

## 调拨血浆组分显著增厚业绩，丹霞注入预期强

### 投资要点

- **事件:** 公司公告称未来2年拟从丹霞生物调拨100吨血浆、180吨血浆对应的静丙组分、400吨血浆对应的纤原组分至公司生产，采购总金额不超过4.02亿。
- **调拨血浆和组分有望解决原料短缺，或将增厚公司业绩。** 博雅拥有血制品行业最高的产值，吨浆收入和吨浆净利润分别约为300万和100万。博雅目前有10个浆站，新浆站仍处于快速成长期，2017年估计采浆量350吨(+40%)，当前产能比较充分(500吨血浆处理能力已投产，1000吨凝血因子产能有望在年底投产)。通过调拨丹霞生物的血浆和组分，产能有望充分释放，从而显著提升公司盈利能力。公司拟调拨100吨血浆、180吨血浆对应的静丙组分和400吨血浆对应的纤原组分。博雅拥有业内最高的提取和生产工艺，假设丹霞调拨血浆和组分收率为博雅的85%，估计将给公司带来7.9亿收入，根据模型测算净利率约为21% (博雅血制品净利率为38%，但由于血浆和组分采购成本高和收率略低，净利率也偏低)，即合计1.7亿净利润。考虑到血浆和组分可能要在2年内分批调拨，我们估计调拨血浆和组分也将在18-19年2年内陆续生产并确认销售收入，我们估计2018-2019年将分别新增1.1亿和0.6亿净利润，2018年净利润增幅达到19%，对应PE仅23倍。参照行业惯例，血浆和组分调拨还需血制品企业所在地的省级卫计委和国家卫计委审批，审批通过后方可调拨。
- **丹霞并表预期强烈，血制品峰值净利润估计不低于14亿。** 公司与控股股东高特佳及其他方共同投资的并购基金前海优享已收购丹霞生物的99%股权。高特佳承诺以博雅作为血制品唯一的整合平台，并承诺博雅在同等条件下优先收购旗下其他血制品业务，因此博雅未来收购丹霞生物的预期强烈。从短期来看，通过调拨丹霞的血浆和组分，博雅能够加大产能释放业绩。从长期来看，时机成熟后博雅有望通过收购丹霞生物从而实现浆站和采浆量大幅度提升。博雅当前拥有10个浆站，2017年采浆量约350吨，预计峰值采浆量不低于500吨。丹霞拥有25个采浆点，2017年采浆量预计为300吨，峰值采浆量有望突破1000吨。收购完成后，博雅+丹霞合计将拥有35个采浆量，峰值采浆量不低于1500吨。通过技术输出，丹霞的血制品盈利能力有望提升至博雅的水平，即吨浆收入300万和吨浆净利润100万，未来血制品峰值收入和净利润有望分别达到45亿和15亿。考虑到博雅和丹霞的浆站拓展能力强，未来很可能会有更多浆站获批，博雅+丹霞的血制品峰值收入和净利润或将进一步提升。
- **凝血因子VIII等新产品陆续获批，有望显著增厚业绩弹性。** 凝血因子VIII、凝血酶原复合物、vWF因子有望分别于2017、2018、2020年获批，并从获批次年开始贡献业绩。凝血因子VIII有望从2018年开始增厚公司业绩。从量来看，公

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	946.60	1289.25	1692.00	2200.35
增长率	74.27%	36.20%	31.24%	30.04%
归属母公司净利润(百万元)	272.04	390.78	582.35	765.75
增长率	79.21%	43.65%	49.02%	31.49%
每股收益EPS(元)	1.02	1.46	2.18	2.86
净资产收益率ROE	13.02%	16.37%	20.55%	22.53%
PE	58	40	27	20
PB	7.35	6.43	5.42	4.52

数据来源: Wind, 西南证券

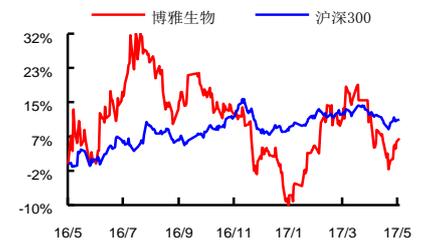
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	3.26
52周内股价区间(元)	49.71-72.62
总市值(亿元)	156.69
总资产(亿元)	27.73
每股净资产(元)	8.08

### 相关研究

1. 博雅生物(300294): 定增扩大产能, 外延并购持续扩张 (2017-04-18)
2. 博雅生物(300294): 血制品经营持续向上, 外延并购值得期待 (2017-04-06)
3. 博雅生物(300294): 并购基金有望加快外延步伐 (2017-04-04)
4. 博雅生物(300294): 血制品医保报销范围扩大, 在研产品潜力巨大 (2017-03-23)
5. 博雅生物(300294): 业绩符合预期, 医保调整强化提价逻辑 (2017-02-26)

司 2017-2018 年采浆量预计分别为 350 吨和 450 吨，预计明年可用于生产凝血因子 VIII 的组分不低于 400 吨。参照行业平均水平和持续提价趋势，估计吨浆收入有望达到 24 万，对应 9600 万收入。血制品最大的成本是血浆原料，占比超过 70%，凝血因子 VIII 带来的新增成本很少，估计净利率不低于 50%，2018 年有望贡献 4800 万净利润，显著增厚业绩弹性。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.46 元、2.18 元、2.86 元，对应 PE 分别为 40 倍、27 倍、20 倍，如考虑从丹霞调拨血浆和组分，2018 年对应 PE 仅 23 倍，维持“买入”评级，目标价 80.30 元。
- **风险提示：**新产品开发或低于预期的风险、非血制品业务整合或不达预期的风险、新浆站投产进度或低于预期的风险、血浆或组分调拨或低于预期的风险。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	946.60	1289.25	1692.00	2200.35	净利润	277.55	398.70	594.15	781.27
营业成本	349.89	452.29	551.70	707.55	折旧与摊销	49.98	74.85	89.62	101.75
营业税金及附加	10.72	12.54	16.79	22.20	财务费用	-9.89	-13.21	-18.09	-24.44
销售费用	113.24	154.71	186.12	242.04	资产减值损失	1.66	3.00	3.00	3.00
管理费用	156.28	212.73	253.80	330.05	经营营运资本变动	-202.20	-118.76	-119.45	-178.28
财务费用	-9.89	-13.21	-18.09	-24.44	其他	81.65	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	1.66	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	198.76	341.59	546.23	680.30
投资收益	0.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-227.00	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-172.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-399.20	-100.00	-100.00	-100.00
<b>营业利润</b>	<b>325.66</b>	<b>467.19</b>	<b>698.68</b>	<b>919.95</b>	短期借款	-23.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.49	4.10	3.76	3.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>328.15</b>	<b>471.29</b>	<b>702.45</b>	<b>923.62</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	50.60	72.59	108.30	142.35	支付股利	-53.48	-95.84	-137.67	-205.16
净利润	277.55	398.70	594.15	781.27	其他	-0.35	13.21	18.09	24.44
少数股东损益	5.51	7.92	11.80	15.52	筹资活动现金流净额	-76.83	-82.63	-119.58	-180.71
归属母公司股东净利润	272.04	390.78	582.35	765.75	现金流量净额	-277.27	158.96	326.65	399.58
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	422.14	581.10	907.75	1307.33	成长能力				
应收和预付款项	225.41	330.51	432.74	556.61	销售收入增长率	74.27%	36.20%	31.24%	30.04%
存货	288.71	373.21	455.23	583.83	营业利润增长率	69.36%	43.46%	49.55%	31.67%
其他流动资产	74.41	101.35	133.01	172.97	净利润增长率	66.16%	43.65%	49.02%	31.49%
长期股权投资	84.45	84.45	84.45	84.45	EBITDA 增长率	67.49%	44.58%	45.64%	29.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	579.60	619.04	643.71	656.25	毛利率	63.04%	64.92%	67.39%	67.84%
无形资产和开发支出	610.08	599.76	589.44	579.12	三费率	27.43%	27.48%	24.93%	24.89%
其他非流动资产	134.67	130.71	126.74	122.77	净利率	29.32%	30.93%	35.12%	35.51%
<b>资产总计</b>	<b>2419.48</b>	<b>2820.13</b>	<b>3373.07</b>	<b>4063.34</b>	ROE	13.02%	16.37%	20.55%	22.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	14.14%	17.61%	19.23%
应付和预收款项	197.56	280.07	361.71	452.62	ROIC	18.43%	22.09%	30.04%	35.74%
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA/销售收入	38.64%	41.02%	45.52%	45.32%
其他负债	67.59	82.86	97.69	120.93	营运能力				
<b>负债合计</b>	<b>287.30</b>	<b>385.07</b>	<b>481.54</b>	<b>595.69</b>	总资产周转率	0.41	0.49	0.55	0.59
股本	267.38	267.38	267.38	267.38	固定资产周转率	2.90	3.32	3.56	4.21
资本公积	1189.68	1189.68	1189.68	1189.68	应收账款周转率	9.43	9.17	8.53	8.60
留存收益	636.33	931.28	1375.96	1936.56	存货周转率	1.39	1.37	1.33	1.36
归属母公司股东权益	2093.40	2388.34	2833.03	3393.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.24%	—	—	—
少数股东权益	38.79	46.71	58.51	74.03	资本结构				
<b>股东权益合计</b>	<b>2132.19</b>	<b>2435.05</b>	<b>2891.53</b>	<b>3467.65</b>	资产负债率	11.87%	13.65%	14.28%	14.66%
负债和股东权益合计	2419.48	2820.13	3373.07	4063.34	带息债务/总负债	7.71%	5.75%	4.60%	3.72%
					流动比率	4.05	3.99	4.34	4.70
					速动比率	2.89	2.91	3.32	3.65
					股利支付率	19.66%	24.52%	23.64%	26.79%
					每股指标				
					每股收益	1.02	1.46	2.18	2.86
					每股净资产	7.97	9.11	10.81	12.97
					每股经营现金	0.74	1.28	2.04	2.54
					每股股利	0.20	0.36	0.51	0.77
业绩和估值指标									
EBITDA	365.76	528.83	770.21	997.26					
PE	57.60	40.10	26.91	20.46					
PB	7.35	6.43	5.42	4.52					
PS	16.55	12.15	9.26	7.12					
EV/EBITDA	41.49	28.39	19.07	14.33					
股息率	0.34%	0.61%	0.88%	1.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn