

2017年03月24日

博雅生物 (300294.SZ)

公司快报

血制品盈利能力不断提升，在研产品值得期待

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 9.47 亿元，同比上升 74.27%，实现归母净利润 2.72 亿元，同比上升 79.21%，EPS1.02 元。利润分配预案为每 10 股派发现金股利 1.00 元(含税)并转增 5 股。同时，公司发布 2017 年第一季度业绩预告，归母净利润预计 6,166.40 万元至 7,322.60 万元，同比上升 60.00%至 90.00%。
- ◆ **费用控制良好，毛利率稳中略降**：公司 2016 年销售毛利率 63.04%，同比下降 1.07PCT，主要由于新纳入并表的生化类业务毛利率低于公司原有业务毛利率所致。分业务看，公司血制品业务、糖尿病用药业务和生化类用药业务毛利率分别为 65.78% (+7.35PCT)、77.59% (+0.05PCT) 和 42.76%。期间费用方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 11.98% (-1.93PCT)、16.51% (-3.15PCT) 和 -1.04% (+0.26PCT)，公司整体费用情况控制良好。
- ◆ **血制品业务量价齐升，盈利能力不断增强**：2016 年血制品业务板块实现营业收入 5.27 亿元，同比上升 54.43%，占公司营收总收入的 55.85%；实现净利润 1.92 亿元，同比上升 49.34%，占公司净利润总额的 70.50%，是公司主要的利润来源。公司目前原浆血浆供应有保障，随着于都浆站和都昌浆站投产，公司目前正式运营的单采血浆站达到 10 个，2016 年全年采浆量预计达到 250 吨左右，2017 年公司采浆量有望达到 350 吨的水平，充足的采浆量保证了公司血制品的产出量。毛利率方面，公司静丙、人血白蛋白和人纤维蛋白原的毛利率分别为 66.43% (+8.59PCT)、62.81% (+6.32PCT) 和 67.65% (+8.25PCT)，血制品行业目前仍处于供不应求的状态，静丙、人血白蛋白和人纤维蛋白原均存在明显的提价，使得公司血制品产品毛利率有所提升。我们认为未来血制品行业供不应求的状态将长期存在，量价齐升下公司血制品盈利能力将不断增强。
- ◆ **血制品医保报销范围放开，多种在研产品值得期待**：2017 年新发布的医保目录扩大了白蛋白、静丙和纤原等血制品的报销范围，进一步刺激了终端需求的提升，供不应求的状况有望促使产品价格的进一步提升。同时，公司多个重磅血制品在研产品也值得期待。(1) 公司目前正在抓紧人凝血因子 VIII 产品的 III 期临床试验，随访期结束后将尽快申报生产批件，公司凝血因子 VIII 属于临床急需产品，申报生产可以享受绿色通道，大概率在 2017 年获批生产。(2) 公司人凝血酶原复合物临床试验申请已获批，目前正在进行临床研究。(3) 公司与法国 LFB 公司合作开发的 vWF 因子进展顺利，已完成了大部分技术转移和过程样本分析等。目前国内 vWF 产品销售，按国际平均水平计算，我国的 vWF 产品的市场需求量将达到 1.5 亿单位，销售额 3 亿元，未来公司 vWF 产品的上市将显著增厚公司业绩。
- ◆ **持续进军非血制品领域，新百药业并表贡献业绩**：非血液制品业务方面，(1) 公司对天安药业的持股比例由 55.586% 上升至 83.356%，进一步确定了对天安药业的绝对控制权，天安药业主要进行糖尿病用药业务，2016 年糖尿病用药业务营

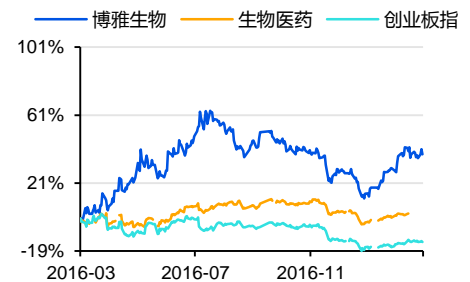
医药 | 生物医药 III

投资评级 **增持-A(首次)**
 6 个月目标价 68.5 元
 股价(2017-03-22) 61.27 元

交易数据

总市值(百万元) 16,382.67
 流通市值(百万元) 13,334.73
 总股本(百万股) 267.38
 流通股本(百万股) 217.64
 12 个月价格区间 43.00/74.24 元

