

中报业绩符合预期，血制品业务仍有较大增长空间

■血液制品维持较高增速，中报业绩符合预期：上半年，公司实现营业收入总收入 5.40 亿元，同比增长 34.55%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 49.23%；扣非净利润 1.36 亿元，同比增长 30.35%，符合先前预期。公司血制品收入同比增长 43.54%，净利润增长 37.60%，与全年预期投浆增速基本匹配。公司血制品批签发有所放缓，上半年白蛋白收入增长 32.53%，而批签发量同比仅增长 13.37%，环比下降 18.49%，预计下半年批签发进度将回归正常水平。公司血制品业务内生发展潜力仍然较大，6 月 30 日江西卫计委网站公布同意公司在乐安、广昌两县设置采浆站，明年浆站总数将达到 12 个，采浆总量有望接近 450 吨。另一方面，据中报披露，凝血因子Ⅷ临床试验已接近完成，我们预计，该品种获批上市后有望为公司带来 8-10 万元吨浆利润的提升。

■血制品行业短期承压，强化销售是破局关键：2016 年的山东疫苗事件、国务院 94 号文、以及陆续落地实施的“两票制”，使得大量小型经销商被淘汰出局，血制品黑市几乎消失。在此背景下，各厂商的产品集中涌向主流渠道，造成“交通拥堵”，而血制品厂商由于多年供需缺口的存在，已经习惯了相对强势的市场地位，销售能力有所退化，原先所依赖的中小渠道商的缺位对产品的销售造成了较大的负面影响。强化自身销售体系是当前血制品公司亟待解决的问题。报告期内，公司已加大力度优化营销网络，扩大营销队伍：一方面加强市场开拓，构建专业的多层次经销商体系，优化营销渠道；一方面通过学术服务和推广的形式，提升产品服务水平。在此背景下，上半年，公司应收账款及存货均出现较大幅度的上升，销售费用同比增长 164.77%，虽然短期对业绩有所影响，但我们认为，这是公司自营销售力量从无到有、由弱至强所必须经历的阵痛期，是公司取得销售转型先发优势的良好开端。

■与大股东共同成立并购基金收购丹霞生物，血浆调拨有望助力公司快速实现收益：上半年，公司与控股股东高特佳集团等其他方共同投资的前海优享并购基金收购广东丹霞生物 99.00% 的股权。丹霞生物在采浆大省广东拥有 25 个采浆点，是国内采浆潜力最大的血制品公司之一，预计 2017/18 年采浆量分别为 300/420 吨。目前，丹霞生物被广东省食品药品监督管理局收回《药品 GMP 证书》而暂停生产，但并不影响其正常采浆。公司将通过采购血浆及组分的形式，对丹霞的血浆原料加以利用，根据公告，公司 24 个月内拟采购调拨不超过 100 吨原料血浆、不超过 180 吨原料血浆的静丙组分以及不超过 400 吨原料血浆的纤原组分。据我们推算，调拨获批后，该部分血浆及组分有

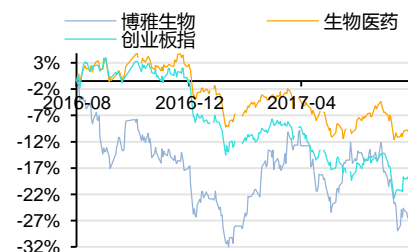
投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价：**48.00 元**
股价 (2017-08-07) **35.85 元**

交易数据

总市值 (百万元)	14,378.62
流通市值 (百万元)	11,693.24
总股本 (百万股)	401.08
流通股本 (百万股)	326.17
12 个月价格区间	34.56/72.62 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.9	-1.98	-8.46
绝对收益	-10.51	-6.7	-26.32

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn

010-83321076

相关报告

博雅生物：丹霞血浆与组分调拨纳入预期，八因子有望年底获批驱动业绩持续高增长/崔文亮	2017-06-09
博雅生物：拟向丹霞生物采购调拨血浆及组分，一旦获批有望增厚公司利润/崔文亮	2017-05-22
博雅生物：定增预案公布，公司进一步扩大血制品产能/周小刚	2017-04-17
博雅生物：血制品行业的小白马/徐嘉辰	2016-08-05

望在连续两年时间里合计贡献净利润不低于 1.4 亿元，使公司业绩显著增厚。

■**投资建议：**若将公司向丹霞生物采购及调拨血浆纳入预期，我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 33.10%、52.43%、20.25%；EPS 分别为 0.86/1.20/1.53 元，相对当前股价，PE 分别为 42/30/24X。维持买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 48.00 元。

■**风险提示：**采购及调拨血浆未获 CFDA 批准；白蛋白降价风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	543.2	946.6	1,259.9	1,920.6	2,309.5
净利润	151.8	272.0	345.8	482.2	612.6
每股收益(元)	0.38	0.68	0.86	1.20	1.53
每股净资产(元)	4.67	5.22	6.08	7.28	8.81

