的不斷改進，我們認為泰邦的噸血漿產值有望在 2016 年持續提升至 RMB260 萬元，尚有 30% 的提升空間。

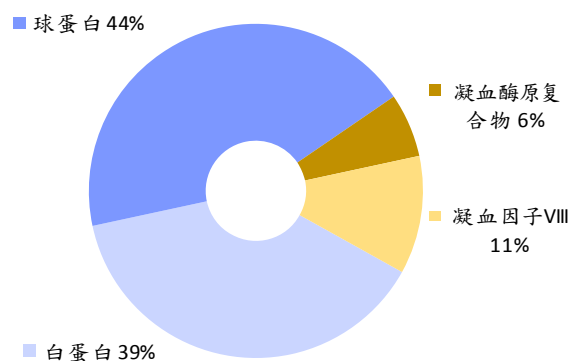
新產品帶來收入增量，但不會按比例增加成本，利潤增長明顯。血漿製品的主要成本是血漿，一般來說，白蛋白的收入可以覆蓋主要成本，而從血漿中提取出的產品越多，相應生產成本增量很小，收入增加會帶來很明顯的利潤增長。

圖表 5: 血漿製品單位收入利潤構成



資料來源：公司

圖表 6: 泰邦血漿噸產值分佈(理論值)



資料來源：公司，交銀國際估計

注：根據我們的估計，泰邦每噸血漿的理論產值可達 RMB260 萬元

## 人血白蛋白

**人血白蛋白大多數用於臨床緊急及危急用藥。**人血白蛋白具有增加血容量和維持血漿膠體滲透壓，減毒和營養供給的功效。此產品適用於失血床上或燒傷引起的休克，腦水腫及損傷引起的顱壓升高，肝硬化及腎病引起的水腫或腹水，新生兒高膽紅素血症，心肺分流術、燒傷的輔助治療、血液透析的輔助治療和成人呼吸窘迫綜合症以及低蛋白血症的防治。

**人血白蛋白是中國銷售額最大的血漿製品。**中國人血白蛋白市場比美國大 40%。根據泰邦提供的數位，2009-2012 年，中國人血白蛋白銷售額由 4.07 億美元增長至 9.45 億美元，年複合增長率達 32.4%，

**雖然有競爭，但仍然供不應求。**人血白蛋白是中國唯一允許進口的血漿製品。2012 年，前四大國際血漿製品龍頭市場份額約為 50%，其中貝林 (CSL Behring) 最大，約占 17.8%。中生集團和泰邦生物的市場份額分別約為 10.6% 和 8.7%。雖然受到進口產品的競爭，但我們的醫院管道調研顯示，人血白蛋白供不應求的局面仍然比較嚴重。

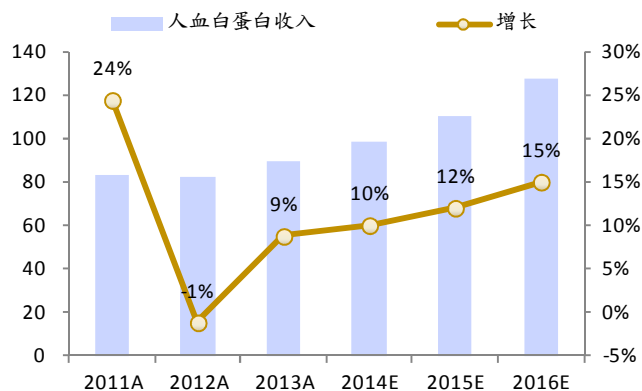
**預測 2014-16 年，公司人血白蛋白收入將持續穩步增長。**整體增速與公司采漿量一致，預測河北的兩個新采漿站將在 2015 年底投入使用，帶來采漿量的增長，會帶來 2016 年的人血白蛋白產量及銷售額較快增長。雖然我們認為人血白蛋白產品有望提價，但基於謹慎考慮，預測中並沒有考慮可能的提價因素。

圖表 7: 人血白蛋白



資料來源：公司

圖表 8: 泰邦生物人血白蛋白收入 (US\$ mn) 及增長



資料來源：公司，交銀國際預測

## 人免疫球蛋白

人免疫球蛋白含有多種免疫球蛋白，靜脈輸注後可迅速提高患者血液免疫球蛋白水準，從而增強機體的抗感染能力和免疫調節功能。此產品主要適用於原發性免疫球蛋白缺乏症，如 X 連鎖低免疫球蛋白血症，常見變異性免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亞型缺陷病，繼發性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染，新生兒敗血症以及自身免疫性疾病，如原發性血小板減少性紫癜，川崎病等。在美國等成熟市場，免疫球蛋白常用於多種慢性疾病的治療，應用廣泛，是最大類別的血漿製品。

中國醫生對免疫球蛋白的認知度有提升空間。目前來看，由於國內產能不足及應用歷史短，國內醫生對人免疫球蛋白應用的認識不足。泰邦生物策略性將此產品定位在一線城市的大醫院，通過在這些醫院進行臨床推廣，實現增長。目前來看，我們認為由於免疫球蛋白世界範圍內應用很廣泛，推廣難度很小。

特異性免疫球蛋白占比不大。特異性免疫球蛋白是指可以特異性中和相關病毒的抗體，獻漿員先預先注射相應的疫苗，從而產生相應抗體。用於生產特異性免疫球蛋白的血漿，不能再提起其它的非特異性免疫球蛋白。泰邦生物有乙肝免疫球蛋白、破傷風免疫球蛋白和狂犬病免疫球蛋白三個特異性免疫球蛋白的品種。乙肝免疫球蛋白主要由政府採購，免費給有乙肝攜帶的孕婦注射，所以價格限制很低。生產乙肝免疫球蛋白的利潤可能低於非特異性免疫球蛋白，影響企業的生產積極性。而破傷風、狂犬病免疫球蛋白的市場容量也不大，增長有限。2012 年和 2013 年，泰邦生物的特異性免疫球蛋白分別占銷售額的 10.5% 和 9.7%，占比不大。

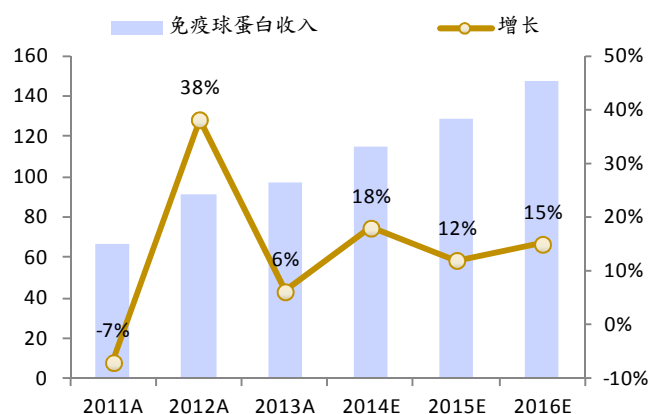
預測未來泰邦生物人免疫球蛋白收入的增長，基本與公司採漿量的增長基本一致。2013 年由於公司策略性開發一線城市的大醫院市場，控制了庫存，導致增速下滑，但 2014 年增速預測提升至 18%。與白蛋白類似，2015 年底河北兩個採漿站投入使用，將帶來 2016 年的人免疫球蛋白收入的增長加速。

圖表 9: 人免疫球蛋白



資料來源：公司

圖表 10: 泰邦生物人免疫球蛋白收入 (US\$ mn) 及增長



資料來源：公司，交銀國際預測



## 人凝血因數 VIII 和凝血酶原複合物

人凝血因數 VIII 對缺乏人凝血因數 VIII 所致的凝血機能障礙具有糾正作用，主要用於防治甲型血友病和獲得性凝血因數 VIII 缺乏而致的出血症狀及同類病人的手術出血治療。此產品專供靜脈輸注，給藥劑量參照體重、是否存在抑制物、出血的嚴重程度等指標來決定。

**持續嚴重供應不足，市場潛力巨大。**根據統計，中國有超過 1 萬名在冊的血友病患者，這些患者主要使用人凝血因數 VIII 進行緊急治療，而在成熟市場，定期注射人凝血因數 VIII 可以大幅提升生活品質、延長生命。在國內僅有 4 家人凝血因數 VIII 的生產商，其中華蘭生物占比最大，占 2012 年市場份額的 23.9%。重組人凝血因數 VIII 也可以替代血漿源的人凝血因數 VIII，主要由 Bayer 生產，占整個凝血因數市場的 1/4，但由於前者價格是後者的 3 倍，僅在後者嚴重供應不足時做替代使用。

**人凝血因數 VIII 對血漿的儲存及生產工藝要求較高。**根據我們的估算，每噸血漿可以生產 500-800 支 200 單位的凝血因數 VIII。人凝血因數 VIII 的生產，要求血漿在採集後立即進行冷凍處理，儲存及生產工藝都較白蛋白及球蛋白高。

**預計泰邦生物的人凝血因數 VIII 會在 2015 年有爆發式增長。**公司雖然在 2012 年 10 月獲得了人凝血因數 VIII 的批文，但生產僅在貴州的舊車間裡進行，產能有限。2014 年底，新的人凝血因數 VIII 車間即將獲批 GMP 認證（截止到 11 月底，GMP 認證處於公示階段）。根據樂觀的預測，泰邦生物 2015 年的人凝血因數 VIII 的產能可以支撐 2,870 萬美元的銷售額，為 2015 年的銷售額帶來 11.7% 的銷售增長。但出於謹慎的目的，我們估計其 2015 年人凝血因數 VIII 的銷售額為理論產能的 34% 即 970 萬美元，而 2016 年此產品將繼續爆發式增長。

**凝血酶原複合物(PCC)是另外一種凝血類血漿製品，**主要有效成分為凝血因數 II、VII、IX、X。用於乙型血友病、嚴重肝病及彌散性血管內凝血、及已經產生凝血因數 VIII 抑制性抗體的甲型血友病患者。凝血酶原複合物價格較凝血因數 VIII 低，200 單位（相當於 200ml 血漿中的含量）的凝血酶原複合物招標結果約為 160 元，而相同單位的凝血因數 VIII 價格約為 370 元。考慮到凝血酶原複合物的噸產量略高，每噸血漿可以提取的凝血酶原複合物價值約有 13-16 萬元，較凝血因數 VIII 的價值低 30-45%。不過兩種產品沒有排他性，即生產凝血因數 VIII 並不影響提取凝血酶原複合物。

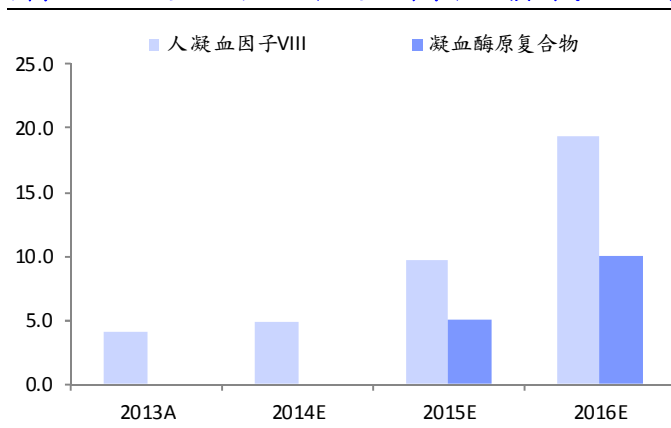
**泰邦生物的凝血酶原複合物在 2014 年底獲批，預計將在 2015-2016 年帶來增長。**按照我們的計算，泰邦生物現有的採漿量，如果技術成熟，將可以支撐約 1,500 萬美元/年的凝血酶原複合物的產量。而加上之前冷凍存儲的組分，2015 年的理論產量會更高。考慮到新產品剛剛推出，生產工藝須逐步提升，我們保守預計其 2015-2016 年的凝血酶原複合物收入分佈可達理論產量的 30-50%，即 500 萬美元和 1,000 萬美元。

圖表 11: 人凝血因數 VIII



資料來源：公司

圖表 12: 人凝血因數 VIII 和凝血酶原收入預測 (US\$ mn)



資料來源：公司，交銀國際預測

## 胎盤多肽注射液

**胎盤多肽注射液適應症廣泛。**用於細胞免疫功能降低或失調引起的疾病、術後癒合、病毒性感染引起的疾病及各種原因所致的白細胞減少症。此產品多用於臨床輔助治療，此外，由於胎盤在中國傳統上常用於美容、養生等，不少醫療美容機構都提供注射胎盤多肽注射液的服務。

**獨家品種，進入多個省級醫保目錄，定位好，競爭小。**胎盤多肽注射液是獨家品種，市場價格在 RMB80 元/支以上，大幅高於其它類似產品，如胎盤組織液（10 元/支左右），而後者的適應症主要是“婦科、皮膚科一些慢性炎症；手術後粘連、疤痕攣縮以及氣管炎等慢性病”，所以並無直接競爭。胎盤多肽注射液每天可以注射 1-2 支，10 天為一個療程，作為輔助治療，我們認為價格適中，臨床接受度好。胎盤多肽注射液在包括江蘇、遼寧、河北等 20 多個省份的醫保目錄，作為獨家品種，市場大。

**胎盤多肽注射液的主要原材料是人胎盤。**根據我們的估算，每個胎盤可以生產 600 支胎盤多肽注射液，相當於 RMB5 萬元的產值（由於泰邦底價銷售給代理商，故根據我們的預測，泰邦可以確認月 2-2.5 萬元的收入）。另一家上市公司華瀚生物製藥（587.HK），也正在報批胎盤製品人神經生長因數，根據我們的調研，每個胎盤可以生產約 100 支人神經生長因數，預計定價約 1,000 元/支，產值在 10 萬元左右。我們認為胎盤多肽注射液與人神經生長因數的某些功效類似。

**胎盤多肽注射液通過代理商三級醫院銷售。**由於胎盤多肽注射液與血漿製品的銷售模式完全不同，泰邦並沒有針對此產品的專門銷售團隊，加上歷史原因，泰邦將此產品底價賣給各省的代理商，由代理商進行銷售。2014 年，根據我們的估計，泰邦的胎盤多肽注射液收入約有 RMB1.5 億元，占公司總收入的 10%。根據我們的估算，相應終端市場的銷售額，可能超過 RMB3 億元。由於產能瓶頸，此產品主要面在大型三級醫院銷售。

**醫療美容機構也提供胎盤多肽注射液的注射服務。**我們諮詢了華南區最大的某醫療美容機構，該機構有提供胎盤多肽注射液療程，每個療程須注射 120 支，總收費是 RMB28,800 元，相當於 RMB240 元/針，是醫院各省招標價的 3 倍。

**短期成長性好，長期潛力大。**2014 年 1 月，貴州的胎盤車間通過 GMP 認證，當年產量提升，前三個季度胎盤多肽注射液銷售額同比增長 119% 至 US\$1,750 萬元。預測全年銷售額可達 US\$2,430 萬元，同比翻一番。與血液製品類似，此產品的市場需求大，長期增長在於胎盤收集量的提升。

圖表 13: 胎盤多肽注射液



資料來源：公司

圖表 14: 醫療美容機構也是胎盤多肽的銷售市場



資料來源：廣州美萊醫院網站

## 財務分析及盈利預測

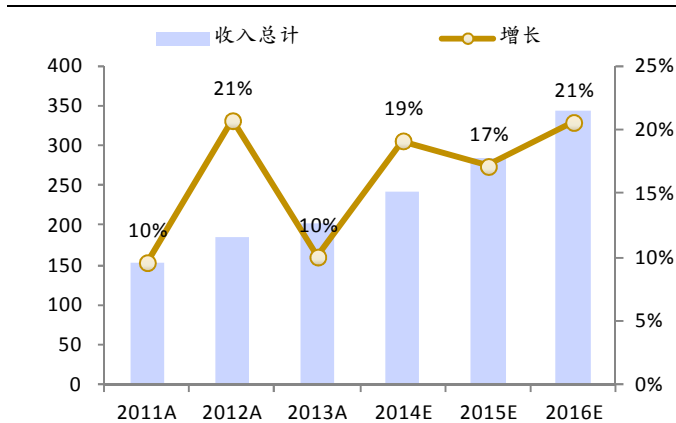
**保守預測公司 2014/15/16 年收入分別同比增長 19.1%/17.1%/20.6%。增長點包括：**1) 主要產品人血白蛋白、免疫球蛋白的增長平穩，與采漿量基本一致。2015 年底河北的兩個新采漿站將會投產，推動 2016 年的增長。2014 年免疫球蛋白的銷售額增長較高，主要由於 2013 年庫存較多控制發貨所致。2) 胎盤多肽注射液由於相關生產車間在 2014 年初獲得 GMP 認證，產量增加，帶來 2014 年銷售額的增長，而未來市場空間也很大。3) 凝血因數 VIII 的新生產車間預計在 2014 年底通過 GMP 認證，凝血酶原複合物在 2014 年獲得生產批文，2015 年投產，都會帶來較大增長。

圖表 15: 泰邦生物主要產品收入預測

US\$ mn	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
人血白蛋白	83.4	82.5	89.7	98.6	110.5	127.0
YoY	24%	-1%	9%	10%	12%	15%
免疫球蛋白	66.2	91.4	97.0	114.5	128.2	147.5
YoY	-7%	38%	6%	18%	12%	15%
胎盤多肽注射液	1.9	10.1	12.2	24.3	30.4	38.3
YoY	n.m	421%	20%	100%	25%	26%
凝血因數 VIII			4.1	4.8	9.7	19.4
				19%	100%	100%
凝血酶原複合物					5.0	10.0
						100%
<b>Total sales</b>	<b>153.1</b>	<b>184.8</b>	<b>203.4</b>	<b>242.3</b>	<b>283.8</b>	<b>342.2</b>
YoY	10%	21%	10%	19%	17%	21%

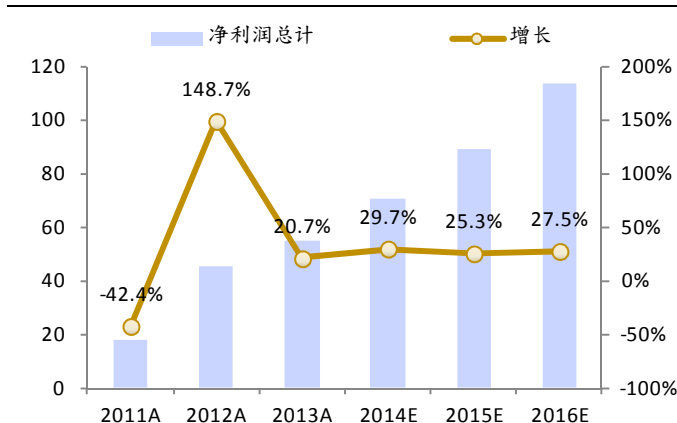
資料來源：交銀國際預測

圖表 16: 泰邦生物收入及增長預測 (US\$ mn)



資料來源：公司，交銀國際預測

圖表 17: 泰邦生物利潤及增長預測 (US\$ mn)



資料來源：公司，交銀國際預測

**淨利潤率提升，利潤增速超過收入增速。**預測 2014-16 年淨利潤分別同比增長 29.7%、25.3% 和 27.5% 至 US\$70.8mn、US\$88.8mn 和 US\$113.2mn。收入增長是利潤增長的最大動力。新產品推出，單位血漿提取產品增多，產值增加，而血漿原材料成本基本不變，故毛利率將隨新產品的推出而有所提升。由於主要產品供不應求，銷售費用增長幅度並不隨著銷售額的增長而同比例增長，經營利潤率提升。

長期的研究投入，不斷推出新產品，帶來長期增長。根據美國會計準則，公司往年的研發投入約占收入的 2-3%。但根據中國會計準則，公司研發投入的收入占比超過 3%，故享有高科技企業稅率優惠。公司的研發內容包括：1) 推出新產品，提升血漿單位產值；2) 提升提取工藝，提高產率。公司研發實力雄厚，是持續成長的基礎。

**圖表 18: 泰邦生物主要研發產品線**

在研產品	藥理作用	研發現狀	階段
靜注乙型肝炎人免疫球蛋白	預防麻疹和傳染性肝炎	已向 CFDA 作出正式生產許可證和產品認證申請。預計在 2015 年年底商業化生產	4
人纖維蛋白原	治療缺乏纖維蛋白原，增加人纖維蛋白原濃度	CFDA 已開始臨床試驗的審查。預計 2016 年開始商業化生產	3
水痘高免疫球蛋白	用於治療濕疹的牛痘和眼牛痘	已開始研究測試新藥	1
靜脈注射免疫球蛋白	治療原免疫球蛋白不足；二次免疫球蛋白缺乏症和自身免疫缺乏病	已向 NIFDC 提出申請，預計在 2015 年臨床試驗	1
人抗凝血酶 III	獲得性抗凝血酶 III 缺乏，如肝硬化、重症嘔、肝癌晚期等	預驗證階段。預計 2015 年臨床試驗	1

資料來源：公司，交銀國際

## 買入，目標價 US\$96.40

首次評級“買入”，目標價 US\$96.40，相當於 28.0x 2015PE，相對於 2013-16 年 27.5% 的淨利潤年複合增長率的預測，仍然比較保守。我們認為，目前公司估值偏低，主要原因包括：1) 公司在美國上市，市值較小，市場關注度不夠，2) 泰邦是唯一的血漿製品行業海外上市公司，關注的投資者不多。未來隨著公司業績增長兌現，關注度將提升，估值提升的空間大。此外，公司也有可能通過並購來增厚業績。

我們認為市場對其理解的不足包括：1) 很多投資者仍未看到血漿採集逐步放開的趨勢，2) 市場未能理解新血漿製品推出後短期內的巨大增量效益（血漿組分可以儲存），3) 市場對獨家產品胎盤多肽注射液的巨大潛力認識不足。

圖表 19: 泰邦生物運營狀況與同行業比較（單位全部轉換為 RMB mn）

英文名	中文名	股票代碼	市值 (RMB mn)	——收入(RMB mn)——			——淨利潤(RMB mn)——		
				2011A	2012A	2013A	2011A	2012A	2013A
CBPO	泰邦生物	CBPO US	10,426	964.5	1,151.3	1,228.5	114.7	281.6	329.8
<b>A 股同業</b>									
SHANGHAI RAAS BLOOD	上海萊士	002252 CH	70,122	559.4	652.3	489.0	200.4	225.0	143.8
JIANGXI BOYA BIO-PHARMA	博雅生物	300294 CH	6,954	195.2	225.5	243.2	65.2	75.1	82.4
BEIJING TANTAN BIOLOGICAL	天壇生物	600161 CH	17,472	1,378.8	1,477.8	1,820.1	233.3	304.9	372.0
HUALAN BIOLOGICAL	華蘭生物	002007 CH	27,223	945.6	958.1	1,108.0	370.7	299.8	475.3
HUMANWELL HEALTHCARE	人福醫藥	600079 CH	17,299	3,555.9	5,209.2	5,966.6	300.4	406.0	417.8
WALVAX BIOTECHNOLOGY	沃森生物	300142 CH	12,289	470.2	533.7	578.6	207.5	232.8	47.9
ZHENXING BIOPHARMA	*ST 生化	000403 CH	7,526	456.9	465.4	472.4	40.7	32.6	70.3
<b>境外上市的國內同業</b>									
SINOPHARM	國藥控股	1099 HK	55,523	83,875.5	107,699.8	132,658.6	1,280.5	1,561.7	1,788.8
SHANGHAI PHARMA	上海醫藥	2607 HK	40,308	45,045.3	53,713.6	62,187.1	1,675.7	1,619.7	1,783.1
GUANGZHOU BAIYUNSHAN	白雲山	874 HK	32,790	4,427.1	9,432.1	13,880.7	235.9	575.2	779.1
SHANGHAI FOSUN PHARMA	複星醫藥	2196 HK	48,121	5,277.9	5,742.6	7,887.6	956.9	1,233.9	1,611.5
SIHUAN PHARMACEUTICAL	四環醫藥	460 HK	48,463	1,839.6	2,400.6	3,762.5	676.1	713.6	1,035.9
CSPC	石藥集團	1093 HK	33,001	1,975.3	3,271.5	7,909.5	291.6	1,706.0	773.3
LUYE PHARMA	綠葉製藥	2186 HK	28,063	1,455.9	1,685.3	1,999.5	127.8	133.4	246.8
SINO-BIOPHARM	中國生物製藥	1177 HK	30,965	4,744.4	6,569.7	7,871.5	379.7	702.8	824.2
CHINA MEDICAL SYSTEM	康哲藥業	867 HK	25,143	172.6	222.4	288.8	51.1	67.1	81.7
SHANDONG WEIGAO	山東威高	1066 HK	24,402	2,609.7	2,910.7	3,667.6	2,840.7	786.2	308.4
WUXI PHARMATECH	藥明康德	WX US	15,117	2,565.2	3,114.5	3,491.6	510.2	539.4	692.0
MINDRAY MEDICAL	邁瑞公司	MR US	22,164	5,548.7	6,604.1	7,332.5	1,049.8	1,122.7	1,357.5
<b>國際同業</b>									
CSL BEHRING	CSL	CSL AU	205,690	26,988.6	29,227.6	27,504.4	6,062.1	6,478.2	6,730.5
BAXTER	百特	BAX US	241,125	87,525.9	88,403.7	92,164.4	14,011.2	14,491.0	12,152.5
GRIFOLS	基立福	GRF SQ	89,090	14,598.3	20,878.4	23,019.6	409.0	2,044.8	2,901.2
BAYER	拜耳	BAYN GR	759,518	296,972.6	316,576.8	337,158.2	20,081.1	19,142.3	26,774.8

資料來源：交銀國際預測，Bloomberg

圖表 20: 泰邦生物估值與同行業比較 (市值單位全部轉換為 RMB mn)

英文名	中文名	股票代碼	市值 (RMBmn)	PE			PB			—毛利率%—			—經營利潤率%—		
				2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
CBPO	泰邦生物	CBPO US	10,426	34.8	25.1	20.0	6.2	4.4	3.4	67.8	67.7	67.7	42.7	45.9	46.5
<b>A 股同業</b>															
SHANGHAI RAAS BLOOD PRODUCT	上海萊士	002252 CH	70,122	55.3	111.1	216.0	12.3	15.2	n.a	64.2	n.a	n.a	37.2	n.a	n.a
JIANGXI BOYA BIO-PHARMA	博雅生物	300294 CH	6,954	37.2	67.3	n.a	4.6	7.0	n.a	56.3	n.a	n.a	31.5	n.a	n.a
BEIJING TIAN TAN BIOLOGICAL	天壇生物	600161 CH	17,472	29.5	33.1	31.6	5.7	n.a	n.a	56.4	n.a	n.a	31.9	n.a	n.a
HUALAN BIOLOGICAL ENGINEER	華蘭生物	002007 CH	27,223	35.0	36.8	30.6	5.4	6.0	5.2	60.4	63.3	63.6	41.6	49.3	50.0
HUMANWELL HEALTHCARE	人福醫藥	600079 CH	17,299	34.2	28.0	21.9	3.5	2.9	2.5	41.1	40.2	40.1	15.0	11.6	12.0
WALVAX BIOTECHNOLOGY	沃森生物	300142 CH	12,289	31.1	174.6	161.2	2.6	3.0	3.0	72.1	62.0	65.7	8.6	-1.9	6.2
ZHENXING BIOPHARMACEUTICAL	*ST 生化	000403 CH	7,526	60.5	n.a	n.a	14.3	3.0	3.0	59.6	62.0	65.7	27.4	n.a	n.a
<b>平均值</b>				<b>40.4</b>	<b>75.1</b>	<b>92.2</b>	<b>6.9</b>	<b>6.2</b>	<b>3.4</b>	<b>58.6</b>	<b>56.9</b>	<b>58.8</b>	<b>27.6</b>	<b>19.7</b>	<b>22.7</b>
<b>加權平均值</b>				<b>44.3</b>	<b>78.5</b>	<b>118.9</b>	<b>8.4</b>	<b>8.7</b>	<b>1.5</b>	<b>60.2</b>	<b>23.0</b>	<b>23.5</b>	<b>32.0</b>	<b>9.6</b>	<b>10.3</b>
<b>境外上市的國內同業</b>															
SINOPHARM	國藥控股	1099 HK	55,523	19.5	20.6	17.2	2.0	2.2	1.9	8.0	8.1	8.1	3.6	3.9	3.9
SHANGHAI PHARMA	上海醫藥	2607 HK	40,308	17.8	16.3	14.2	1.5	1.5	1.4	12.8	12.3	12.1	3.4	3.6	3.6
GUANGZHOU BAIYUNSHAN	白雲山	874 HK	32,790	27.6	21.2	17.4	4.0	3.3	2.8	32.4	32.7	32.8	5.3	6.3	6.7
SHANGHAI FOSUN	復星醫藥	2196 HK	48,121	21.8	22.9	19.5	2.9	2.9	2.6	44.1	43.0	43.1	10.8	10.2	11.0
SIHUAN PHARMACEUTICAL	四環醫藥	460 HK	48,463	21.9	27.7	22.3	3.6	5.3	4.6	78.2	78.8	78.7	30.9	37.8	38.2
CSPC	石藥集團	1093 HK	33,001	35.0	31.3	24.1	4.6	4.9	4.2	31.5	38.0	40.1	11.7	15.2	17.4
LUYE PHARMA	綠葉製藥	2186 HK	28,063	n.a	46.2	29.1	n.a	4.8	4.0	83.6	83.8	84.0	16.2	20.2	19.9
SINO-BIOPHARM	中國生物製藥	1177 HK	30,965	29.3	28.9	24.3	5.5	5.2	4.3	77.5	77.8	77.6	17.9	18.3	18.4
CHINA MEDICAL SYSTEM	康哲藥業	867 HK	25,143	25.1	29.4	23.7	4.9	7.0	5.7	54.5	54.6	54.7	32.6	30.1	30.4
SHANDONG WEIGAO	山東威高	1066 HK	24,402	90.7	24.4	20.2	4.0	2.5	2.3	59.1	58.8	58.9	23.6	21.8	22.6
WUXI PHARMATECH	藥明康德	WX US	15,117	28.9	19.1	16.8	3.7	2.8	2.4	36.6	37.9	38.3	18.2	18.4	18.8
MINDRAY	邁瑞公司	MR US	22,164	18.1	16.8	15.4	2.8	2.2	2.0	56.6	56.6	56.3	17.3	15.4	15.7
<b>平均值</b>				<b>30.5</b>	<b>25.4</b>	<b>20.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>47.9</b>	<b>48.5</b>	<b>48.7</b>	<b>16.0</b>	<b>16.8</b>	<b>17.2</b>
<b>加權平均值</b>				<b>24.7</b>	<b>22.3</b>	<b>18.6</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>46.5</b>	<b>47.0</b>	<b>47.1</b>	<b>15.8</b>	<b>16.1</b>	<b>16.5</b>
<b>國際同業</b>															
CSL BEHRING	CSL	CSL AU	205,690	23.1	24.7	22.0	9.1	10.4	9.5	51.7	n.a	52.6	31.1	31.1	32.1
BAXTER	百特	BAX US	241,125	15.0	14.8	15.3	4.5	4.3	3.9	49.8	50.2	49.8	17.5	20.5	19.8
GRIFOLS BIO	基立福	GRF SQ	89,090	34.4	20.8	19.2	5.6	5.2	4.6	n.a	51.4	51.1	26.8	26.4	26.6
BAYER	拜耳	BAYN GR	759,518	26.4	19.4	17.0	4.1	4.3	3.8	51.8	52.1	53.0	16.1	14.2	15.3
<b>平均值</b>				<b>24.7</b>	<b>20.4</b>	<b>18.4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.5</b>	<b>4.9</b>	<b>49.9</b>	<b>50.2</b>	<b>50.7</b>	<b>21.5</b>	<b>21.7</b>	<b>22.1</b>
<b>加權平均值</b>				<b>23.8</b>	<b>21.6</b>	<b>19.4</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>6.7</b>	<b>49.4</b>	<b>26.1</b>	<b>52.4</b>	<b>24.1</b>	<b>23.8</b>	<b>24.6</b>

資料來源：交銀國際預測，Bloomberg

## 公司背景

泰邦生物是從事以血漿製品為主的生物製品的原料採集、研發、生產和銷售的企業集團，目前是中國最大的血液製品生產企業集團之一。

### 泰邦生物 (CBPO.US): 財務報表

#### 損益表 (US\$m)

年結 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	184.8	203.4	242.3	283.8	342.2
銷售成本	(58.8)	(65.5)	(78.3)	(91.6)	(106.3)
毛利	126.0	137.9	164.0	192.2	235.9
銷售費用	(14.4)	(10.6)	(10.6)	(12.1)	(13.8)
行政費用 (去除研發)	(34.0)	(36.1)	(35.4)	(40.3)	(45.9)
研發費用	(3.0)	(4.2)	(6.8)	(7.9)	(9.5)
營業利潤	74.5	86.9	111.2	131.8	166.7
淨財務成本	1.6	3.3	2.9	3.4	3.9
其他收入	5.0	2.2	4.0	5.0	6.0
從西安回天	2.7	2.2	1.0	2.2	4.0
稅前利潤	81.1	92.4	118.2	140.3	176.6
稅款	(15.2)	(15.5)	(20.7)	(24.5)	(30.9)
少數股東權益	(20.7)	(22.3)	(26.7)	(27.0)	(32.5)
淨利潤	45.2	54.6	70.8	88.8	113.2
非公認會計準則淨利潤	48.0	59.0	76.0	95.2	121.2
基本每股盈利	1.729	2.067	2.886	3.616	4.610
經調整每股盈利	1.685	1.980	2.747	3.442	4.389

#### 資產負債簡表 (US\$m)

截止 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>現金及現金等價物</b>	<b>129.6</b>	<b>144.1</b>	<b>274.5</b>	<b>362.0</b>	<b>475.8</b>
短期投資	0.0	6.6	0.0	0.0	0.0
短期應收賬款	11.2	17.3	23.9	24.3	33.8
存貨	75.7	88.6	100.1	120.7	135.4
其他流動資產	5.7	7.6	7.6	7.6	7.6
<b>總流動資產</b>	<b>222.2</b>	<b>264.3</b>	<b>406.1</b>	<b>514.7</b>	<b>652.7</b>
設備廠房	51.3	73.1	84.4	94.2	102.9
土地使用權	5.8	8.2	10.1	10.1	10.1
權益投資	10.5	11.3	13.0	13.0	13.0
遞延稅項資產	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	21.2	46.8	64.9	64.9	64.9
<b>總非流動性資產</b>	<b>88.9</b>	<b>139.5</b>	<b>172.4</b>	<b>182.3</b>	<b>191.0</b>
<b>總資產</b>	<b>311.0</b>	<b>403.8</b>	<b>578.5</b>	<b>697.0</b>	<b>843.7</b>
應付帳款	2.9	4.4	4.2	5.9	5.8
短期銀行借款	7.9	9.8	79.8	79.8	79.8
應付所得稅款項	4.5	4.2	5.0	6.1	7.3
其他流動負債	35.3	49.4	49.1	50.9	50.8
<b>總流動負債</b>	<b>47.7</b>	<b>63.4</b>	<b>134.0</b>	<b>136.8</b>	<b>137.8</b>
長期借款	0.0	30.0	40.0	40.0	40.0
撥備	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
遞延稅款	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
其他負債	3.0	3.4	0.0	0.0	0.0
<b>總非流動負債</b>	<b>5.9</b>	<b>36.4</b>	<b>43.0</b>	<b>43.0</b>	<b>43.0</b>
<b>總負債</b>	<b>53.6</b>	<b>99.8</b>	<b>177.0</b>	<b>179.8</b>	<b>180.8</b>
股東權益	195.5	237.7	308.5	397.3	510.5
少數股東權益	61.9	66.3	92.9	119.9	152.4
<b>總權益</b>	<b>257.4</b>	<b>304.0</b>	<b>401.5</b>	<b>517.2</b>	<b>662.9</b>
<b>每股帳面值(美元)</b>	<b>9.591</b>	<b>11.025</b>	<b>15.568</b>	<b>20.056</b>	<b>25.705</b>

資料來源：公司、交銀國際預測

#### 現金流量表 (US\$m)

年結 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
稅後盈利	66.0	76.9	97.5	115.7	145.7
折舊攤銷	8.9	7.5	10.1	11.5	12.7
投資股本權益	(2.7)	(2.2)	(1.0)	(2.2)	(4.0)
其他	4.8	5.1	(4.9)	(5.4)	(5.9)
<b>營運資金變動前經營溢利</b>	<b>77.0</b>	<b>87.3</b>	<b>101.7</b>	<b>119.6</b>	<b>148.4</b>
其他經營活動收益	(5.9)	(13.0)	(18.4)	(19.3)	(24.3)
應收變動	5.4	(6.3)	(6.6)	(0.4)	(9.5)
存貨變動	(3.8)	(10.4)	(11.5)	(20.6)	(14.7)
應付變動	(2.2)	1.6	(0.3)	1.7	(0.1)
其他	(5.4)	2.1	0.0	0.0	0.0
<b>經營活動現金</b>	<b>71.1</b>	<b>74.3</b>	<b>83.3</b>	<b>100.3</b>	<b>124.1</b>
資本支出	(13.9)	(20.5)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
其他	(12.9)	(5.1)	0.0	0.0	0.0
<b>投資活動現金</b>	<b>(26.8)</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(20.0)</b>	<b>(20.0)</b>	<b>(20.0)</b>
長期借款變動	0.0	30.0	10.0	0.0	0.0
長期負債變動	0.0	(30.0)	0.0	0.0	0.0
短期借款變動	(3.2)	1.7	70.0	0.0	0.0
非控制性權益派息	(7.1)	(16.9)	(21.1)	(25.2)	(29.2)
其他	5.2	(23.3)	8.1	32.5	38.9
<b>融資活動現金</b>	<b>(5.1)</b>	<b>(38.5)</b>	<b>67.0</b>	<b>7.3</b>	<b>9.7</b>
現金淨增加額	39.2	10.2	130.3	87.6	113.8
外匯影響	1.0	4.3	0.0	0.0	0.0
<b>年末現金</b>	<b>129.6</b>	<b>144.1</b>	<b>274.5</b>	<b>362.0</b>	<b>475.8</b>

#### 財務比率

年結 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	20.7%	10.0%	19.1%	17.1%	20.6%
毛利	17.7%	9.4%	18.9%	17.2%	22.8%
經營利潤	30.7%	16.7%	28.0%	18.5%	26.4%
<b>純利</b>	<b>148.7%</b>	<b>20.7%</b>	<b>29.7%</b>	<b>25.3%</b>	<b>27.5%</b>
非公認會計準則淨利潤	31.5%	22.9%	28.8%	25.3%	27.3%
毛利率	68.2%	67.8%	67.7%	67.7%	68.9%
經營利潤率	40.3%	42.7%	45.9%	46.5%	48.7%
稅前利潤率	43.9%	45.4%	48.8%	49.4%	51.6%
純利率	24.5%	26.9%	29.2%	31.3%	33.1%
淨資產收益率	25.6%	25.3%	24.3%	22.4%	22.0%
資產報酬率	21.2%	19.0%	16.9%	16.6%	17.3%
應收賬款天數	33.1	30.1	31.0	31.0	31.0
庫存天數	445.9	459.2	440.0	440.0	440.0
應付帳款天數	23.1	20.1	20.1	20.1	20.1
資金周轉週期	455.8	469.2	450.9	450.9	450.9
債務股本比率	20.8%	32.8%	44.1%	34.8%	27.3%
淨負債比率	-47.3%	-34.3%	-38.5%	-46.8%	-53.7%
流動比率	4.7	4.2	3.0	3.8	4.7
速動比率	3.1	2.8	2.3	2.9	3.8
市帳率	7.2	6.2	4.4	3.4	2.7
<b>市盈率</b>	<b>40.9</b>	<b>34.8</b>	<b>25.1</b>	<b>20.0</b>	<b>15.7</b>

## 交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

## 評級定義

## 公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

## 行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

## 研究團隊

## 研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

## 策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

## 銀行/網路新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

## 非必需品消費

黃文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

## 必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

## 醫藥生物

孫鳳強 (852) 2977 9203 johnson.sun

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

## 保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

## 互聯網

馬原 (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

## 有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

## 宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

## 油氣及燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

## 房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

何志忠 CFA, FRM (852) 2977 9220 toni.ho

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

## 新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

## 電訊及中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

## 科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

## 交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

馮懿男 (852) 2977 9381 Yinan.feng

## 汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao



### 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

### 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與重慶銀行股份有限公司、徽商銀行股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、中國信達資產管理股份有限公司、秦皇島港股份有限公司、金天醫藥集團股份有限公司、龍光地產控股有限公司、南京中生聯合股份有限公司、Magnum Entertainment Group Holdings Limited、交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司及四川發展(控股)有限責任公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

### 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。**