

2017年06月05日

证券研究报告·新股分析报告

卫光生物 (002880) 医药生物

合理价格区间
57.41-74.07 元



浆站深度挖潜，技术工艺领先

投资要点

- **血制品行业长期供不应求，处于景气向上周期。**血制品行业由于浆站审批难度大、献浆员数量少和献浆频次偏低导致血浆原材料增长缓慢，2016 年采浆量仅 7100 吨，远低于国内 12000 吨以上的需求。国内血制品企业的工艺技术水平与国外相比差距大，能生产白蛋白、静丙、凝血因子的血制品企业比例分别为 100%、80%、40% 左右，且吨浆收率低。血浆不足+工艺水平欠缺导致我国的人均血制品消费远低于发达国家，长期处于供不应求的状态。2017 年医保目录进一步扩大了白蛋白、静丙、纤原等血制品的报销范围，可能进一步加剧血制品供需紧张的矛盾。
- **浆站深度挖潜，采浆量有望保持稳定增长。**卫光生物拥有 7 个浆站，虽然 2008 年以来没有新浆站获批，但通过加大宣传力度、提高交通补助等方式吸引更多献浆员并提高献浆频次，深度挖掘浆站潜力，2015-2016 年采浆量分别增长 10% 和 26%。随着动员能力逐步加大，预计 2017-2019 年采浆量将分别达到 365 吨、415 吨、455 吨，分别增长 14%、14%、10%，投浆量将分别达到 333 吨、380 吨、427 吨，分别增长 25%、14%、12%。公司已制定了开发建设新浆站的议案，将加大新浆站开拓力度，如新浆站获批有望进一步提升采浆量。
- **技术工艺先进，产品收率处于行业前列。**公司高度重视研发，2015-2016 年研发费用增速分别达 44% 和 25%，研发费率从 2014 年的 3.04% 提升至 2016 年的 4.38%。随着持续研发投入，公司白蛋白（10g）和静丙（2.5g）吨浆收率分别不低于 2800 瓶和 2100 瓶，处于行业前列。组织胺人免疫球蛋白和冻干静丙均在 2016 年 11 月获得 GMP 认证，纤原工艺变更补充申请已经提交。这三大产品上市后有望进一步增厚公司业绩，尤其是纤原潜力巨大。
- **盈利预测。**预计公司 2017-2019 年摊薄后 EPS 分别为 1.78 元、2.08 元、2.29 元。2017 年血制品公司的 PE 为 32-73 倍，参照可比公司华兰生物和博雅生物的估值，我们给予公司 2017 年 35-45 倍估值，对应市值为 62-80 亿市值，对应合理股价为 57.41-74.07 元/股。
- **风险提示：**行业竞争加剧或导致产品销量和价格下滑的风险；新产品上市进度或低于预期的风险；募投项目进度或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	566.14	697.32	786.86	876.06
增长率	13.01%	23.17%	12.84%	11.34%
归属母公司净利润(百万元)	153.23	191.73	225.03	247.06
增长率	22.72%	25.13%	17.36%	9.79%
每股收益 EPS(元)	1.42	1.78	2.08	2.29
净资产收益率 ROE	30.26%	14.45%	15.11%	14.85%

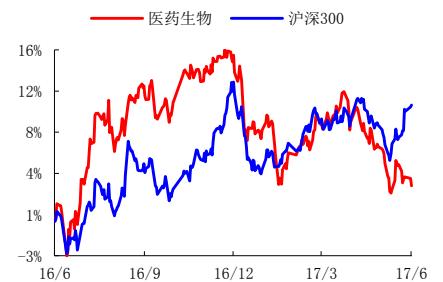
数据来源: Wind, 西南证券

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

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

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	8,100
本次发行(万股)	2,700
发行后总股本(万股)	10,800
2016 年每股收益(摊薄后)(元)	1.42
2016 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.42

主要指标 (2016)

每股净资产	6.25
毛利率	47.39
流动比	1.61
速动比率	0.28
应收账款周转率	212.51
资产负债率	44.34
净资产收益率	34.30

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况	1
2 血制品长期供不应求，行业处于景气向上周期.....	3
3 浆站深度挖潜，工艺技术突出	5
3.1 献浆员动员能力强，浆站采浆量深度挖潜	5
3.2 技术水平先进，产品收率高	7
4 盈利预测与估值.....	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：此次发行结束后的公司股权结构	1
图 2：公司营业收入增长趋势	2
图 3：公司归母净利润增长趋势	2
图 4：2012-2016 公司产品收入结构	2
图 5：2012-2016 公司产品毛利结构	2
图 6：公司期间费用率变化趋势	2
图 7：公司盈利能力变化趋势	2
图 8：每袋浆成本增长趋势	6
图 9：献浆人次数增长趋势	6
图 10：血制品企业利润构成	7
图 11：公司研发费用增长趋势	7
图 12：公司研发费用占营业收入的比例持续提高	7