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	94.7	52.9	41.6	29.8	23.5
市净率(倍)	7.7	6.9	5.9	4.9	4.1
净利润率	27.9%	28.7%	27.4%	25.1%	26.5%
净资产收益率	8.8%	13.0%	14.0%	16.3%	17.2%
股息收益率	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	28.6%	22.1%	20.8%	28.0%	28.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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	1,259.9	1,920.6	2,309.5	成长性					
减:营业成本	194.9	349.9	483.7	863.6	1,020.8	营业收入增长率	24.1%	74.3%	33.1%	52.4%	20.2%
营业税费	4.2	10.7	11.8	18.2	23.2	营业利润增长率	48.6%	69.4%	23.2%	42.1%	26.1%
销售费用	75.5	113.2	163.8	226.6	267.9	净利润增长率	45.7%	79.2%	27.1%	39.4%	27.0%
管理费用	106.8	156.3	207.9	253.5	297.9	EBITDA 增长率	47.6%	67.4%	21.9%	38.5%	23.6%
财务费用	-7.1	-9.9	-9.2	-12.1	-19.8	EBIT 增长率	55.8%	70.5%	24.2%	42.4%	25.2%
资产减值损失	-0.3	1.7	0.6	0.4	0.4	NOPLAT 增长率	55.4%	70.6%	24.5%	42.4%	25.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	120.8%	32.0%	5.9%	24.9%	-7.4%
投资和汇兑收益	23.1	1.0	-	-	-	净资产增长率	106.5%	11.7%	16.3%	19.5%	20.8%
营业利润	192.3	325.7	401.3	570.4	719.0	利润率					
加:营业外净收支	5.3	2.5	8.5	1.1	7.0	毛利率	64.1%	63.0%	61.6%	55.0%	55.8%
利润总额	197.6	328.2	409.8	571.5	726.0	营业利润率	35.4%	34.4%	31.9%	29.7%	31.1%
减:所得税	30.5	50.6	62.3	86.9	110.3	净利润率	27.9%	28.7%	27.4%	25.1%	26.5%
净利润	151.8	272.0	345.8	482.2	612.6	EBITDA/营业收入	39.6%	38.0%	34.8%	31.7%	32.5%
						EBIT/营业收入	34.1%	33.4%	31.1%	29.1%	30.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	161	124	92	56	43
货币资金	698.4	422.1	594.7	806.6	1,428.5	流动营业资本周转天数	108	94	108	117	116
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	556	397	355	354	390
应收账款	92.8	112.9	307.1	333.1	436.7	应收帐款周转天数	48	39	60	60	60
应收票据	27.1	109.8	51.3	190.6	116.1	存货周转天数	113	96	107	128	121
预付帐款	3.8	2.7	10.7	9.3	14.3	总资产周转天数	1,062	876	768	633	623
存货	214.4	288.7	460.3	904.1	649.6	投资资本周转天数	583	534	470	356	317
其他流动资产	38.0	74.4	53.0	55.1	60.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.8%	13.0%	14.0%	16.3%	17.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	11.5%	11.7%	12.8%	14.6%
长期股权投资	34.3	84.4	130.4	179.4	230.4	ROIC	28.6%	22.1%	20.8%	28.0%	28.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	321.8	331.7	310.2	286.3	260.0	销售费用率	13.9%	12.0%	13.0%	11.8%	11.6%
在建工程	110.8	247.9	277.9	307.9	337.9	管理费用率	19.7%	16.5%	16.5%	13.2%	12.9%
无形资产	104.8	112.3	117.0	121.3	125.1	财务费用率	-1.3%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	32.2%	27.4%	28.8%	24.4%	23.6%
资产总额	2,188.2	2,419.5	2,958.1	3,792.6	4,206.9	偿债能力					
短期债务	23.0	-	-	117.5	-	资产负债率	12.8%	11.9%	16.2%	21.8%	14.9%
应付帐款	163.2	138.4	323.0	508.1	437.3	负债权益比	14.7%	13.5%	19.3%	27.9%	17.5%
应付票据	1.2	2.1	3.7	5.2	5.6	流动比率	4.41	4.05	3.19	2.94	4.42
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	3.53	2.89	2.19	1.79	3.36
长期借款	22.1	22.1	-	32.4	-	利息保障倍数	-26.19	-31.94	-42.76	-46.28	-35.36
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	280.1	287.3	478.4	828.3	626.9	DPS(元)	0.13	0.07	-	-	-
少数股东权益	33.3	38.8	40.5	42.9	46.0	分红比率	35.2%	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	267.4	267.4	401.1	401.1	401.1	股息收益率	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,607.4	1,826.0	2,038.1	2,520.3	3,132.8						
股东权益	1,908.1	2,132.2	2,479.7	2,964.3	3,580.0						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	167.0	277.6	345.8	482.2	612.6	EPS(元)	0.38	0.68	0.86	1.20	1.53
加:折旧和摊销	33.2	50.0	46.8	49.6	52.5	BVPS(元)	4.67	5.22	6.08	7.28	8.81
资产减值准备	-0.3	1.7	-	-	-	PE(X)	94.7	52.9	41.6	29.8	23.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.7	6.9	5.9	4.9	4.1
财务费用	1.1	0.3	-9.2	-12.1	-19.8	P/FCF	-30.9	-104.3	62.6	67.9	23.3
投资损失	-23.1	-1.0	-	-	-	P/S	26.5	15.2	11.4	7.5	6.2
少数股东损益	15.2	5.5	1.7	2.4	3.1	EV/EBITDA	45.3	40.5	31.1	22.3	17.0
营运资金的变动	6.9	-192.6	-139.6	-412.2	163.7	CAGR(%)	42.6%	30.4%	44.5%	42.6%	30.4%
经营活动产生现金流量	147.0	198.8	245.5	110.0	812.1	PEG	2.2	1.7	0.9	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	-283.7	-399.2	-60.0	-60.0	-60.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	488.7	-76.8	-13.0	162.0	-130.2	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034