

日期: 2012 年 02 月 24 日

行业: 医药制造



医药行业研究 胡清宸

021-53519888*1983

nancyhqc@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870512020001

国家战略性资源血液制品生产企业

IPO 询价区间 RMB 21.82-26.18
 首日定价区间 RMB 24.25-29.09

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 19.02
 发行后总股本 (百万股) 75.80
 发行方式 网下询价配售 20%
 网上定价发行 80%
 保荐机构 华泰联合

主要股东 (IPO 前)

高特佳投资集团 46.87%
 新兴生物科技 11.72%
 融华投资 11.70%
 盛阳投资 9.38%

收入结构 (Y11)

人血白蛋白 47.93%
 静丙 48.53%
 人纤维蛋白原 3.55%

报告编号: HQC12-NSP01

首次报告日期: 2012 年 2 月 24 日

投资要点

国家战略性资源血液制品生产企业

公司一直从事血液制品的研发、生产和销售,血液制品属于生物制品的细分行业,主要以健康人的血浆为原料,采用生物学工艺及分离纯化技术将其中有效组份分离出来而制备成各种生物活性制剂,包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子等三大类产品,血液制品有着其他药品不可替代的重要作用,属于国家战略性资源。公司的主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(静丙)和纤维蛋白原。

公司竞争优势突出

公司的竞争优势有:1)良好的浆源拓展能力;2)丰富的产品线;3)雄厚的技术实力。

上市 6 个月内的估值区间为 24.25-29.09 元

我们认为给予公司 12 年每股收益 24 倍市盈率这一稍高于可比公司平均的估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 24.25-29.09 元,相对于 2011 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 28.17-33.80 倍。

建议询价区间为 21.82-26.18 元

近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 38.34%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 3.82%,发行价对应折扣率为 3.68%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们建议选取 10% 的折扣率,对应的询价区间为 21.82-26.18 元,相对于 2011 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 25.35-30.42 倍。

数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 141.82 | 196.72 | 252.84 | 312.64 |
| 年增长率 | 18.46% | 38.71% | 28.52% | 23.65% |
| 归属于母公司的净利润 | 49.98 | 65.23 | 84.22 | 110.55 |
| 年增长率 | 58.76% | 30.53% | 29.11% | 31.26% |
| (发行后摊薄)每股收益 (元) | 0.66 | 0.86 | 1.11 | 1.46 |

注:有关指标按最新总股本为 75.8 百万股计算

一、行业背景

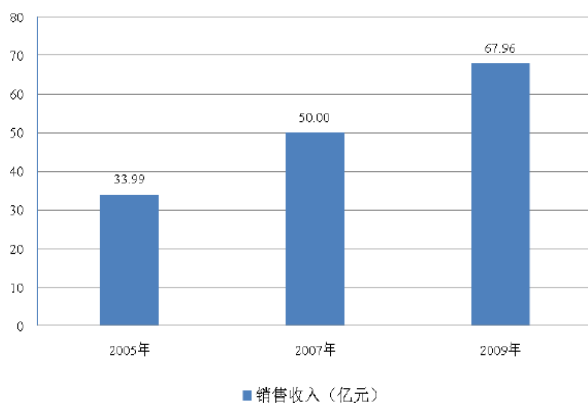
发行人所处行业及简况

公司一直从事血液制品的研发、生产和销售，血液制品属于生物制品的细分行业，主要以健康人的血浆为原料，采用生物学工艺及分离纯化技术将其中有效组份分离出来而制备成各种生物活性制剂，包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子等三大类产品。血液制品是在临床输血的基础上发展起来，较好地解决了全血不易运输和用量大、有效期短的问题，其在多种重大疾病的治疗和预防，医疗急救、重大灾害以及战伤抢救上，有着其他药品不可替代的重要作用，属于国家战略性资源。公司的主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（静丙）和纤维蛋白原。

行业增长前景

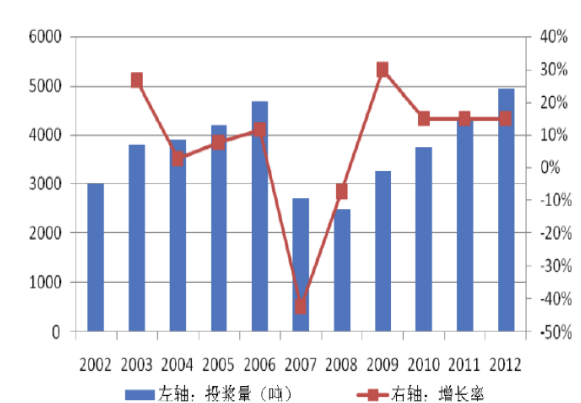
近年来，我国血液制品行业的销售收入总体保持较快增长趋势，受国家对血液制品行业进行整顿等因素的影响，2007 年行业增长速度有所下降，全行业实现销售收入 50.00 亿元，同比增长为 14.16%；2008 年和 2009 年全行业平稳增长，2009 年全行业实现销售收入 67.96 亿元。近年来我国血液制品行业销售收入变化情况如下图所示。

图 1 近年来我国血液制品行业销售收入变化情况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

图 2 2002-2012 年全国投浆量及估测情况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

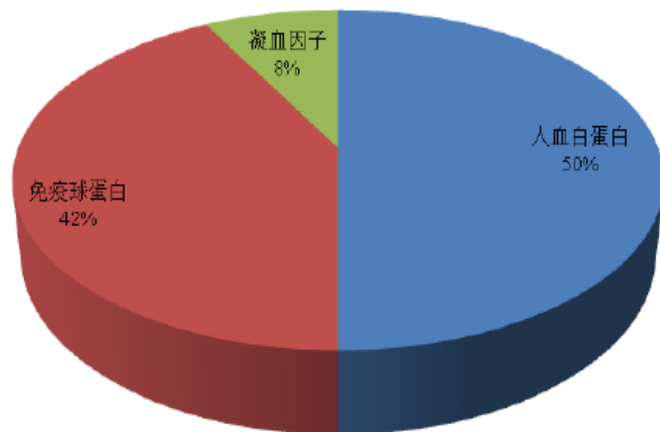
在投浆量方面，2006 年以前我国血液制品行业的投浆量保持较快增长趋势，当年投浆量达到历史高点 4,687 吨。由于受浆站转制以及卫生部要求浆站进行 GMP 认证等因素的影响，2007 年一大批浆站处于停产或半停产的整顿状态，导致当年血浆采集量大幅下降，同比下降幅度约为 40%。2008 年，一批经过规范的浆站开始投入使用，加上原有浆站采浆能力的恢复，采浆量同比增加了 20% 左右，

但由于受强制“检疫期”制度的影响，当年投浆量只有 2,500 吨左右。2009 年投浆量恢复增长，预计 2010-2012 年能保持 15% 左右的增长率，呈现持续增长趋势，预计到 2012 年恢复到 2006 年的水平，但市场上血液制品仍将处于供不应求的状态。随着我国经济的快速发展，血液制品消费的低基数、公众对血液制品认识的提升、人口老龄化程度的加剧、适用症的扩大以及产品安全性的提高等积极因素都将促使我国血液制品行业在未来较长的一段时间内保持快速增长态势。

国内市场消费结构

世界各国由于经济、科技等方面的实力不同，在血液制品的用药结构及水平上表现不同。目前，国际市场上凝血因子类产品已经进入用药主流，其次是免疫球蛋白和人血白蛋白；而在我国，人血白蛋白仍居于主导地位，其次才是免疫球蛋白和凝血因子类产品，近几年虽然已经发生明显变化，但与成熟市场的血液制品市场构成差别仍然很大。按产值比例计算，我国目前人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子所占的比例分别约为 50%、42% 和 8%。我国血液制品销售结构如图 3 所示。

图 3 国内市场血液制品销售结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

行业竞争结构及公司地位

自 2001 年起，为了规范血液制品行业的无序竞争，国家不再审批新的血液制品企业，大大提高了血液制品行业的行政进入壁垒。目前，我国共有血液制品生产企业 32 家，分布在全国 25 个省。目前我国血液制品生产企业有 32 家，正常生产的仅 20 余家，行业集中度不断提高。从生产经营规模和产品种类上分析，我国血液制品

生产企业的竞争概况如下：以中国生物、华兰生物、天坛生物、上海莱士和四川蜀阳等为代表的企业浆站数量多，投浆量大，产品线较为丰富；而以博雅生物等为代表的企业所拥有的浆站数量和产品线也比较多，并且部分企业在所在区域还拥有浆源垄断优势，在产品供不应求的大背景下，这类公司目前经营状况也比较好，发展进入良性循环；另外的十余家企业则产品线较为单一，浆站数量很少，目前经营状况一般，发展前景的不确定性相对较大。

根据国家规定，血液制品在销售前均需取得批签发合格证，因而批签发情况基本能代表血液制品的销售情况，2009 年公司主要产品的销售情况和当年全行业产品的批签发情况如表 1 所示。公司静注入免疫球蛋白和纤维蛋白原的市场占有率较高，在行业中具有一定的影响力。

表 1 2009 年公司产品的国内市场占有率情况

| 产 品 | 国内总签发量（万瓶） | 公司销售量（万瓶） | 占比 |
|----------|------------|-----------|--------|
| 人血白蛋白 | 1,088.61 | 18.82 | 1.73% |
| 静注人免疫球蛋白 | 374.92 | 22.43 | 5.98% |
| 人纤维蛋白原 | 5.33 | 0.73 | 13.70% |

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

公司的竞争优势如下：1）良好的浆源拓展能力。为鼓励血浆的综合利用，主管部门在审批新浆站时，一般将机会优先给予白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类产品齐全的公司，而目前我国三大类产品齐全的血液制品企业不到十家，发行人是其中之一；2）丰富的产品线。公司目前拥有白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子 3 大类 7 个品种 21 个规格的产品，公司能生产的产品品种数与华兰生物、四川蜀阳、上海莱士和天坛生物等公司一起处于行业领先水平；3）雄厚的技术实力。公司是江西省科学技术厅认定的高新技术企业，承担过国家火炬计划项目并圆满完成。2010 年 11 月，公司被认定为国家级高新技术企业。公司是目前国内较少的可从血浆中提取三大类血液制品的生产企业之一，血浆综合利用率较高。

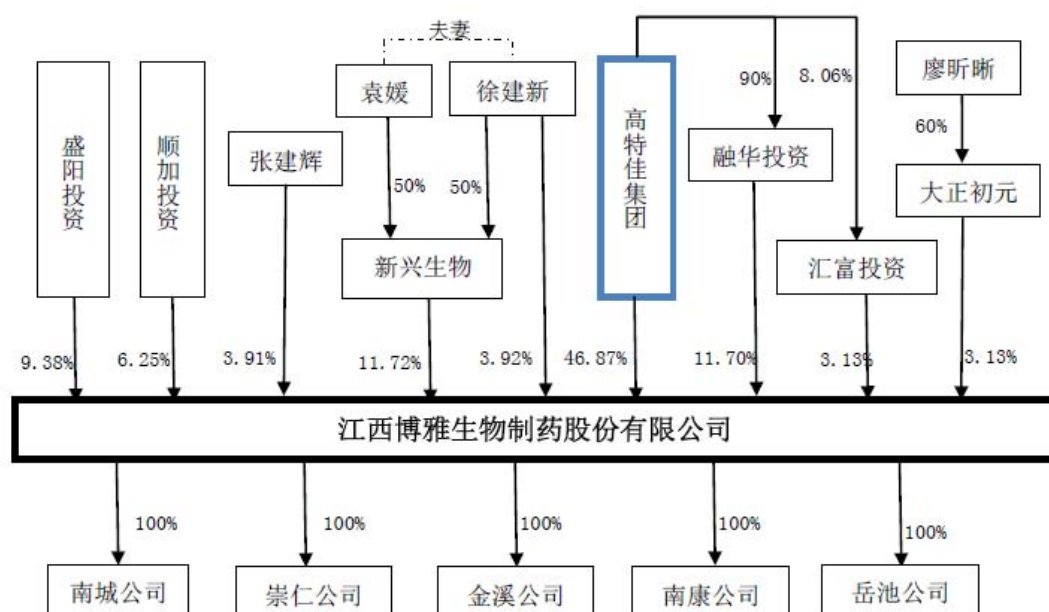
二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

江西博雅生物制药股份有限公司是由江西博雅生物制药有限公司以截至 2000 年 11 月 30 日经审计的净资产 4,435.9122 万元为基数，

按照 1:1 的比例折为 4,435.9122 万股,整体变更发起设立股份有限公司。高特佳集团为公司的控股股东,其直接持有公司 46.87% 的股权并通过融华投资间接持有公司 11.70% 的股权。然而,高特佳集团无控股股东、无实际控制人,因而公司无实际控制人。

图 4 发行人股东结构图



数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

公司主营业务为血液制品的研发、生产和销售,主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、纤维蛋白原等。最近三年,公司分别实现营业收入 11,972.34 万元、14,182.35 万元和 19,672.46 万元。报告期内公司营业收入主要来源于人血白蛋白和静注人免疫球蛋白的销售,2009-2011 年,人血白蛋白和静注人免疫球蛋白的销售分别占营业收入的比例为 99.40%、99.18%和 96.45%。

图 5 公司近年来收入及净利润增长

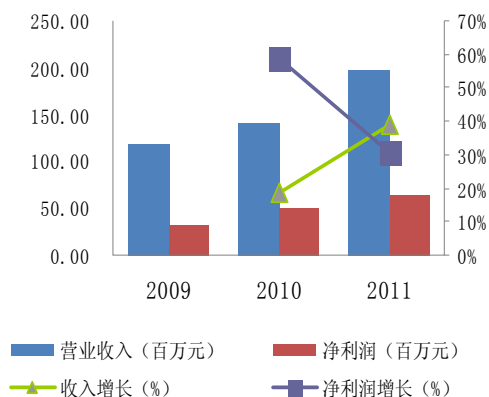
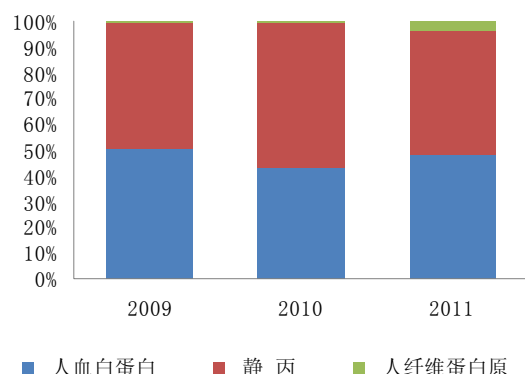


图 6 公司主营收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

募集资金投向

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 1,902.0311 万股，占发行后总股本的 25.09%。本次募集资金用于如下项目的建设：

表 2 募投项目投资概况

| 序号 | 项目名称 | 投资额 (万元) | 预计建设期 |
|----|--------------------------|----------|-------|
| 1 | 单采血浆站新建及改造项目 | 3,610.27 | 1 年 |
| 2 | 乙肝人免疫球蛋白等系列特异性免疫球蛋白产业化项目 | 8,750.79 | 1 年 |
| 3 | 血液制品研发中心及中试车间改建项目 | 3,753.63 | 1.5 年 |
| 4 | 其他与主营业务相关的营运资金 | - | - |

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

单采血浆站新建及改造项目

岳池公司前五年的采浆量分别可达到 9.72 吨、20.13 吨、29.24 吨、36.20 吨和 42.28 吨，从第六年开始，考虑到浆站供血浆者会由于年龄等原因逐步淘汰，预计年采浆量将能维持在 45 吨左右，采浆前景十分看好。考虑到原料血浆采集量的增加有一个较为缓慢的上升过程，本项目假设新设浆站在完工后第六年采浆量能达到设定的目标采浆量 45 吨，并以浆站建成以后采集原料血浆并投料生产的血液制品的效益作为项目效益测算的依据。岳池公司建成以后，将年均为公司增加销售收入 5,046.42 万元，增加税后利润 902.23 万元，项目效益良好。

乙肝人免疫球蛋白等系列特异性免疫球蛋白产业化项目

项目建设期为1年，考虑到免疫血浆采集量的提升需要一个较长的周期，故谨慎估计投产当年达到设计生产能力的36%，第二、三、四年分别达到产能的43%、57%和79%，第五年完全达产。项目完全达产后，将年处理乙肝免疫血浆70.9吨，每年生产乙型肝炎人免疫球蛋白98万瓶。项目实施后，能年均产生销售收入9,690.00万元，年均为公司增加税后利润3,966.30万元，税后内部收益率达到41.99%，投资回收期（静态）为4.28年，投资利润率达到53.32%，项目具有较强的盈利能力。

血液制品研发中心及中试车间改建项目

本项目研发中试的新产品主要为凝血因子VIII（AHG）、凝血酶原复合物（PCC）、人纤维蛋白胶（FS）、破伤风人免疫球蛋白（HTIG）、手足口病人免疫球蛋白及重组因子类产品等。

三、财务状况和盈利预测

综合毛利率稳定，同行业内领先

报告期内，公司综合毛利率分别为68.10%、70.58%和64.06%，主要为人血白蛋白和静注人免疫球蛋白两大系列产品的贡献，纤维蛋白原虽贡献相对较少，2011年起已成为公司新的利润增长点。其中，静注人免疫球蛋白的毛利率2009年、2010年和2011年分别为71.91%、76.95%和69.24%，静注人免疫球蛋白成本上升的原因主要为血浆成本的上升。

主营业务收入和利润快速增长

最近三年，公司分别实现营业收入11,972.34万元、14,182.35万元和19,672.46万元，2010年和2011年分别比上年增长18.46%和38.71%，2009-2011年，公司归属于母公司所有者的净利润分别为3,147.86万元、4,997.65万元和6,523.41万元，2010年和2011年分别比上一年度上升58.76%和30.53%，呈快速增长态势。报告期内，公司主要利润来源于公司主营业务，即人血白蛋白和静注人免疫球蛋白的销售。

主要资产周转能力指标良好

2009年、2010年和2011年，公司应收账款周转率分别为16.24、13.26和28.44，处于较高水平，公司货款回收情况良好。公司管理层经营政策稳健，仅对部分主要客户给予一定的信用额度和

信用期限，其信用政策一般为“前清后欠”，即公司发货前客户需清偿前一批次货款，信用期限为1个月左右，与应收账款周转天数基本匹配。公司一直实行并将继续实行稳健的财务政策，加强应收账款的催收管理。2009年、2010年和2011年，公司存货周转率分别为0.74、0.65和0.86，总体呈上升趋势。其中，2010年较2009年略有下降，主要原因系2010年公司采浆量和投浆量大，存货有所增加所致。

盈利预测及主要假设

1) 预计单采血浆站新建及改造项目2011年年底投产，乙肝人免疫球蛋白等系列特异性免疫球蛋白产业化项目2012年年中投产；

2) 预计各血液制品价格保持稳定，因此毛利率也相对稳定，随着采浆成本的上升略有下降。

基于以上假设，我们预计2012-2014年归母公司的净利润将实现年递增29.11%、31.26%和20.43%，相应的稀释后每股收益为1.11元、1.46元和1.76元。

四、风险因素

产品安全性导致的潜在风险

公司生产的血液制品是从人血浆中提取分离出来的，虽然对原料血浆进行了相关病原体的筛查，并在生产工艺中加入了去除和灭活病毒的措施，但理论上仍存在传播某些已知和未知病原体的潜在风险。如果公司生产的产品在临床应用过程中出现血源性疾病传播等重大医疗事故，将可能存在导致公司停业整顿甚至倒闭的风险。

产品价格变动风险

公司主导产品人血白蛋白、静注人免疫球蛋白和人纤维蛋白原等产品目前均已被列入国家基本医疗保险药品目录，目前，人血白蛋白由国家发改委制定最高零售定价，各省市和企业根据国家最高零售价以下根据企业的情况浮动，根据国家发改委2007年9月发布的《国家发展改革委关于公布人血白蛋白临时最高零售价格的通知》，目前人血白蛋白（10g）最高零售价格核定为360元/瓶。报告期内公司人血白蛋白的销售价格在320元/瓶左右，基本接近于国家规定的最高零售价格，未来随着产品供应的增长，市场竞争可能加剧，另外国家价格政策也存在调整的可能，因而人血白蛋白存在价格变动的风险。