表 目 录

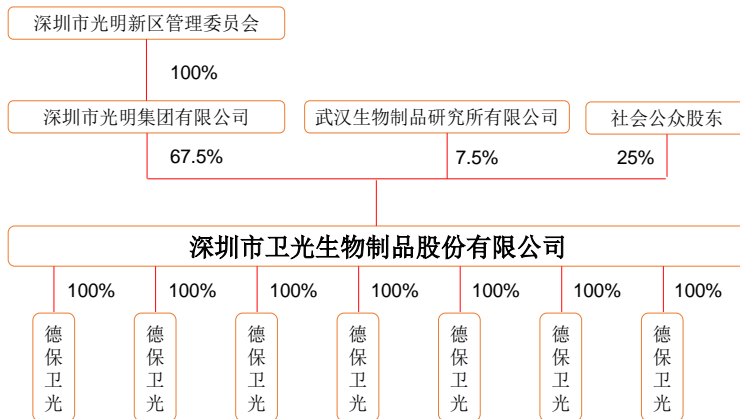
表 1：公司募集资金投资项目	1
表 2：中美采浆概况对比	3
表 3：中美采浆情况比较	3
表 4：国内主要血制品企业产品线概况	4
表 5：2017 年医保目录扩大了血制品报销范围	5
表 6：公司采浆量增长情况	5
表 7：公司各浆站每年献浆人次数明显增加（万人次）	6
表 8：公司产品收率和理论产能	8
表 9：公司在研产品进度/合作研发单位	8
表 10：公司采浆量和投浆量预测	9
表 11：分业务收入及毛利率	9
表 12：可比公司估值情况	10
附表：财务预测与估值	11

1 公司概况

卫光生物主要专注于血液制品的生产经营及药物研发，公司拥有 9 个血制品产品批文，主要产品包括血蛋白、静丙、乙免、狂免和破免。

此次发行前，光明集团持有公司 7290 万股，占比 90%，为公司控股股东，深圳市光明新区管理委员会持有光明集团 100% 的股权，为公司实际控制人。武汉研究所持有 810 万股，占比 10%。此次公司拟发行 2700 万股新股，占发行后总股本的 25%。发行完成后，光明集团持股比例约为 67.5%，仍为公司控股股东。

图 1：此次发行结束后的公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

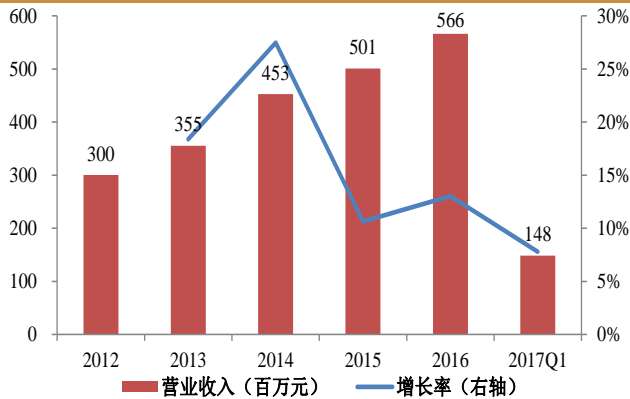
此次发行价格为 25.11 元/股(对应 2016 年摊薄后 PE 为 18.88 倍)，共发行 2700 万股，募集资金总额约为 6.78 亿元，扣除发行费用后预计募集资金净额约为 6.23 亿元，将全部用于支持公司业务发展，其中 2.4 亿计划用于特免和凝血因子产业化项目，5200 万用于单采浆站改扩建，1.4 亿用于研发中心建设，1.9 亿用于偿还银行贷款。

表 1：公司募集资金投资项目

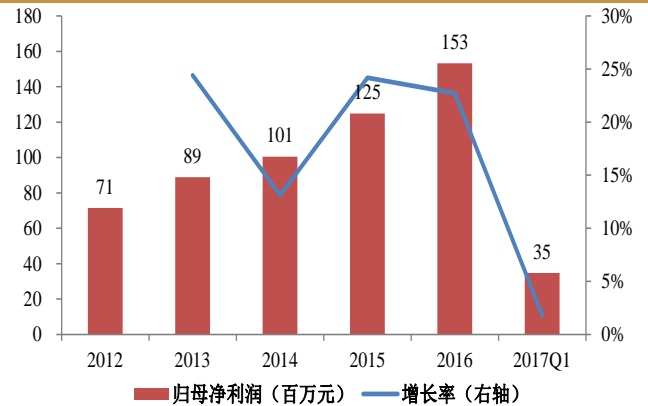
序号	项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	特异性免疫球蛋白及凝血因子类产品产业化项目	24,063.25	24,063.25
2	单采血浆站改扩建项目	5,235.73	5,235.73
3	工程技术研究开发中心建设项目	14,496.72	14,496.72
4	偿还银行贷款	18,500.00	18,500.00
合计		62,295.70	62,295.70

数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来，公司保持稳定增长，2012-2016 年期间的收入复合增速为 17%，归母净利润的复合增速为 21%。2017Q1 实现收入 1.48 亿 (+8%) 和归母净利润 3468 万元 (+2%)。

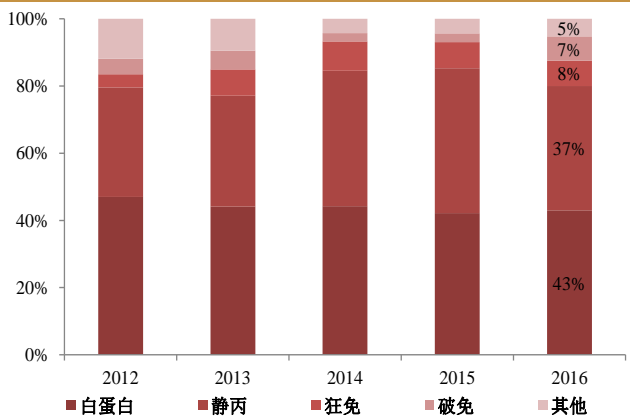
图 2: 公司营业收入增长趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

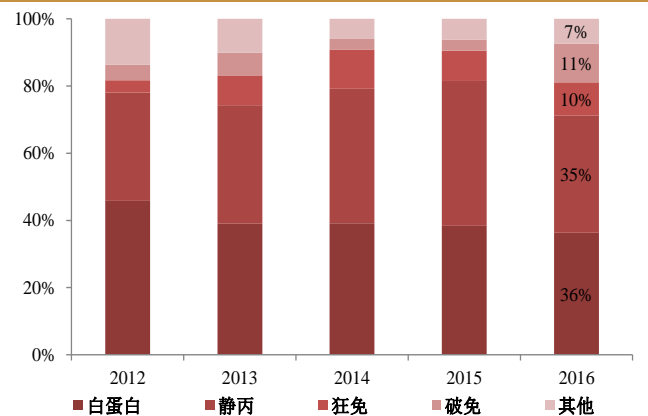
图 3: 公司归母净利润增长趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

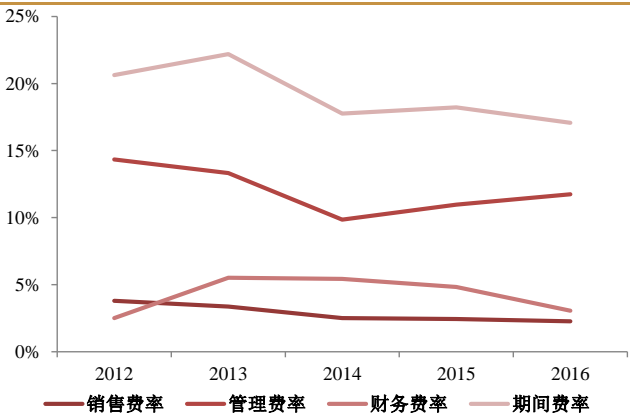
白蛋白和静丙是公司的主要收入来源, 合计收入占比超过 80%, 合计毛利占比也在 80% 左右。另外公司还有一些毛利率更高的血制品产品, 如肌丙、乙免、狂免、破免等, 合计收入和毛利占比在 20% 左右。但由于这些产品的市场规模相对较小, 单个产品的收入和毛利占比均不超过 10%。

图 4: 2012-2016 公司产品收入结构


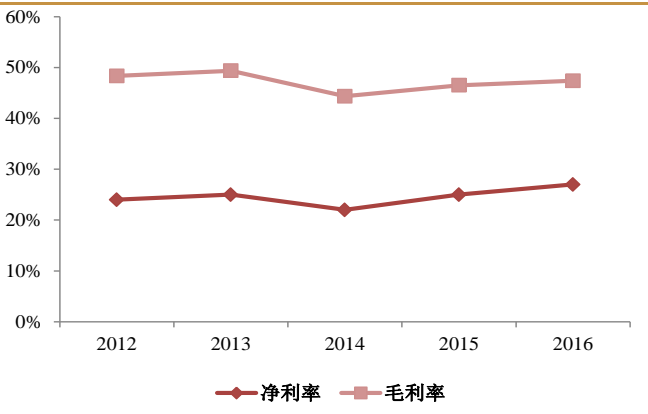
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 2012-2016 公司产品毛利结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司期间费用率变化趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司盈利能力变化趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从期间费用上看,随着收入规模扩大,期间费率有所下降,2016年期间费率为17.1%,与2012年相比下降了3.6pp。从盈利能力上看,由于血制品价格放开公司产品在2015Q4有所提价,使得2015和2016年毛利率有所提升,净利率也有明显提升。

2 血制品长期供不应求,行业处于景气向上周期

血制品主要用于临床治疗和被动免疫,发挥着其他药物不可替代的重要作用。然而由于政府不再批准新的血制品企业和严格管控浆站审批,血制品行业存在巨大的供需缺口,长期供不应求。

从血制品人均消耗量来看,我国与发达国家相比还存在明显差距。白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子分别不到美国的1/5、1/4、1/50,未来还有巨大的增长空间。

