

博雅生物 (300294)
推荐
行业：生物制品
弹性最大的血制品企业，外延发展战略清晰

2015 年 3 月 23 日，公司公告同控股股东高特佳集团控制的子公司弘瑞投资及其他方以有限合伙企业的形式共同设立医药产业并购基金。

投资要点：

✧ **外延并购是公司未来重要发展战略。**此次设立的并购基金出资规模上限为人民币 6.50 亿元，弘瑞投资为普通合伙人，出资不少于 650 万元；公司出资 1 亿元，为有限合伙人。大股东高特佳是国内最早成立的风险投资机构之一，在股权投资领域有着丰富的行业资源和投资经验，尤其是其重点布局的医疗健康产业。公司是高特佳唯一控股的上市平台，有望成为高特佳整合医疗健康产业资源的平台。通过设立并购基金可以充分利用高特佳的专业投资队伍和融资渠道资源，为公司未来发展储备更多并购标的。

✧ **上市血制品企业中浆源扩张弹性最大的公司。**公司去年仅有 5 个单采血浆站在采，预计采浆量 120 吨左右，采浆规模是上市血液制品公司中最小的。15 年有望新增三个在采浆站，15 年采浆量同比有望增长 30%，到 17 年采浆量有望达 200 吨。14 年底在江西获批的 2 家浆站，今年 2 月已经开始采浆，在建的邻水浆站有望二季度实现采浆。

✧ **有望受益于血液制品价格放开，纤维蛋白原已经提价 45%。**2015 年国家最高零售价有望放开，供不应求的血制品将先收益。今年公司已经把有市场优势的纤维蛋白原的出厂价从 220 元提高到 320 元，目前仍低于最高零售价，未来仍有提价空间。

✧ **首次覆盖，给予推荐评级。**不考虑除纤维蛋白原以外血液制品的提价，我们预计 2015-2017 年归属于母公司净利润分别为 1.52 亿元、1.58 亿元、1.82 亿元，当前股价对应 15-17 年 EPS 的 PE 分别为 42、40 和 35 倍。**公司是血液制品企业中弹性最大的标的，外延并购有望带来更广阔的增长空间，给予目标价 96.48 元，对应 15 年 48 倍 PE。首次覆盖，给予推荐评级。**

✧ **风险提示：**血液制品提价不达预期，新产品未能获批的风险

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	438	512	624	719
收入同比(%)	78%	17%	22%	15%
归属母公司净利润	104	152	158	182
净利润同比(%)	26%	46%	4%	15%
毛利率(%)	61.7%	62.7%	61.9%	61.8%
ROE(%)	12.1%	15.1%	14.1%	14.5%
每股收益(元)	1.37	2.01	2.08	2.40
P/E	61.26	41.87	40.39	35.02
P/B	7.44	6.31	5.68	5.06
EV/EBITDA	41	31	30	27

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

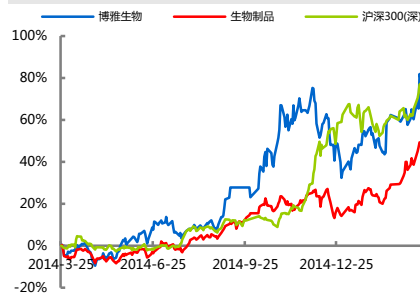
6 - 12 个月目标价： 96.48

当前股价： 84.20

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	76
流通股本(百万股)	49
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	41
成交量(百万股)	2.11
成交额(百万元)	175.17

股价表现

相关报告

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	603	814	980	1159
现金	346	506	609	735
应收账款	51	61	74	85
其它应收款	1	1	2	2
预付账款	1	5	6	6
存货	128	172	211	240
其他	77	69	79	92
非流动资产	415	393	371	349
长期投资	37	37	37	37
固定资产	164	155	140	120
无形资产	33	33	33	33
其他	182	168	162	159
资产总计	1018	1207	1351	1508
流动负债	87	109	123	124
短期借款	0	0	0	0
应付账款	12	17	21	23
其他	75	93	102	100
非流动负债	7	5	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	7	5	6	6
负债合计	94	115	129	130
少数股东权益	66	82	98	118
股本	76	76	76	76
资本公积	471	471	471	471
留存收益	311	464	576	713
归属母公司股东权益	858	1011	1123	1260
负债和股东权益	1018	1207	1351	1508

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	122	117	125	143
净利润	115	169	175	202
折旧摊销	28	21	22	23
财务费用	-11	-18	-23	-28
投资损失	4	-26	0	0
营运资金变动	-24	-30	-50	-54
其它	9	0	2	1
投资活动现金流	-134	26	0	0
资本支出	48	0	0	0
长期投资	-109	0	0	0
其他	-195	26	0	0
筹资活动现金流	-38	18	-22	-18
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-38	18	-22	-18
现金净增加额	-50	160	103	126

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	438	512	624	719
营业成本	168	191	238	275
营业税金及附加	4	4	5	6
营业费用	64	75	91	105
管理费用	78	91	111	128
财务费用	-11	-18	-23	-28
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	26	0	0
营业利润	129	194	201	232
营业外收入	7	6	6	6
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	136	199	207	238
所得税	21	31	32	37
净利润	115	169	175	202
少数股东损益	11	16	17	19
归属母公司净利润	104	152	158	182
EBITDA	147	197	200	227
EPS (元)	1.37	2.01	2.08	2.40

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	78.5%	16.9%	22.0%	15.3%
营业利润	37.9%	49.7%	3.7%	15.7%
归属于母公司净利润	26.4%	46.3%	3.7%	15.3%
获利能力				
毛利率	61.7%	62.7%	61.9%	61.8%
净利率	23.8%	29.8%	25.3%	25.3%
ROE	12.1%	15.1%	14.1%	14.5%
ROIC	19.2%	28.0%	26.9%	29.3%
偿债能力				
资产负债率	9.2%	9.5%	9.6%	8.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	6.94	7.44	7.99	9.38
速动比率	5.47	5.86	6.26	7.44
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.46	0.49	0.50
应收账款周转率	10	9	9	8
应付账款周转率	13.80	13.34	12.60	12.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.37	2.01	2.08	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.54	1.65	1.89
每股净资产(最新摊薄)	11.32	13.34	14.82	16.62
估值比率				
P/E	61.26	41.87	40.39	35.02
P/B	7.44	6.31	5.68	5.06
EV/EBITDA	41	31	30	27

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中国中投证券研究总部医药行业研究员，上海交通大学生物技术、会计学双学士，经济学硕士，2 年医药相关行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434