静注人免疫球蛋白目前国家尚未统一定价，各省市价格主管部

门一般规定了最高零售价格（目前基本为 600 元/瓶左右），其销售价格暂由生产经营单位根据现行市场情况等自行制定价格，但其已列入 2010 年 3 月国家发改委调整发布的《国家发展改革委定价药品目录》，预计国家发改委会适时制定公布最高零售价格。报告期内公司静注人免疫球蛋白的销售价格保持较快增长趋势，2010 年平均销售价格为 421.77 元/瓶，价格处于较高水平，若未来出现国家强制下调静注人免疫球蛋白最高零售价格等情况，将可能导致公司产品利润水平下降。

人纤维蛋白原的销售价格目前在实际执行中由血液制品生产企业自主定价，并报各省级发展改革委备案，但其也已列入 2010 年 3 月国家发改委调整发布的《国家发展改革委定价药品目录》，预计国家发改委会适时制定公布最高零售价格。报告期内公司人纤维蛋白原销售价格基本稳定，2010 年平均销售价格为 108.49 元/瓶，价格相对较低并且产品供不应求，销售价格仍然存在上升的空间，但仍然存在价格管制的风险。

国家政策风险

血液制品行业是国家重点扶持的产业之一，但由于其可能导致血源性疾病传播等特殊性质，国家对行业的监管程度也比较高，包括产品销售价格、产品质量、生产标准、行业准入等。若国家有关行业监管政策发生变化，将可能对整个行业竞争态势带来新的变化，从而可能对公司生产经营带来不利影响。另外，血液制品也属于高风险产品，近年来国家出台了一系列监管政策，如严格的浆站设立审批和浆站管理制度、原料血浆检疫制度、药品质量授权人制度、产品批签发制度等，从原料血浆采集到血液制品生产销售各个环节不断加强行业监管。行业监管的不断加强有利于进一步保障血液制品的质量，但同时也相应增加了公司经营成本。未来国家行业监管政策的变化还可能进一步提高公司经营成本，影响公司的盈利水平。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2010 年业绩和 2011、2012 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 28.76 倍、23.26 倍，最近上市的创业板医药公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 34.43 倍、24.69 倍。由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 3 同行业上市公司估值比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 | EPS | | | PE | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E |
| 上海莱士 | 002252 | 24.28 | 0.68 | 0.76 | 0.91 | 35.60 | 32.12 | 26.58 |
| 华兰生物 | 002007 | 24.93 | 1.06 | 0.77 | 0.99 | 23.46 | 32.34 | 25.16 |
| 天坛生物 | 600161 | 15.15 | 0.34 | 0.48 | 0.54 | 44.64 | 31.26 | 28.10 |
| 晨光生物 | 300138 | 24.89 | 0.71 | 0.92 | 1.33 | 35.18 | 26.93 | 18.78 |
| 科华生物 | 002022 | 10.69 | 0.46 | 0.51 | 0.60 | 23.36 | 21.15 | 17.70 |
| 行业平均 | | | | | | 32.45 | 28.76 | 23.26 |

数据来源：Wind，上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

公司的竞争优势如下：1）良好的浆源拓展能力；2）丰富的产品线；3）雄厚的技术实力。我们认为给予公司 12 年每股收益 24 倍市盈率这一稍高于可比公司平均的估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 24.25-29.09 元，相对于 2011 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 28.17-33.80 倍。近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 38.34%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 3.82%，发行价对应折扣率为 3.68%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们建议选取 10% 的折扣率，对应的询价区间为 21.82-26.18 元，相对于 2011 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 25.35-30.42 倍。

附表 1 博雅生物损益简表及预测（单位：百万元人民币）

| 指标名称 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 一、营业总收入 | 141.82 | 196.72 | 252.84 | 312.64 | 380.26 |
| 二、营业总成本 | 88.28 | 125.08 | 153.75 | 182.57 | 223.63 |
| 营业成本 | 41.73 | 70.69 | 73.45 | 83.24 | 102.75 |
| 营业税金及附加 | 1.03 | 1.50 | 1.92 | 2.42 | 2.99 |
| 销售费用 | 5.74 | 6.55 | 10.11 | 12.51 | 15.21 |
| 管理费用 | 35.02 | 43.34 | 65.74 | 81.29 | 98.87 |
| 财务费用 | 5.07 | 3.13 | 2.53 | 3.13 | 3.80 |
| 三、其他经营收益 | | | | | |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 汇兑净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 四、营业利润 | 53.58 | 71.64 | 99.08 | 130.06 | 156.63 |
| 加：营业外收入 | 7.64 | 5.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 减：营业外支出 | 1.94 | 0.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 五、利润总额 | 59.28 | 76.83 | 99.08 | 130.06 | 156.63 |
| 减：所得税 | 9.30 | 11.60 | 14.86 | 19.51 | 23.49 |
| 加：未确认的投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 六、净利润 | 49.98 | 65.23 | 84.22 | 110.55 | 133.14 |
| 减：少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 49.98 | 65.23 | 84.22 | 110.55 | 133.14 |
| 七、摊薄每股收益(元) | 0.66 | 0.86 | 1.11 | 1.46 | 1.76 |

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

| 分业务主营收入测算 (万元) | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 人血白蛋白 | 6,121.00 | 9428.17 | 7540.93 | 9816.85 | 13009.08 |
| 产量(万瓶) | 25.19 | 26.18 | 34.86 | 32.72 | 43.36 |
| 设计产能(万瓶) | 126.00 | 126.00 | 126.00 | 126.00 | 126.00 |
| 产能利用率 | 19.99% | 20.78% | 27.67% | 25.97% | 34.42% |
| 销量(万瓶) | 19.15 | 32.41 | 25.14 | 32.72 | 43.36 |
| 产销率 | 76.02% | 123.80% | 72.11% | 100.00% | 100.00% |
| 平均价格 | 319.63 | 290.90 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 静丙 | 7,944.58 | 9546.13 | 12483.93 | 11740.87 | 13114.17 |
| 产量(万瓶) | 20.63 | 18.57 | 28.37 | 26.68 | 29.80 |
| 设计产能(万瓶) | 99.00 | 99.00 | 99.00 | 99.00 | 99.00 |
| 产能利用率 | 20.84% | 18.76% | 28.66% | 26.95% | 30.11% |
| 销量(万瓶) | 18.84 | 22.04 | 28.37 | 26.68 | 29.80 |
| 产销率 | 91.32% | 118.69% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

| | | | | | |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 平均价格 | 421.69 | 433.13 | 440.00 | 440.00 | 440.00 |
| 人纤维蛋白原 | 116.77 | 698.16 | 2083.50 | 3125.25 | 4062.83 |
| 产量(万瓶) | 1.11 | 4.07 | 13.89 | 20.84 | 27.09 |
| 销量(万瓶) | 1.08 | 4.63 | 13.89 | 20.84 | 27.09 |
| 产销率 | 97.30% | 113.76% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 平均价格 | 108.12 | 150.79 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| 乙肝人免疫球蛋白 | | | 3175.20 | 6580.70 | 7840.00 |
| 销量(万瓶) | | | 17.64 | 38.71 | 49.00 |
| 平均价格 | | | 180.00 | 170.00 | 160.00 |
| 合计 | 14,182.35 | 19,672.46 | 25,283.56 | 31,263.67 | 38,026.08 |

| 分业务增速 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 人血白蛋白 | 1.37% | 54.03% | -20.02% | 30.18% | 32.52% |
| 静丙 | 35.53% | 20.16% | 30.77% | -5.95% | 11.70% |
| 人纤维蛋白原 | 61.51% | 497.89% | 200.00% | 50.00% | 30.00% |
| 乙肝人免疫球蛋白 | | | | 107.25% | 19.14% |

| 分业务主营成本 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 人血白蛋白 | 2310.07 | 3925.89 | 3016.37 | 3926.74 | 5203.63 |
| 静丙 | 1831.23 | 2936.39 | 3745.18 | 3522.26 | 3934.25 |
| 人纤维蛋白原 | 31.35 | 207.21 | 583.38 | 875.07 | 1137.59 |
| 合计 | 4172.64 | 7069.49 | 7344.93 | 8324.07 | 10275.47 |

| 毛利率 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 人血白蛋白 | 62.26% | 58.36% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 静丙 | 76.95% | 69.24% | 70.00% | 70.00% | 70.00% |
| 人纤维蛋白原 | 73.15% | 70.32% | 72.00% | 72.00% | 72.00% |

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡清宸

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定 义 |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | Superperform | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | Outperform | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | In-Line | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | Underperform | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定 义 |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | Attractive | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | Neutral | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎 | Cautious | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。