一年股价表现



	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.81	8.71	46.55
绝对收益	7.3	6.82	34.26

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

收入 2.01 亿元，同比上升 11.97%，净利润 4575 万元（公允价值调整后），同比上升 15.64%。（2）2015 年 11 月 30 日，公司成功收购新百药业 100% 股权，新百药业主营生化类用药，2016 年实现营业收入 2.16 亿元，净利润 4268 万元（公允价值调整后），调整前净利润 4575 万元，2016 年新百药业表进一步提升了公司业绩水平。同时，公司于 2016 年成立院士工作站，并聘请中国工程院院士陈芬儿担任首席科学家，进一步提升公司在化学药方面的研发能力；并与复旦大学共建联合实验室，研究开发他汀类等化学原料药相关技术及产品。公司不断加大非血液制品领域的投入力度，未来有望成功公司业绩的一大重要组成部分。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.43、2.01 和 2.65 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 68.5 元，相当于 2017 年 48 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**研发进展低于预期，并购整合低于预期，新浆站采浆低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	543.2	946.6	1,284.1	1,689.2	2,233.6
同比增长(%)	24.1%	74.3%	35.7%	31.6%	32.2%
营业利润(百万元)	192.3	325.7	480.2	671.6	876.9
同比增长(%)	48.6%	69.4%	47.4%	39.9%	30.6%
净利润(百万元)	151.8	272.0	382.1	537.3	708.1
同比增长(%)	45.7%	79.2%	40.5%	40.6%	31.8%
每股收益(元)	0.57	1.02	1.43	2.01	2.65
PE	107.9	60.2	42.9	30.5	23.1
PB	8.7	7.8	6.9	5.9	4.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	543.2	946.6	1,284.1	1,689.2	2,233.6	年增长率					
减:营业成本	194.9	349.9	467.7	559.5	759.4	营业收入增长率	24.1%	74.3%	35.7%	31.6%	32.2%
营业税费	4.2	10.7	12.0	16.0	22.4	营业利润增长率	48.6%	69.4%	47.4%	39.9%	30.6%
销售费用	75.5	113.2	147.7	188.3	245.7	净利润增长率	45.7%	79.2%	40.5%	40.6%	31.8%
管理费用	106.8	156.3	205.4	270.3	352.9	EBITDA 增长率	47.6%	67.4%	42.4%	36.1%	28.3%
财务费用	-7.1	-9.9	-11.1	-17.2	-24.9	EBIT 增长率	55.8%	70.5%	48.6%	39.5%	30.2%
资产减值损失	-0.3	1.7	1.0	0.8	1.2	NOPLAT 增长率	55.4%	70.6%	48.6%	39.4%	30.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	119.6%	31.2%	-1.8%	9.7%	2.6%
投资和汇兑收益	23.1	1.0	18.9	-	-	净资产增长率	106.5%	11.7%	13.9%	18.0%	20.7%
营业利润	192.3	325.7	480.2	671.6	876.9	盈利能力					
加:营业外净收支	5.3	2.5	4.8	4.2	3.8	毛利率	64.1%	63.0%	63.6%	66.9%	66.0%
利润总额	197.6	328.2	484.9	675.8	880.7	营业利润率	35.4%	34.4%	37.4%	39.8%	39.3%
减:所得税	30.5	50.6	74.5	104.2	135.6	净利润率	27.9%	28.7%	29.8%	31.8%	31.7%
净利润	151.8	272.0	382.1	537.3	708.1	EBITDA/营业收入	39.6%	38.0%	39.9%	41.3%	40.1%
						EBIT/营业收入	34.1%	33.4%	36.5%	38.7%	38.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	12.8%	11.9%	14.6%	10.6%	15.1%
货币资金	698.4	422.1	789.2	1,074.5	1,619.4	负债权益比	14.7%	13.5%	17.1%	11.9%	17.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.41	4.05	3.83	5.97	4.73
应收帐款	92.8	112.9	201.7	208.3	316.7	速动比率	3.53	2.89	2.75	4.60	3.56
