

持续外延扩张，落地综合性医药集团战略

- 事件:**公司公告称，拟通过非公开发行股票和现金收购新百药业 83.87%股权和天安药业 27.77%股权，交易总价为 66,757.63 万元；并向公司总经理及其配偶、公司大股东高特佳及其员工和顾问发行股份配套融资不超过 50,000 万元。
- 控股新百药业进军骨科和妇科多肽类药物市场。**此次收购完成后，公司将对新百药业实现 100%控股。新百药业立足于骨科和妇科治疗领域，以多肽类药物为主，主要产品包括骨多肽、缩宫素和肝素钠，进一步扩大公司产品线；公司对天安药业的控股比例将提高到 83.36%，强化公司在糖尿病药物领域的布局。另外此次还向公司总经理及其配偶、公司大股东高特佳及其员工和顾问配套融资不超过 5 亿元，彰显对公司未来发展前景充满信心。
- 转型决心大，实现血制品和药品双轮驱动。**借助大股东高特佳在医药投资领域的丰富经验，公司正在向制药领域延伸，未来将逐步形成血制品和非血制品双轮驱动、均衡发展的格局。公司设立专门的投资子公司，收购海康生物(已出售)、天安药业、人寿药业、新百药业，在糖尿病、肝病、妇科、儿科、骨科等领域完成了布局。随着公司后期外延并购进一步扩大药品系列产品线及业务完成整合，药品收入和盈利能力都将逐步提升，有望成为公司新的业绩增长点。
- 血制品营业收入和毛利率存在提升空间，业绩弹性大。**从营业收入来看，公司在 2014 年底有 5 个浆站，今年新增 3 个浆站，投浆量将大幅提高，预计将从 2014 年的 120 吨左右提高到 2017 年的 200 吨。从毛利率来看，一方面，人凝血因子 VIII 和凝血酶原复合物预计将分别在 2016 和 2017 年获批，后续还有手足口病人免疫球蛋白等产品陆续获批，吨浆综合利用率显著提高；另一方面，我国血制品严重供不应求，在药价放开的大背景下，公司产品提价预期强烈，从而带动毛利率提高，盈利能力将进一步增强。
- 业绩预测与估值:**我们预测此次非公开发行后，2015-2017 年公司摊薄后 EPS 分别为 1.24 元、1.66 元和 2.18 元，对应 PE 分别为 61 倍、47 倍、36 倍。考虑到血制品主业随着新浆站投产、在研产品获批和产品提价落地将显著提升公司收入和盈利能力，外延式扩张不断增强公司在药品领域的实力，业绩将出现大幅度提升，且公司大股东和总经理认购非公开发行股票彰显对公司未来发展充满信心，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示:**血制品提价或低于预期；药品业务整合或低于预期。

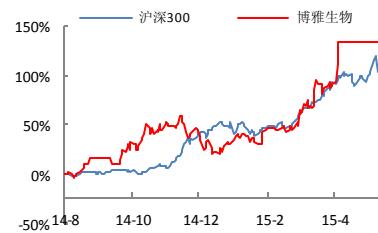
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	437.79	619.22	1002.91	1209.33
增长率	78.49%	41.44%	61.96%	20.58%
归属母公司净利润(百万元)	104.18	165.41	221.52	291.59
增长率	26.43%	58.78%	33.92%	31.63%
每股收益 EPS(元)	0.78	1.24	1.66	2.18
净资产收益率 ROE	12.47%	10.32%	12.62%	14.92%
PE	97	61	46	35
PB	10.92	5.73	5.23	4.70

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: 陈铁林
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.14
流通 A股(亿股)	0.74
52周内股价区间(元)	31.13-75.46
总市值(亿元)	85.80
总资产(亿元)	10.51
每股净资产(元)	11.92

相关研究

关键假设:

- 1、随着新的采浆站投产，血液制品收入将保持高速增长，分产品预测后进行汇总，2015-2017年增速分别为 31.36%、36.00%、19.10%，毛利率随着规模扩大、在研产品投产和提价逐步落实将有所提升，2015-2017年毛利率分别为 57.84%、59.44%、59.36%；
- 2、非血液制品保持 30%的复合增长率，毛利率维持在 72%；
- 3、新百药业采用公司评估预测结果，2015-2017年收入增速分别为 -14.74%、19.71%、14.59%，毛利率分别为 33.10%、35.13%、36.35%。

表 1：博雅生物业务分拆盈利预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
收入	227.26	245.28	437.79	619.22	1,002.91	1,209.33
yoy	15.52%	7.93%	78.49%	41.44%	61.96%	20.58%
成本	93.19	106.27	167.59	247.82	435.48	515.98
毛利率	59.00%	56.67%	61.72%	59.98%	56.58%	57.33%
血液制品						
收入	227.26	245.25	295.41	388.06	527.78	628.58
yoy	15.52%	7.92%	20.45%	31.36%	36.00%	19.10%
成本	93.19	106.28	129.69	163.63	214.06	255.44
毛利率	58.99%	56.66%	56.10%	57.84%	59.44%	59.36%
人血白蛋白						
收入	87.14	93.92	129.55	158.05	192.82	235.24
yoy	-7.60%	7.80%	37.90%	22.00%	22.00%	22.00%
成本	41.10	42.26	60.26	74.28	92.55	115.27
毛利率	52.83%	55.00%	53.49%	53.00%	52.00%	51.00%
静注人免疫球蛋白						
收入	110.40	114.83	95.39	88.71	82.50	76.73
yoy	15.70%	4.00%	-16.90%	-7.00%	-7.00%	-7.00%
成本	43.16	50.24	44.73	42.58	40.43	38.36
毛利率	60.91%	56.25%	53.11%	52.00%	51.00%	50.00%
狂犬病人免疫球蛋白						
收入		0.52	37.95	100.00	200.00	250.00
yoy			7214.20%	163.50%	100.00%	25.00%
成本		0.15	11.08	29.00	58.00	72.50
毛利率		71.15%	70.80%	71.00%	71.00%	71.00%
纤维蛋白原						
收入	26.89	25.57	32.52	41.30	52.45	66.61
yoy	285.10%	-4.90%	27.20%	27.00%	27.00%	27.00%
成本	8.13	10.13	13.62	17.76	23.08	29.31