表 2: 中美采浆概况对比

地区	白蛋白	免疫球蛋白	凝血因子
美、加、日	0.5g/人/年 需求呈下降趋势	0.04g/人/年 需求呈上升趋势	>5IU 需求稳定
欧洲	0.1-0.3g/人/年 需求呈下降趋势	0.02-0.03g/人/年 需求呈上升趋势	1-3IU 需求上升
中国	<0.1g/人/年 需求呈上升趋势	<0.1g/人/年 需求呈上升趋势	<0.1IU 需求呈上升趋势

数据来源:公司公告,西南证券整理

我国血制品的人均消费低于发达国家,主要有三方面原因:1)浆站审批严格和献浆人员少导致血浆原材料增长缓慢,2)血制品企业的工艺技术限制导致产品收率不高,3)血制品出于安全考虑导致监管严格,除了人血白蛋白和三种重组人凝血因子(VII α 、IX和VIII)允许进口以外,其他产品一律不允许进口。

浆站审批严格:血制品需要经过县省市三级政府审批并到国家卫计委备案,需要经过层层审批,而且献浆存在传染病和安全性风险,因此政府新批浆站的动力不强。过去5年来除了广东省以外,其他各省平均每年批准浆站数量仅在1-2个,浆站数量增长缓慢。

献浆员少且献浆频次偏低:与美国采浆量相比,我国存在献浆员偏少(仅划定献浆范围内的常驻居民允许献浆)、献浆频次低、单次采浆量少的特点,导致单个浆站的采浆量发展空间不大。

表 3: 中美采浆情况比较

	美国	中国
人口(亿人)	3.2	13.6
献浆人员范围	符合要求的所有居民	划定县级行政区划内符合要求的部分居民
献浆频次	2次/周;48小时内不得连续献浆	2次/月;14天内不得连续献浆
采浆量	按照体重献浆:50-68kg/69-79kg/>79kg分别为690/825/880ml	580ml
浆站数	约480个	约200个
浆站许可	无	有
单次采浆成本	25-35美元	42-50美元

数据来源:CNKI,西南证券整理

工艺技术水平低：发达国家的血制品生产工艺水平高，大多数国外企业能够从血浆中提取出超过 20 种血制品产品，但我国单个企业最多只能从血浆中提取出 11 种血制品产品，少数小企业甚至只有白蛋白可以销售。

从我国血制品企业拥有的产品批文数量来看，白蛋白>免疫球蛋白>凝血因子类。所有企业均能生产白蛋白，约 80% 的企业能生产静丙/特免，不到 40% 的企业能生产凝血因子。而且由于企业工艺和技术水平不同，各种血制品的吨浆收率也参差不齐，大部分企业的血制品收率都远低于国企企业。产品批文少+吨浆收率低导致血浆不能充分利用，血制品人均使用量也远低于国外。

表 4：国内主要血制品企业产品线概况

	白蛋白类		免疫球蛋白类					凝血因子类			
	白蛋白	肌丙	静丙	破免	乙免	狂免	组织胺免	凝血因子 VIII	凝血酶原复合物	纤维蛋白原	外用冻干人凝血酶
上海莱士	√	√	√	√	√	√		√	√	√	√
华兰生物	√	√	√	√	√	√		√	√	√	√
泰邦生物	√	√	√	√	√	√		√	√		
卫光生物	√	√	√	√	√	√	√			√	
天坛生物	√	√	√	√	√		√	√		√	
双林生物	√	√	√	√	√	√					
博雅生物	√	√	√		√	√				√	
南岳制药	√	√	√	√	√	√					
河北大安	√	√									
广东卫伦	√	√	√	√	√	√					
武汉瑞德	√	√	√	√	√	√					
武汉所	√	√	√	√	√	√	√				
上海所	√	√	√		√	√	√	√	√	√	
兰州所	√	√	√	√	√						
远大蜀阳	√	√	√	√	√	√	√				
山西康宝	√	√	√	√	√	√					
丹霞生物	√	√			√						
新疆德源	√										
上海新兴	√	√	√	√	√	√		√	√	√	
河南中泰	√		√								
浙江海康	√	√	√		√						

数据来源：CFDA，西南证券整理

2017 年医保目录扩大了血制品的报销范围，如白蛋白、静丙、纤原、凝血酶原复合物等产品的报销范围都有明显扩大，可能会导致血制品的需求扩大，进一步加剧供需矛盾。

表 5: 2017 年医保目录扩大了血制品报销范围

产品	09-17 年医保变化	备注变化	总结
白蛋白	均为医保乙类	从 09 年“限抢救和工商保险”扩大至 17 年“限抢救、重症或因肝硬化、癌症引起胸腹水且白蛋白低于 30g/L 的患者”	报销范围扩大
静丙	均为医保乙类	从 09 年“限儿童重度感染和工伤保险”扩大至 17 年“限原发性免疫球蛋白缺乏症；新生儿败血症；重型原发性免疫性血小板减少症；川崎病；全身型重症肌无力；急性格林巴利综合征”	报销范围扩大
肌丙	均为医保乙类	09 年无限制缩小至 17 年“限麻疹和传染性肝炎接触者的预防治疗”	报销范围缩小
破免	均为医保乙类	无变化	无变化
狂免	均为医保乙类	无变化	无变化
乙免	均未进医保		无变化
凝血因子 VIII	均为医保甲类		无变化
凝血酶原复合物	均为医保乙类	从 09 年的“限手术大出血及肝硬化、肝坏死导致的出血”扩大至 17 年“限手术大出血和肝病导致的出血；乙型血友病和伴有因子 VIII 抑制物的血友病患者”	报销范围扩大
纤原	均为医保乙类	从 09 年的“限低纤维蛋白原血症的抢救”扩大至 17 年“限低纤维蛋白原血症致活动性出血”	报销范围扩大

数据来源：人社部，西南证券整理

总体来看，由于新浆站审批难度高、单个浆站采浆量提升缓慢、技术工艺改进也并非一蹴而就，且 2017 年医保目录扩大血制品报销范围可能进一步扩大雪球，我国血制品将长期处于供不应求的状态，行业处于景气向上周期。

3 浆站深度挖潜，工艺技术突出

3.1 献浆员动员能力强，浆站采浆量深度挖潜

公司有 7 个浆站，其中 5 个浆站位于广西，2 个浆站位于广东。2014-2016 年采浆量分别为 230 吨、253 吨、320 吨，2015-2016 年分别增长 10% 和 26%。

从 2016 年采浆量增量贡献来看，主要是广西 5 个浆站增量最明显，合计贡献增量占比达到 95%。公司的浆站都是 2006-2007 年期间通过事业单位改制或者收购过来的，但在 2015-2016 年期间采浆量出现了大幅度增长，主要是因为公司深挖浆站潜力，采取了一系列措施吸引更多献浆员并促使其提高献浆频次，如提高献浆过程服务质量、加强对献浆员人文关怀、开通献浆专线、提高交费用补助、加大献浆知识的宣传与普及。

表 6: 公司采浆量增长情况

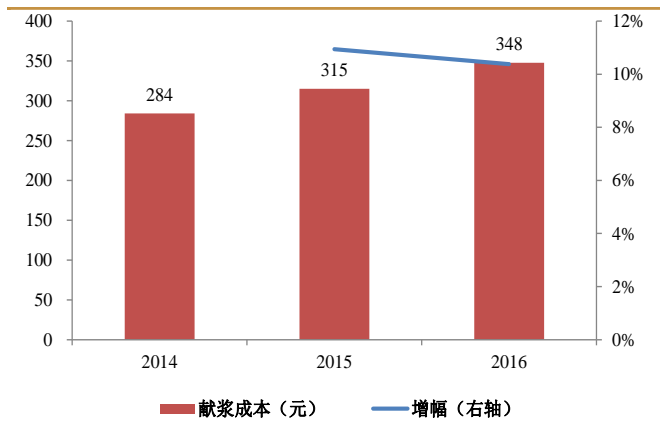
浆站	2014	2015	2016	2016 年增量	2016 年增量贡献占比
广西平果	60.98	67.72	91.37	23.65	36%
广西隆安	42.47	48.90	64.78	15.88	24%
广西钟山	34.11	37.24	46.96	9.72	15%
广西田阳	41.61	44.11	51.51	7.40	11%
广西德保	34.37	37.91	44.09	6.18	9%

浆站	2014	2015	2016	2016年增量	2016年增量贡献占比
广东罗定	10.71	11.27	13.81	2.54	4%
广东新兴	6.03	6.30	7.00	0.70	1%
采浆量合计	230.28	253.46	319.52	66.06	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

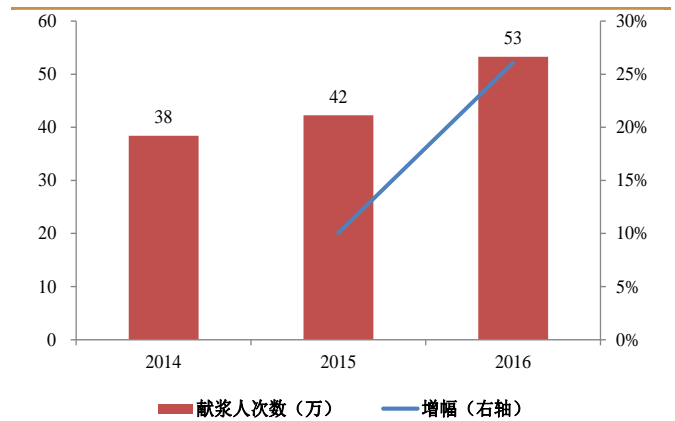
由于公司献浆宣讲等投入加大，每袋浆的采浆成本从2014年的284元增长至2015年的315元和348元，每年增加10%左右。但随着宣传力度加大，献浆员的积极性也明显提升，献浆从人次从2014年的38万人次增至2016年的53万人次，增幅达39%。

图8：每袋浆成本增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图9：献浆人次数增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

分浆站来看，广西5个浆站的增幅最明显，其中隆安和平果浆站的增速均超过50%，钟山浆站的增幅也超过了38%。广西浆站增幅较大估计主要与当地居民对献浆的认可程度较高有关。

表7：公司各浆站每年献浆人次数明显增加（万人次）

浆站	2014	2015	2016	2014-2016 增幅
广西隆安	7.08	8.15	10.90	54%
广西平果	10.17	11.29	15.23	50%
广西钟山	5.69	6.21	7.83	38%
广东罗定	1.78	1.88	2.30	29%
广西德保	5.73	6.32	7.35	28%
广西云阳	6.94	7.35	8.60	24%
广东新兴	1.00	1.05	1.17	16%
合计	38.39	42.25	53.27	39%

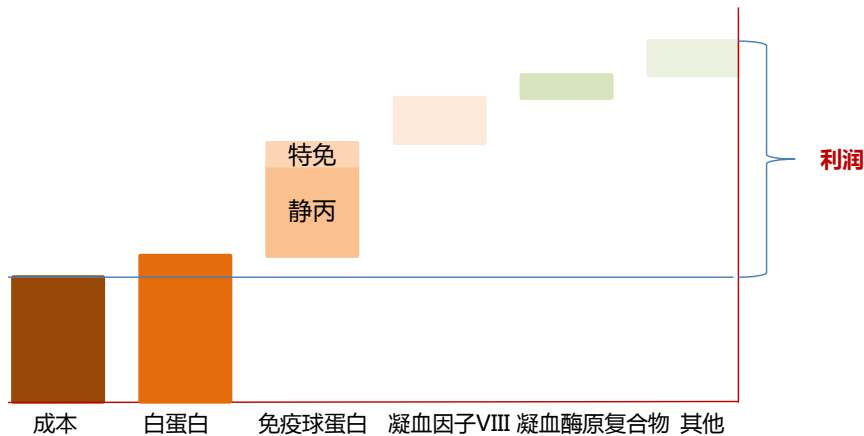
数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为公司具有极强的浆站挖潜能力，广西浆站有望进一步挖潜提升采浆量，广东浆站扩大至持有居住证的外地居民有望迎来采浆量新一轮增长。且公司于2016年通过了开发建设新浆站的议案，正在积极申请新浆站，如新浆站获批也将进一步提升采浆。

3.2 技术水平先进，产品收率高

血制品属于技术密集型企业，技术水平越高，提取的血制品种类和吨浆收率越高，收入和利润也越丰厚。白蛋白基本能够覆盖企业生产成本，能够生产静丙等免疫球蛋白就能够获得基础利润，因子类产品能够带来超额利润。

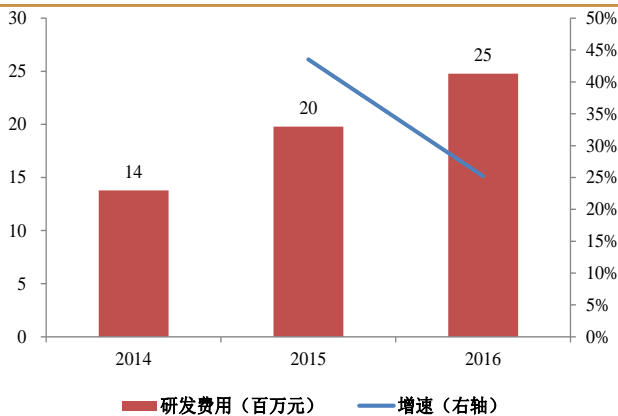
图 10：血制品企业利润构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

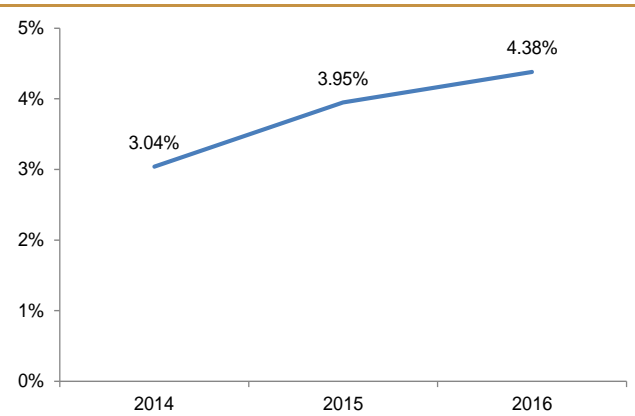
公司高度重视研发，研发支出保持两位数 20% 以上的增长，2015-2016 年增速分别为 44% 和 25%。研发支出占公司营业总收入的比例也持续提升，从 2014 年的 3.04% 提升至 2016 年的 4.38%。

图 11：公司研发费用增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司研发费用占营业收入的比例持续提高



数据来源：公司公告，西南证券整理

在高强度研发投入的推动下，公司也获得了丰厚的收益。从已上市产品来看，收率都处于行业第一梯队，如白蛋白 (10g) 和静丙 (2.5g) 吨浆收率分别不低于 2800 瓶和 2100 瓶。

表 8: 公司产品收率和理论产能

产品	收率 (瓶/吨)	理论产能 (吨)	峰值产量 (万瓶)
白蛋白-10g	2800	400	112
静丙-2.5g	2100	230	48
乙免-100IU/1ML	17000	40	68
破免-250IU/2.5ml	16000	50	80
狂免-200IU/2ml	22300	30	67
肌丙	17000	50	85

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

除此以外, 公司还有纤原、组织胺人免疫球蛋白、冻干静丙完成开发。其中组织胺人免疫球蛋白和冻干静丙均在 2016 年 11 月获得 GMP 认证, 纤原的工艺变更补充申请已经提交, 获批后有望显著增厚公司业绩。尤其是纤原发展潜力最大, 目前行业内最高水平可以实现纤原吨浆收入超过 100 万, 如公司纤原工艺变更批准后上市, 或将显著增厚业绩弹性。

公司通过自主研发及合作研发, 还有 7 个研发项目正在进行中, 新产品有望陆续上市, 保障长期可持续增长。

表 9: 公司在研产品进度/合作研发单位

研发项目	进度/合作单位
静注乙型肝炎人免疫球蛋白关键技术研发及产业化	自主研发: III 期临床
静注巨细胞病毒人免疫球蛋白的研究开发	自主研发: 临床前研究
冻干人用狂犬病疫苗	自主研发: 临床前研究
重组人心钠肽项目	合作研发: 深圳大学/医科院基础所
凝血因子类产品开发	合作研发: 麦阁生物
狂犬病病毒 CTN-1 鸡胚细胞适应株及其疫苗研究	合作研发: 中国食品药品检定研究院
血浆蛋白药物的分离纯化新技术	合作研发: 北京大学

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

我们认为公司研发实力强, 现有产品收率处于行业第一梯队, 未来将有纤原、冻干静丙、组织胺人免疫球蛋白上市从而增厚业绩, 长期看会有更多新产品陆续获批, 保障长期可持续发展。

4 盈利预测与估值

血制品企业的收入增长来自于 1) 投浆量增长, 现有浆站加大宣传力度将带来采浆量和投浆量持续增长; 2) 吨浆产出增加, 考虑到公司的白蛋白和静丙收率均处于行业前列未来提升空间不大, 纤原、冻干静丙和组织胺人免疫球蛋白上市的时间不确定, 假设公司血制品吨浆收入保持不变。

假设 1: 预计公司 2017-2019 年期间的采浆量分别为 365 吨、415 吨、455 吨, 投浆量 (由于采集的血浆至少需要经过 3 个月检疫期才能投入生产, 采浆量和投浆量之间存在时间窗口, 假设 2016 年投浆量=2015 年采浆量*0.7+2016 年采浆量*0.3) 分别为 333 吨、380 吨、427 吨, 分别增长 25%、14%、12%。

表 10: 公司采浆量和投浆量预测

浆站	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
广西平果	61	68	91	95	100	100
广西隆安	42	49	65	75	85	95
广西田阳	42	44	52	55	60	65
广西德保	34	38	44	55	65	70
广西钟山	34	37	47	55	70	80
广东罗定	11	11	14	18	20	25
广东新兴	6	6	7	12	15	20
采浆量合计	230	253	320	365	415	455
YOY		10%	26%	14%	14%	10%
投浆量	256	237	267	333	380	427
YOY		-8%	13%	25%	14%	12%

数据来源: 西南证券

假设 2: 由于国产和进口白蛋白批签发数量快速增长, 实际销量增速可能会比投浆量增速略低, 价格保持不变, 估计 2017-2019 年期间白蛋白的销量分别增长 20%、10%、10%。

假设 3: 静丙、乙免、破免、狂免、静丙都来自血浆的相同组分而且生产互相排斥, 统称为免疫球蛋白。考虑到免疫球蛋白适应症持续扩大市场需求旺盛, 假设销量增速与投浆量增速持平, 价格保持不变, 估计 2017-2019 年期间免疫球蛋白的销量分别增长 25%、14%、12%。

假设 4: 暂不考虑血制品持续提价预期, 随着公司宣传和补助力度加大, 成本增加导致血制品毛利率略有下降, 估计 2017-2019 年白蛋白的毛利率分别为 39.0%、38.5%、38.0%, 静丙的毛利率分别为 51.5%、50.0%、50.5%。

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
白蛋白	收入	243.3	292.0	321.2	353.3
	增速	15.2%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	40.1%	39.0%	38.5%	38.0%
免疫球蛋白	收入	316.3	395.3	450.7	504.8

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	增速	10.4%	25.0%	14.0%	12.0%
	毛利率	52.3%	51.5%	51.0%	50.5%
其他	收入	6.5	10.0	15.0	18.0
	毛利率	82.3%	82.0%	82.0%	82.0%
合计	收入	566.1	697.3	786.9	876.1
	增速	13.0%	23.2%	12.8%	11.3%
	毛利率	47.4%	47.0%	46.8%	46.5%