应收票据	27.1	109.8	54.3	158.4	138.3	利息保障倍数	-26.19	-31.94	-42.33	-37.98	-34.21
预付帐款	3.8	2.7	10.3	2.7	14.8	营运能力					
存货	214.4	288.7	435.5	448.4	707.5	固定资产周转天数	161	124	88	58	38
其他流动资产	38.0	74.4	53.0	55.1	60.9	流动营业资本周转天数	108	94	97	96	95
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	556	397	358	372	387
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	48	39	44	44	42
长期股权投资	34.3	84.4	84.4	84.4	84.4	存货周转天数	113	96	102	94	93
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,062	876	738	645	587
固定资产	321.8	331.7	292.6	253.6	214.5	投资资本周转天数	581	529	439	347	278
在建工程	110.8	247.9	247.9	247.9	247.9	费用率					
无形资产	98.1	94.0	89.4	84.8	80.2	销售费用率	13.9%	12.0%	11.5%	11.2%	11.0%
其他非流动资产	548.7	650.8	586.7	589.3	594.2	管理费用率	19.7%	16.5%	16.0%	16.0%	15.8%
资产总额	2,188.2	2,419.5	2,845.2	3,207.5	4,078.8	财务费用率	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
短期债务	23.0	-	-	-	-	三费/营业收入	32.2%	27.4%	26.6%	26.1%	25.7%
应付帐款	163.2	138.4	307.7	230.7	472.6	投资回报率					
应付票据	1.2	2.1	3.5	2.3	5.7	ROE	8.1%	13.0%	16.2%	19.4%	21.3%
其他流动负债	56.5	109.2	92.2	93.1	125.7	ROA	7.6%	11.5%	14.4%	17.8%	18.3%
长期借款	22.1	22.1	-	-	-	ROIC	28.6%	22.2%	25.1%	35.7%	42.4%
其他非流动负债	14.1	15.4	12.2	13.9	13.8	分红指标					
负债总额	280.1	287.3	415.6	340.0	617.9	DPS(元)	0.20	0.10	0.42	0.50	0.57
少数股东权益	33.3	38.8	67.1	101.4	138.4	分红比率	35.2%	9.8%	29.6%	24.9%	21.4%
股本	267.4	267.4	267.4	267.4	267.4	股息收益率	0.3%	0.2%	0.7%	0.8%	0.9%
留存收益	1,607.4	1,826.0	2,095.1	2,498.8	3,055.1						
股东权益	1,908.1	2,132.2	2,429.6	2,867.5	3,460.9						
						现金流量表					
							2015	2016	2017E	2018E	2019E
						净利润	167.0	277.6	382.1	537.3	708.1
						加:折旧和摊销	33.2	50.0	43.7	43.7	43.7
						资产减值准备	-0.3	1.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	1.1	0.3	-11.1	-17.2	-24.9
						投资损失	-23.1	-1.0	-18.9	-	-
						少数股东损益	15.2	5.5	28.3	34.3	37.0
						营运资金的变动	0.2	-204.2	48.1	-196.3	-92.1
						经营活动产生现金流量	147.0	198.8	472.2	401.8	671.7
						投资活动产生现金流量	-283.7	-399.2	18.9	-	-
						融资活动产生现金流量	488.7	-76.8	-124.1	-116.4	-126.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.57	1.02	1.43	2.01	2.65
						BVPS(元)	7.01	7.83	8.84	10.35	12.43
						PE(X)	107.9	60.2	42.9	30.5	23.1
						PB(X)	8.7	7.8	6.9	5.9	4.9
						P/FCF	-35.7	-129.8	42.3	42.3	24.7
						P/S	30.2	17.3	12.8	9.7	7.3
						EV/EBITDA	73.0	44.1	30.4	21.9	16.5
						CAGR(%)	50.7%	39.0%	52.7%	50.7%	39.0%
						PEG	2.1	1.5	0.8	0.6	0.6
						ROIC/WACC	2.7	2.1	2.4	3.4	4.0

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn