

博雅生物 (300294): 精耕细作，厚积薄发

行业分类: 医药

2012. 02. 28

研究员: 张绍坤
 (执业证书编号: S0640511010008)
 联系人: 习志学, 沈文文
 电话: 0755-83520492、83688575
 Email: diaozhixue@163.com

主要财务数据及预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	196.72	249.11	310.49	407.37
营业收入增长率 (%)	38.71	26.63	24.64	31.20
净利润 (百万元)	65.23	83.21	104.90	130.46
净利润增长率 (%)	30.53	27.56	26.06	24.37
综合毛利率 (%)	64.06	65.30	64.13	62.55
摊薄每股收益 (元)	0.86	1.10	1.38	1.72

股票价格

合理价格区间	22-27.5 元
网下发行数量	379 万股
网上发行数量	1523 万股

9

股本结构

发行前总股本 (万股)	5678
本次发行股本 (万股)	1902
发行后总股本 (万股)	7580

重要日期

网下申购日	2012 年 02 月 29 日
网上申购日	2012 年 02 月 29 日

报告要点:

◆ 公司概况

博雅生物是一家经营血液制品的企业, 其主要业务集中于血液制品的研发、生产和销售。公司的主导产品包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类, 共计 7 个品种, 多数产品被列入国家基本医疗保险药品目录。

◆ 公司竞争优势

- 行业政策壁垒高。血液制品主要来源于健康人群的血浆, 通常采用生物工艺或分离纯化的技术获得, 主要应用于重大血液相关疾病、免疫相关疾病及部分传染性疾病的预防和治疗, 因此保证血液来源及相关产品的安全就显得十分重要, 国家对血制品行业的经营控制较为严格, 行业进入的政策壁垒较高。
- 血浆来源相对稳定。公司现有 4 个能够稳定供给血浆的血站, 今年还会新增一个血站, 未来血站数量也有逐步增加的趋势, 保证了公司的血浆来源。
- 产品线相对丰富。公司现有 7 个产品, 产品数量在行业内居于中等偏上的位置, 具备一定的优势。

◆ 募集资金投向

公司本次募集资金拟投资于单采血浆站新建及改造项目、乙肝人免疫球蛋白等系列特异性球蛋白产业化项目和血液制品研发中心及中试车间改建项目及其他与主营业务相关的项目。预计项目完成后, 公司单采血浆站的数目和产品数量都有所增加, 公司的盈利能力会进一步的增强。

◆ 估值建议

我们预计公司 12-14 年的 EPS (摊薄后) 分别为 1.10 元、1.38 元和 1.72 元, 当前公司处于较快发展阶段, 结合医药行业整体的市盈率考虑, 我们认为公司合理的价格区间为 22-27.5 元, 对应 2012、2013 和 2014 年的估值区间为 20-25 倍、15.94-19.93 倍和 12.79-15.99 倍。

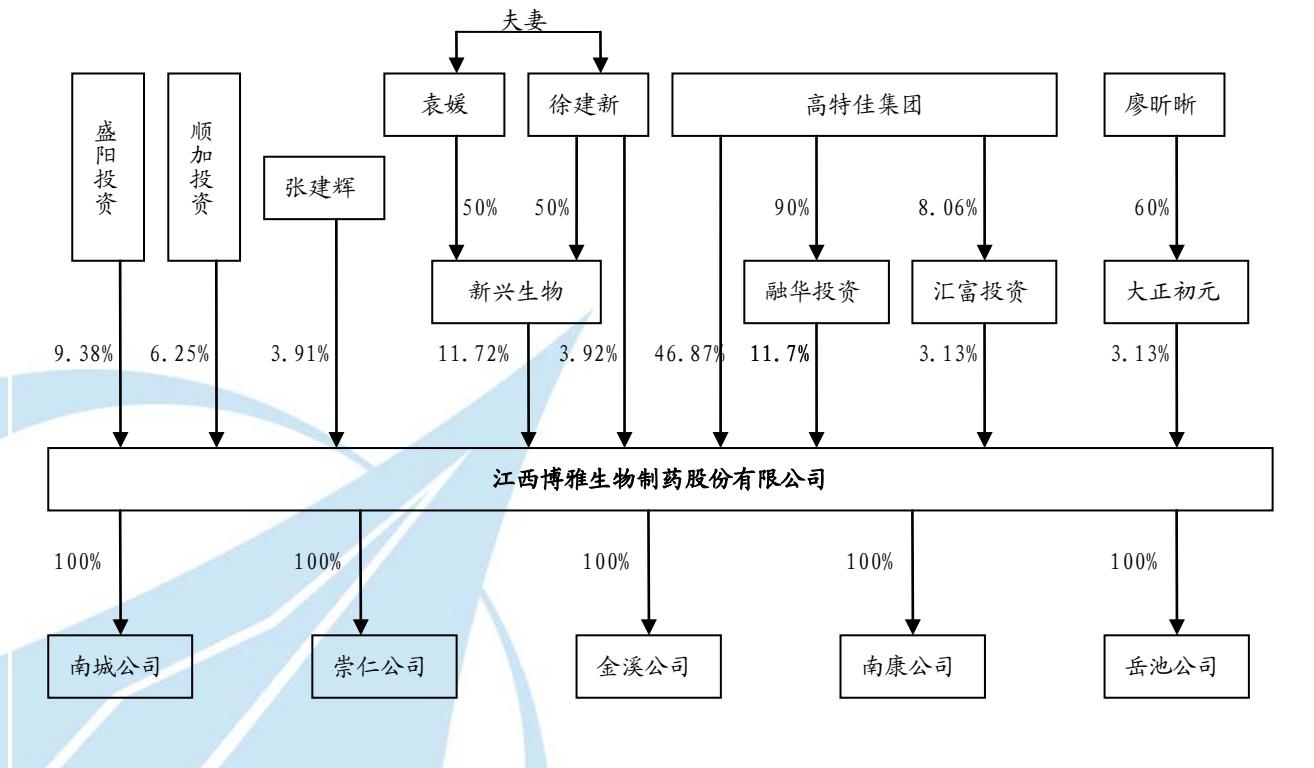
◆ 主要不确定性因素

血浆建设进度低于预期; 产品安全性风险; 产品价格调控的风险

一、公司概况

博雅生物是一家从事血液制品的研发、生产和销售的企业，公司是国内最早通过GMP认证的几家血液制品企业之一，现有的产品包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类，共计7个品种、21种规格。公司的控股股东为深圳市高特佳投资集团有限公司，本次发行前，高特佳集团通过直接和间接的方式合计持有公司33,261,385股，占本次发行前公司股份总数的58.57%。公司本次拟公开发行1,902.0311万股，占发行后总股本25.09%，发行后公司的总股本为7,580.0000万股，公司的控股股东在发行前后不会发生变化。

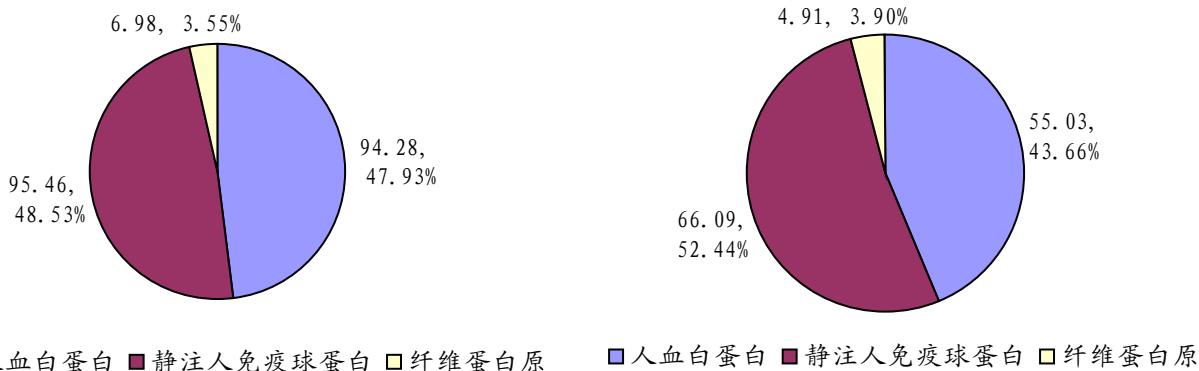
图表 1：公司公开发行前的股权结构



数据来源：公司招股说明书，中航证券金融研究所

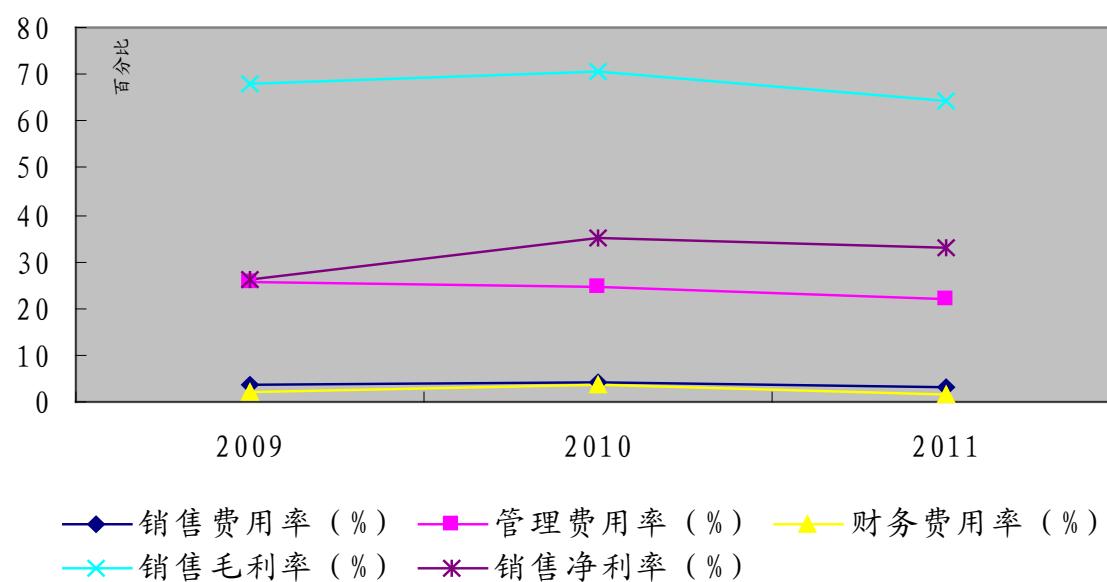
二、公司的竞争优势

博雅生物作为一家民营医药企业，主要从事血液制品的研发、生产和销售，其最早于1998年就通过了卫生部中国药品GMP认证。血液制品属于生物制品，主要来源于健康人群的血浆，通常采用生物工艺或分离纯化的技术获得，主要应用于重大血液相关疾病、免疫相关疾病及部分传染性疾病的预防和治疗。血液制品行业事关重大、其生产安全要求较高，所以政府在血液制品行业相关的政策的制定上也十分谨慎，整个行业大致处于控制经营的状态，行业进入门槛较高，尽管国内现有的血液制品企业有33家左右，但经过多次洗牌，血液制品业务主要集中于前几家企业，行业大体上处于垄断竞争状态。经过十几年的经营发展，公司在生产经营的各个环节的技术已经十分成熟，现有的产品线也十分稳定，居于行业的中上游，公司的产品主要包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类，共计7个品种，预计随着公司研发实力的增强及未来血液制品消费格局的变化，预计公司的产品结构会得到进一步的丰富。

图表 2: 2011 上半年公司的营业收入构成 (百万元) **图表 3: 2011 上半年公司的毛利润构成 (百万元)**


数据来源：中航证券金融研究所，wind

数据来源：中航证券金融研究所，wind

图表 4: 公司各项费用比率


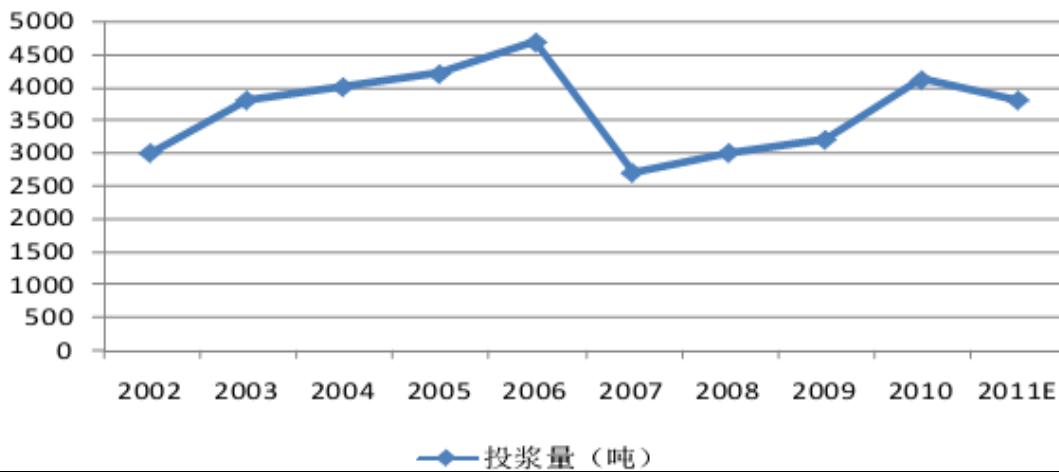
数据来源：中航证券金融研究所，wind

行业政策壁垒高。 血液制品主要来源于健康人群的血浆，通常采用生物工艺或分离纯化的技术获得，主要应用于重大血液相关疾病、免疫相关疾病及部分传染性疾病的预防和治疗，因此保证血液来源及相关产品的安全就显得十分重要，国家对血液制品行业的经营控制较为严格。国外血液制品行业的经营状态大体上与中国相同，行业监管同样严格，血液制品生产企业的数量很少，基本上处于寡头垄断状态。

行业政策通过对血液制品产业的上下游的规范管理，引领着行业的发展，包括血制品的进出口政策、单采血站设立、单采血站的转制经营、检疫期的制定、血液制品的批签发制度等。结合上述的行业政策分析表明：现阶段，我国对血液制品的进口及外商投资实行严格管制，仅允许进口限定国家的人血白蛋白、重组人凝血因子VIII及注射用重组人凝血因子VIIa，同时，将血液制品的生产列入限制外商投资的产业。

综上所述，我国的血液制品行业属于一个相对封闭的高壁垒行业，相关企业在很长一段时间内，享受着政策的红利。卫生部统计数据显示，全国医疗市场对上游血浆原料的年需求为 8000 吨左右，2010 年全国采浆量仅为 4180 吨，相当于需求量的 50% 左右，2011 年部分血站的关闭更会加剧这一供需不平衡的状态，血液制品供不应求的局面在短期内很难扭转。

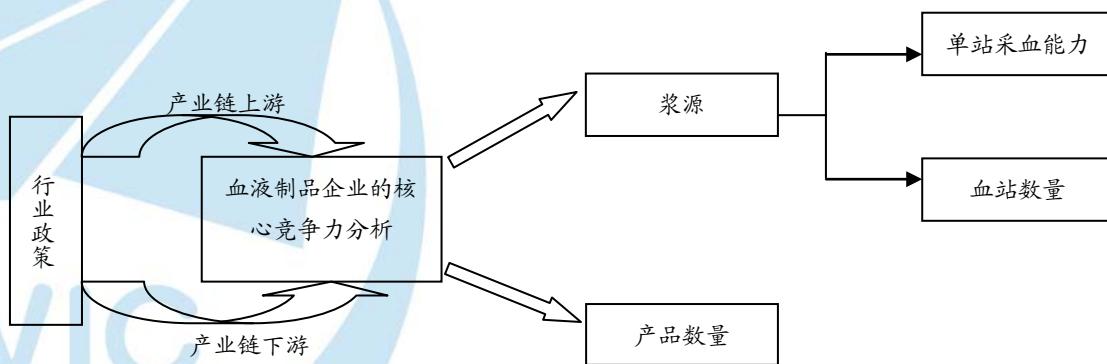
图表 5：我国血液制品行业历年投浆量变动情况

我国血液制品行业投浆量变动情况


数据来源：中航证券金融研究所,

血浆来源相对稳定。公司现有4个能够稳定供给血浆的血站，岳池血站建设完成后，公司能够稳定供给血浆的血站数量会达到5个。早在2006年之前，单采血浆站设立权仅局限于县卫生部，2006年3月，国家卫生部等九部委联合发布了《关于单采血浆站转制的工作方案》，单采血站设立的权利便转移到了合格的血液制品生产企业手中，卫生行政部门依法对单采血站的设立进行审批，对单采血站的生产经营进行监督管理，血站的经营处于半市场化状态。但为了保障血液制品的安全，单采血浆站的管理条例越来越严格，对新设浆站设定了严格的要求和条件，新建单采血浆站的难度很大。全国浆站数量约为144家左右。博雅生物是为数不多的具备设立单采血站条件的血液制品生产企业之一，目前公司在积极的拓展新设立单采血站的建设，在行业监管日趋严格的情况下，血制品供不应求的局面仍然会促使新的单采血站的设立成为可能，比如在人口密度比较大的四川设立新的单采血站。

图表 6：血液制品行业逻辑



数据来源：中航证券金融研究所

产品线相对丰富。公司现有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、冻干静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、乙肝人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白和人纤维蛋白原等共3大类7个品种21个规格产品，产品数量在行业内居于中等偏上的位置。公司在研产品的种类丰富，包括人凝血因子VIII、重组人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、破伤风人免疫球蛋白、手足口病人免疫球蛋白、脂联素、高密度脂蛋白等，大多数产品处于工艺研究阶段，若相关的产品能够顺利进行的话，未来公司的产品线会得到极大的丰富，跻身国内先进行列，产品种类的丰富也能极大的提升公司的盈利能力。

图表 7：血液制品行业概况

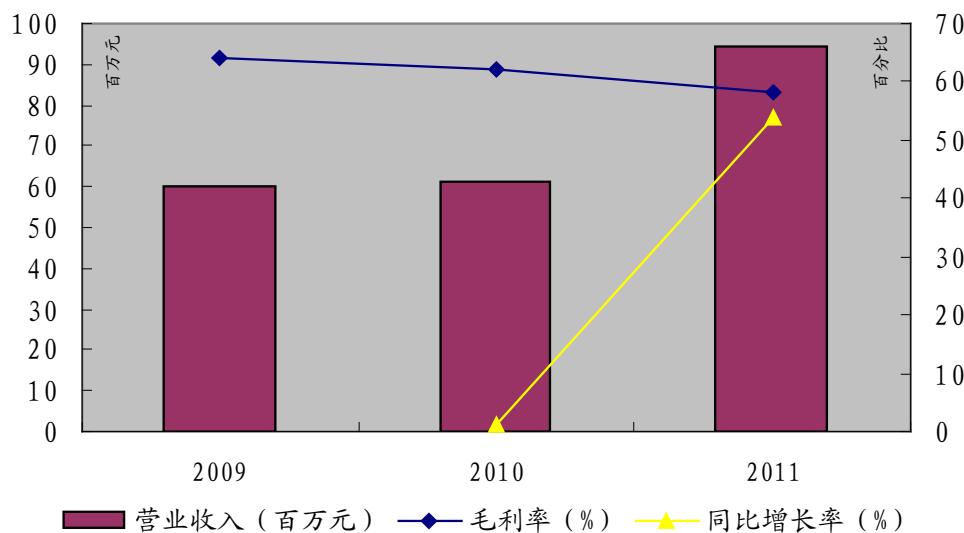
公司名称	血站数量	血液制品数量
中国生物	18	6种。人血白蛋白、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、
华兰生物	13	11种。人血白蛋白、人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、冻干人纤维蛋白胶、外用冻干人凝血酶、人纤维蛋白原
上海莱士	12	7种。人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、外用冻干人纤维蛋白粘合剂、冻干人凝血酶、人纤维蛋白原
天坛生物	12	9种。人血白蛋白、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、抗人T淋巴细胞免疫球蛋白、冻干人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、冻干人纤维蛋白原、破伤风人免疫球蛋白、
四川蜀阳	10	8种。人血白蛋白、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、静注乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白
博雅生物	5	7种。人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、冻干静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、乙肝人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白和人纤维蛋白原

数据来源：中航证券金融研究所

图表 8：公司产品概况

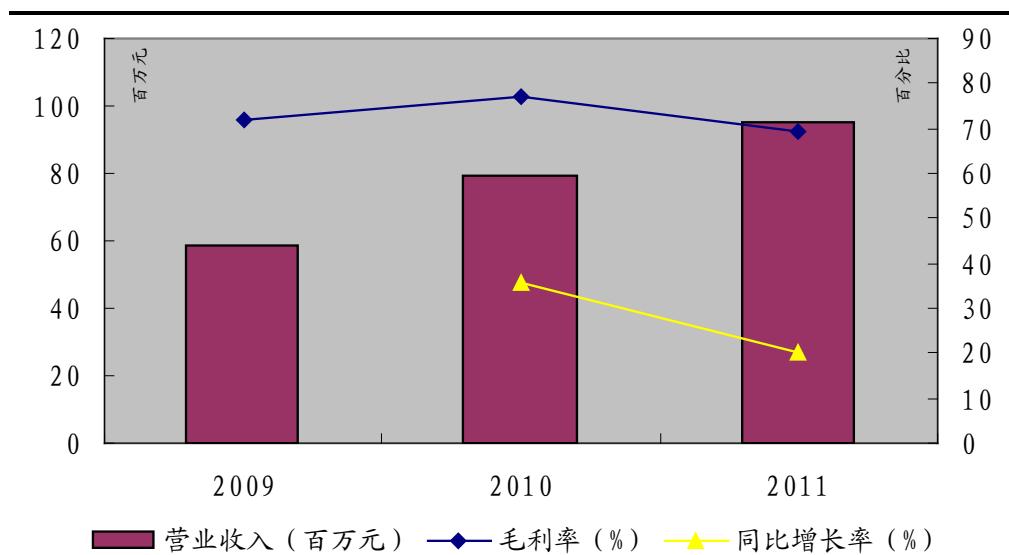
产品类别	产品品种	医保类型	剂型
白蛋白	人血白蛋白	乙类	注射
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	乙类	注射
	冻干静注人免疫球蛋白	乙类	注射
	人免疫球蛋白	乙类	注射
	乙肝人免疫球蛋白	-	注射
	狂犬病人免疫球蛋白	乙类	注射
凝血因子	人纤维蛋白原	乙类	注射

数据来源：招股说明书，中航证券金融研究所

图表 9：人血白蛋白的营收概况


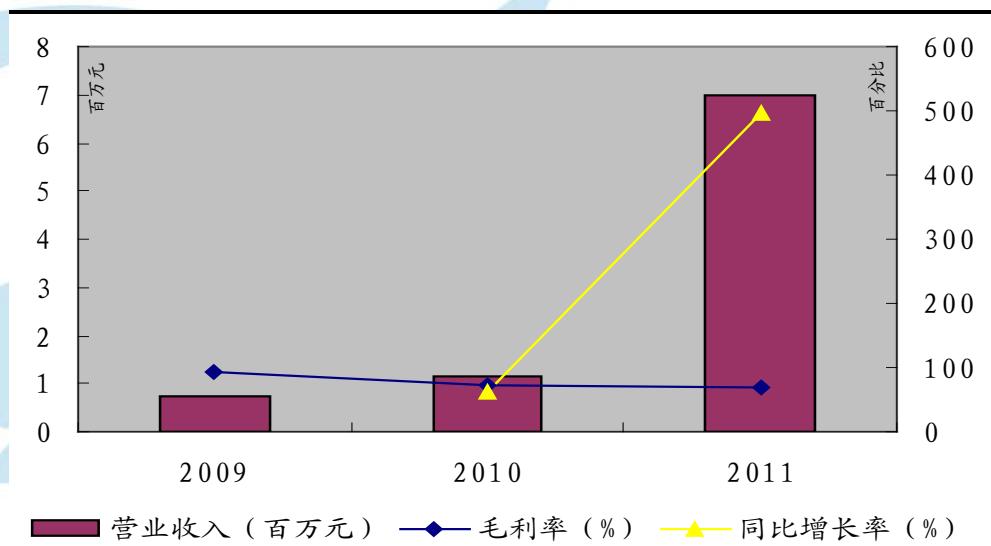
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 10: 静注人免疫血白蛋白的营收概况



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 11: 人纤维蛋白原的营收概况



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

通过对公司的产品进行分析可知，公司的人血白蛋白和人纤维蛋白原的销售收入保持着快速增长的势头，静注人免疫球蛋白增速平缓，公司各个产品的毛利率均呈现出下降的势头，这主要归因于血浆成本的上升以及劳动力成本的上升所致。血液制品长期供不应求，现在只有人血白蛋白由政府指导定价，由于公司的各个产品仍有一定的提价空间，预计公司各个产品在短期内仍能保持较高的毛利率。加之公司新建血站的完工能够有效的提高血浆供给量，有利于公司扩大生产，这在另一个层面上对公司的快速增长提供了有力的保障。

三、募集资金投向

公司本次拟公开发行 1,902.0311 万股，募集的资金拟投资于单采血浆站新建及改造项目、乙肝人免疫球蛋白等系列特异性球蛋白产业化项目和血液制品研发中心及中试车间改建项目及其他与主营业务相关的项目。预计项目完成后，公司单采血浆站的数目和产品数量都有所增加，公司的盈利能力会进一步的增强。

图表 12：公司募集资金投向

序号	项目名称	投资额（万元）	预计建设期（年）
1	单采血浆站新建及改造项目	3,610.27	1
2	乙肝人免疫球蛋白等系列特异性球蛋白产业化项目	8,750.79	1
3	血液制品研发中心及中试车间改建项目	3753.63	1.5
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-

数据来源：招股说明书，中航证券金融研究所



图表 13：公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
人血白蛋白						
营业收入 (百万元)	60.38	61.21	94.28	78.11	105.96	129.02
增加额 (百万元)	0.83	33.07	-16.17	27.85	23.06	
增长幅度 (%)	1.37	54.03	-17.15	35.65	21.76	
毛利率 (%)	64.29	62.26	58.36	57.50	57.12	55.95
静注人免疫球蛋白						
营业收入 (百万元)	58.62	79.45	95.46	119.44	126.19	151.62
增加额 (百万元)	20.83	16.01	23.98	6.75	25.43	
增长幅度 (%)	35.53	20.15	25.12	5.65	20.15	
毛利率 (%)	71.91	76.95	69.24	68.75	68.25	67.85
纤维蛋白原						
营业收入 (百万元)	0.72	1.17	6.98	26.21	32.89	41.28
增加额 (百万元)	0.45	5.81	19.23	6.68	8.39	
增长幅度 (%)	62.50	496.58	275.50	25.50	25.50	
毛利率 (%)	94.71	73.15	70.32	69.50	68.75	67.66
特种免疫球蛋白						
营业收入 (百万元)	0	0	0	25.45	45.45	85.45
增加额 (百万元)				25.45	20	40
增长幅度 (%)				78.59	88.01	
毛利率 (%)				68.50	65.75	60.66
其他假设						
销售费用/营业收入 (%)	3.70	4.05	3.33	3.85	3.80	3.74
管理费用/营业收入 (%)	25.60	24.69	22.03	23.75	23.33	23.26
税率 (%)	26.14	15.69	15.10	15.30	15.23	15.25

数据来源：中航证券金融研究所，wind

图表 14：盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	179	649	684	813	营业收入	197	249	310	407
现金	78	504	495	566	营业成本	71	86	111	153
应收账款	5	16	9	23	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	0	1	1	2	营业费用	7	10	12	15
预付账款	4	14	11	17	管理费用	43	59	72	95
存货	85	104	158	192	财务费用	3	-3	-8	-9
其他流动资产	5	8	10	13	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
非流动资产	152	215	254	252	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	126	180	220	228	营业利润	72	96	121	151
无形资产	13	13	14	14	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	13	22	21	11	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	331	863	938	1065	利润总额	77	98	124	154
流动负债	24	41	34	52	所得税	12	15	19	23
短期借款	0	0	0	0	净利润	65	83	105	130
应付账款	9	22	15	34	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	15	19	18	18	归属母公司净利润	65	83	105	130
非流动负债	45	45	45	45	EBITDA	75	100	123	154
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	1.15	1.10	1.38	1.72
其他非流动负债	5	5	5	5					
负债合计	68	86	78	97					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	57	76	76	76					
资本公积	61	474	474	474					
留存收益	144	228	310	418					
归属母公司股东权益	263	778	860	967					
负债和股东权益	331	863	938	1065					
现金流量表									
单位: 百万元									
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	82	61	56	94					
净利润	65	83	105	130					
折旧摊销	0	8	11	12					
财务费用	3	-3	-8	-9					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	0	-26	-52	-40					
其他经营现金流	13	-0	0	-0					
投资活动现金流	-18	-70	-50	-10					
资本支出	18	70	50	10					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	0	-0	-0	-0					
筹资活动现金流	-32	435	-15	-14					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	19	0	0					
资本公积增加	0	413	0	0					
其他筹资现金流	-32	3	-15	-14	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	31	426	-9	70	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

数据来源：中航证券金融研究所，天软估值

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。