数据来源: 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2017-2019 年期间的归母净利润分别为 1.92 亿、2.25 亿、2.47 亿, 对应摊薄后 EPS 分别为 1.78 元、2.08 元、2.29 元。

2017 年血制品公司的 PE 为 32-73 倍, 参照可比公司华兰生物和博雅生物的估值, 我们给予公司 2017 年 35-45 倍估值, 对应市值为 62-80 亿市值, 对应合理股价为 57.41-74.07 元/股。

表 12: 可比公司估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
000403.SZ	ST 生化	74	0.54	1.01	1.53	137	73	49
002252.SZ	上海莱士	1007	16.13	18.37	20.86	62	55	48
600161.SH	天坛生物	236	2.62	4.82	6.49	90	49	36
300294.SZ	博雅生物	168	2.72	3.67	5.12	62	46	33
002007.SZ	华兰生物	330	7.80	10.25	13.13	42	32	25
平均值						97	59	44

数据来源: Wind, 西南证券

5 风险提示

- 1) 行业竞争加剧或导致产品销量和价格下滑的风险;
- 2) 新产品上市进度或低于预期的风险;
- 3) 募投项目进度或低于预期的风险。

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	566.14	697.32	786.86	876.06	净利润	153.23	191.73	225.03	247.06
营业成本	297.84	369.85	418.36	468.90	折旧与摊销	40.08	26.38	32.60	40.47
营业税金及附加	3.00	3.85	4.23	4.74	财务费用	17.35	6.97	-7.87	-8.76
销售费用	12.84	13.95	15.74	17.52	资产减值损失	0.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.49	87.16	102.29	113.89	经营营运资本变动	-80.97	-79.58	-52.93	-54.50
财务费用	17.35	6.97	-7.87	-8.76	其他	-3.34	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.06	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	126.41	145.50	196.83	224.26
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-21.22	-100.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-34.08	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	-55.30	-100.00	-200.00	-200.00
营业利润	168.56	215.53	254.11	279.77	短期借款	-42.05	-177.95	0.00	0.00
其他非经营损益	10.92	8.77	9.12	9.30	长期借款	-20.88	-76.00	0.00	0.00
利润总额	179.48	224.30	263.23	289.07	股权融资	0.00	677.97	0.00	0.00
所得税	26.25	32.57	38.20	42.01	支付股利	-40.50	-49.70	-62.19	-72.99
净利润	153.23	191.73	225.03	247.06	其他	-7.00	-47.85	7.87	8.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-110.42	326.47	-54.33	-64.23
归属母公司股东净利润	153.23	191.73	225.03	247.06	现金流量净额	-39.32	371.97	-57.50	-39.97
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	61.91	433.88	376.38	336.42	成长能力				
应收和预付款项	15.61	18.82	21.25	23.79	销售收入增长率	13.01%	23.17%	12.84%	11.34%
存货	361.62	449.05	507.96	569.32	营业利润增长率	21.19%	27.87%	17.90%	10.10%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	22.72%	25.13%	17.36%	9.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.13%	10.13%	12.04%	11.70%
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	374.02	449.45	618.65	779.99	毛利率	47.39%	46.96%	46.83%	46.48%
无形资产和开发支出	94.48	92.67	90.86	89.05	三费率	17.08%	15.50%	14.00%	14.00%
其他非流动资产	2.25	2.25	2.25	2.25	净利率	27.07%	27.50%	28.60%	28.20%
资产总计	909.88	1446.12	1617.35	1800.83	ROE	30.26%	14.45%	15.11%	14.85%
短期借款	177.95	0.00	0.00	0.00	ROA	16.84%	13.26%	13.91%	13.72%
应付和预收款项	52.22	61.46	70.01	78.80	ROIC	21.46%	21.69%	19.59%	17.81%
长期借款	76.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.92%	35.69%	35.44%	35.55%
其他负债	97.27	58.22	58.06	58.69	营运能力				
负债合计	403.44	119.68	128.07	137.49	总资产周转率	0.64	0.59	0.51	0.51
股本	81.00	108.00	108.00	108.00	固定资产周转率	2.12	2.33	1.95	1.64
资本公积	43.35	694.32	694.32	694.32	应收账款周转率	212.51	193.71	200.12	195.59
留存收益	382.10	524.13	686.96	861.02	存货周转率	0.93	0.91	0.87	0.87
归属母公司股东权益	506.44	1326.44	1489.28	1663.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.15%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	506.44	1326.44	1489.28	1663.34	资产负债率	44.34%	8.28%	7.92%	7.63%
负债和股东权益合计	909.88	1446.12	1617.35	1800.83	带息债务/总负债	62.95%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.61	13.73	12.23	11.13
					速动比率	0.28	6.89	5.37	4.31
					股利支付率	26.43%	25.92%	27.64%	29.55%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	225.99	248.88	278.85	311.48	每股收益	1.42	1.78	2.08	2.29
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.69	12.28	13.79	15.40
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.17	1.35	1.82	2.08
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.38	0.46	0.58	0.68
EV/EBITDA	1.02	-1.75	-1.36	-1.09					
股息率	—	—	—	—					

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