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率	69.77%	60.38%	58.12%	57.00%	56.00%	56.00%
非血液制品						
收入	99.39	109.32	139.3	181.09	235.42	306.04
yoY		9.99%	27.42%	30.00%	30.00%	30.00%
成本			39.23	50.71	65.92	85.69
毛利率			72.00%	72.00%	72.00%	72.00%
新百药业*						
收入		208.67	234.88	200.25	239.72	274.7
yoY			12.56%	-14.74%	19.71%	14.59%
成本				133.97	155.5	174.85
毛利率				33.10%	35.13%	36.35%

数据来源: 西南证券 (*考虑到新百药业在 2015 年可能在最后一个季度并表, 故 2015 仅并表 1/4 的收入和成本, 2016-2017 年为全部并表)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	437.79	619.22	1002.91	1209.33	净利润	115.20	181.77	243.42	320.43
营业成本	167.59	247.82	435.48	515.98	折旧与摊销	27.72	37.56	49.44	54.44
营业税金及附加	3.94	5.37	8.80	10.62	财务费用	-10.51	-8.47	-13.35	-15.70
销售费用	63.75	86.69	130.38	145.12	资产减值损失	1.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.67	105.27	160.47	181.40	经营营运资本变动	-104.04	-38.59	-145.35	-65.78
财务费用	-10.51	-8.47	-13.35	-15.70	其他	91.80	-26.76	-1.00	-1.00
资产减值损失	1.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	121.88	145.52	133.17	292.39
投资收益	-4.24	26.76	1.00	1.00	资本支出	-19.93	-253.50	-85.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-114.53	3.08	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-134.46	-250.42	-84.00	-29.00
营业利润	129.39	209.30	282.14	372.91	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.52	5.58	5.62	5.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	135.91	214.88	287.76	378.66	股权融资	0.00	753.27	0.00	0.00
所得税	20.71	33.11	44.34	58.23	支付股利	-37.90	-47.92	-76.08	-101.88
净利润	115.20	181.77	243.42	320.43	其他	0.00	8.47	13.35	15.70
少数股东损益	11.02	16.36	21.91	28.84	筹资活动现金流净额	-37.90	713.82	-62.73	-86.18
归属母公司股东净利润	104.18	165.41	221.52	291.59	现金流量净额	-50.48	608.92	-13.56	177.21
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	345.94	954.86	941.30	1118.51	成长能力				
应收和预付款项	82.46	137.26	227.64	265.79	销售收入增长率	78.49%	41.44%	61.96%	20.58%
存货	127.53	188.58	331.38	392.64	营业利润增长率	37.90%	61.75%	34.80%	32.17%
其他流动资产	46.75	21.22	34.36	41.43	净利润增长率	39.88%	57.78%	33.92%	31.63%
长期股权投资	37.02	11.26	11.26	11.26	EBITDA 增长率	52.80%	62.61%	33.49%	29.35%
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	188.76	397.66	434.68	411.70	毛利率	61.72%	59.98%	56.58%	57.33%
无形资产和开发支出	159.60	166.96	165.81	164.67	三费率	29.90%	29.63%	27.67%	25.70%
其他非流动资产	29.78	29.45	29.13	28.81	净利率	26.31%	29.36%	24.27%	26.50%
资产总计	1017.83	1907.24	2175.56	2434.81	ROE	12.47%	10.32%	12.62%	14.92%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.32%	9.53%	11.19%	13.16%
应付和预收款项	52.80	88.22	151.06	175.40	ROIC	20.27%	24.45%	24.16%	27.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.49%	38.50%	31.73%	34.04%
其他负债	41.10	57.41	95.55	111.91	营运能力				
负债合计	93.90	145.62	246.60	287.31	总资产周转率	0.43	0.42	0.49	0.52
股本	75.80	133.69	133.69	133.69	固定资产周转率	2.59	2.45	2.84	3.33
资本公积	471.14	1166.52	1166.52	1166.52	应收账款周转率	10.74	10.71	11.30	9.84
留存收益	311.45	428.95	574.38	764.09	存货周转率	1.38	1.57	1.68	1.43
归属母公司股东权益	858.39	1729.15	1874.59	2064.30	销售商品提供劳务经营现金收入	103.38%	—	—	—
少数股东权益	65.54	32.46	54.37	83.21	资本结构				
股东权益合计	923.93	1761.62	1928.96	2147.51	资产负债率	9.23%	7.64%	11.34%	11.80%
负债和股东权益合计	1017.83	1907.24	2175.56	2434.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	6.94	9.39	6.41	6.49
EBITDA	146.60	238.39	318.24	411.65	速动比率	5.47	8.03	5.02	5.09
PE	96.84	60.99	45.54	34.60	股利支付率	36.38%	28.97%	34.34%	34.94%
PB	10.92	5.73	5.23	4.70	每股指标				
PS	23.04	16.29	10.06	8.34	每股收益	0.78	1.24	1.66	2.18
EV/EBITDA	36.47	38.20	28.66	21.73	每股净资产	6.91	13.18	14.43	16.06
股息率	0.38%	0.47%	0.75%	1.01%	每股经营现金	0.91	1.09	1.00	2.19
					每股股利	0.28	0.36	0.57	0.76

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

邮箱: research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn