

## vWF 丰富血制品种类, 非血制品平台逐步成型

- **事件:** 公司公告称与法国血制品企业 LFB 签订协议, LFB 将协助公司开发血管性血友病因子 vWF。
- **vWF 率先引入国内, 血制品产品线扩大在即。** vWF 的主要作用是与凝血因子 VIII 结合, 提高凝血因子 VIII 的稳定性而不易降解, 适用于对单纯凝血因子 VIII 治疗不敏感的血管性血友病(vWD)患者。据报道 vWD 发病率约为 2.3-11.0/10 万人, 在遗传性出血性疾病中排名第二。此次引入 vWF 将打破国内市场空白, 参考欧美国家的 vWF 需求量为凝血因子 VIII 的 1/10, 预计销售额将达到 3 亿元。另外研究表明 vWF 对内凝血的止血效果很好, 尤其是经期止血, 如能开发出相关适应症, 将进一步打开 vWF 的市场空间。LFB 是法国血制品巨头, 研发实力雄厚, 拥有的血制品种类超过 20 种, 如果 vWF 项目合作顺利, 公司还可能继续引进其他血制品产品, 进一步扩大血制品产品线。此外公司自研的凝血因子 VIII 和凝血酶原复合物进展顺利, 且 3 个新浆站投产后也将带来采浆量大幅提高, 预计血制品业务有望长期维持高增长态势。
- **非血制品业务发力, 逐步打造产业化平台。** 公司外延式扩张趋势明显, 收购了仁寿药业、天安药业和新百药业, 未来将整合成多个产业化平台。天安药业长期深耕降糖药研发和销售, 将逐步打造成糖尿病平台, 天安药业上半年实现营收 7886 万元, 同比增长 26.5%, 其中主营产品二甲双胍实现营收 4144 万元, 同比增长 28.3%, 另外还拥有多个储备产品和在研品种, 糖尿病药物组合不断增加新品种, 将逐步打造成完整的糖尿病平台, 后期甚至还可能向下游的糖尿病管理业务延伸。新百药业专注于生化药研发、生产和销售。生化药是在动物提取物的基础上开发的药品, 与化学药相比副作用更少、安全性更高。随着国家对源头动物组织的监管严格和生化药标准提高, 生化药审批速度放缓, 新百药业将成为稀缺的生化药平台。新百药业拥有 44 个品种批件, 但目前仅有 18 个品种在生产。公司控股后将深入挖掘新百药业的品种优势, 一方面将更多品种投入生产, 另一方面加大对骨科系列和缩宫素系列的营销推广, 有望成为新的业绩增长点。
- **盈利预测及评级:** 预计 2015-2017 年公司非公开发行摊薄后 EPS 分别为 1.13 元、1.54 元和 2.04 元, 对应 PE 分别为 44 倍、32 倍、24 倍。考虑到新浆站投产及 vWF 和凝血因子 VIII 等新产品上市将显著提高血制品业绩, 天安药业的糖尿病药物平台和新百药业的生化药平台都具有巨大的发展空间, 我们看好公司长期发展前景, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新产品开发或低于预期; 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 | 151.09 | 206.02  | 272.88  |
| 增长率           | 26.43% | 45.03% | 36.35%  | 32.45%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.78   | 1.13   | 1.54    | 2.04    |
| 净资产收益率 ROE    | 12.47% | 9.51%  | 11.90%  | 14.23%  |
| PE            | 64     | 44     | 32      | 24      |
| PB            | 7.17   | 3.80   | 3.48    | 3.14    |

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

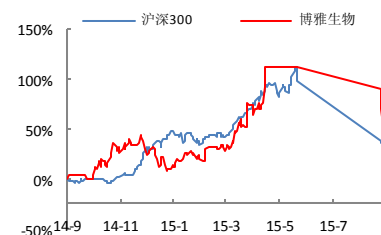
邮箱: cti@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@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) | 34.88-75.46 |
| 总市值(亿元)      | 56.37       |
| 总资产(亿元)      | 10.95       |
| 每股净资产(元)     | 7.77        |

### 相关研究

1. 博雅生物(300294): 血制品等待下半年放量, 天安药业业绩良好 (2015-08-18)
2. 博雅生物(300294): 持续外延扩张, 落地综合性医药集团战略 (2015-08-17)

**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         | 166.03         | 226.39        | 299.87        |
| 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         | -20.83         | -23.30        | -27.68        |
| 销售费用           | 63.75          | 99.07          | 140.41         | 169.31         | 资产减值损失              | 1.71           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用           | 77.67          | 123.84         | 180.52         | 193.49         | 经营营运资本变动            | -104.04        | -38.59         | -145.35       | -65.78        |
| 财务费用           | -10.51         | -20.83         | -23.30         | -27.68         | 其他                  | 91.80          | -26.76         | -1.00         | -1.00         |
| 资产减值损失         | 1.71           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>121.88</b>  | <b>117.42</b>  | <b>106.19</b> | <b>259.85</b> |
| 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           | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-134.46</b> | <b>-250.42</b> | <b>-84.00</b> | <b>-29.00</b> |
| <b>营业利润</b>    | <b>129.39</b>  | <b>190.69</b>  | <b>262.01</b>  | <b>348.60</b>  | 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          |
| <b>利润总额</b>    | <b>135.91</b>  | <b>196.28</b>  | <b>267.63</b>  | <b>354.36</b>  | 股权融资                | 0.00           | 753.27         | 0.00          | 0.00          |
| 所得税            | 20.71          | 30.24          | 41.23          | 54.50          | 支付股利                | -37.90         | -47.92         | -69.49        | -94.75        |
| 净利润            | 115.20         | 166.03         | 226.39         | 299.87         | 其他                  | 0.00           | 20.83          | 23.30         | 27.68         |
| 少数股东损益         | 11.02          | 14.94          | 20.38          | 26.99          | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>-37.90</b>  | <b>726.18</b>  | <b>-46.19</b> | <b>-67.08</b> |
| 归属母公司股东净利润     | 104.18         | 151.09         | 206.02         | 272.88         | <b>现金流量净额</b>       | <b>-50.48</b>  | <b>593.18</b>  | <b>-24.00</b> | <b>163.77</b> |
|                |                |                |                |                |                     |                |                |               |               |
| 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         | 939.12         | 915.12         | 1078.89        | <b>成长能力</b>         |                |                |               |               |
| 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%         | 47.38%         | 37.40%        | 33.05%        |
| 其他流动资产         | 46.75          | 21.22          | 34.36          | 41.43          | 净利润增长率              | 39.88%         | 44.12%         | 36.35%        | 32.45%        |
| 长期股权投资         | 37.02          | 11.26          | 11.26          | 11.26          | EBITDA 增长率          | 52.80%         | 41.49%         | 38.91%        | 30.27%        |
| 投资性房地产         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>         |                |                |               |               |
| 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%         | 32.64%         | 29.68%        | 27.71%        |
| 其他非流动资产        | 29.78          | 29.45          | 29.13          | 28.81          | 净利率                 | 26.31%         | 26.81%         | 22.57%        | 24.80%        |
| <b>资产总计</b>    | <b>1017.83</b> | <b>1891.50</b> | <b>2149.38</b> | <b>2395.20</b> | ROE                 | 12.47%         | 9.51%          | 11.90%        | 14.23%        |
| 短期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA                 | 11.32%         | 8.78%          | 10.53%        | 12.52%        |
| 应付和预收款项        | 52.80          | 88.22          | 151.06         | 175.40         | ROIC                | 20.27%         | 20.68%         | 21.46%        | 25.10%        |
| 长期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入         | 33.49%         | 33.50%         | 28.73%        | 31.04%        |
| 其他负债           | 41.10          | 57.41          | 95.55          | 111.91         | <b>营运能力</b>         |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>    | <b>93.90</b>   | <b>145.62</b>  | <b>246.60</b>  | <b>287.31</b>  | 总资产周转率              | 0.43           | 0.43           | 0.50          | 0.53          |
| 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         | 414.62         | 551.15         | 729.27         | 存货周转率               | 1.38           | 1.57           | 1.68          | 1.43          |
| 归属母公司股东权益      | 858.39         | 1714.83        | 1851.36        | 2029.48        | 销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入 | 103.38%        | —              | —             | —             |
| 少数股东权益         | 65.54          | 31.05          | 51.42          | 78.41          | <b>资本结构</b>         |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>923.93</b>  | <b>1745.88</b> | <b>1902.78</b> | <b>2107.89</b> | 资产负债率               | 9.23%          | 7.70%          | 11.47%        | 12.00%        |
| 负债和股东权益合计      | 1017.83        | 1891.50        | 2149.38        | 2395.20        | 带息债务/总负债            | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|                |                |                |                |                | 流动比率                | 6.94           | 9.28           | 6.30          | 6.35          |
|                |                |                |                |                | 速动比率                | 5.47           | 7.92           | 4.91          | 4.95          |
|                |                |                |                |                | 股利支付率               | 36.38%         | 31.71%         | 33.73%        | 34.72%        |
|                |                |                |                |                | <b>每股指标</b>         |                |                |               |               |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2014A</b>   | <b>2015E</b>   | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | 每股收益                | 0.78           | 1.13           | 1.54          | 2.04          |
| EBITDA         | 146.60         | 207.43         | 288.15         | 375.37         | 每股净资产               | 6.91           | 13.06          | 14.23         | 15.77         |
| PE             | 63.63          | 43.87          | 32.17          | 24.29          | 每股经营现金              | 0.91           | 0.88           | 0.79          | 1.94          |
| PB             | 7.17           | 3.80           | 3.48           | 3.14           | 每股股利                | 0.28           | 0.36           | 0.52          | 0.71          |
| PS             | 15.14          | 10.70          | 6.61           | 5.48           |                     |                |                |               |               |
| EV/EBITDA      | 23.09          | 27.30          | 19.74          | 14.71          |                     |                |                |               |               |
| 股息率            | 0.57%          | 0.72%          | 1.05%          | 1.43%          |                     |                |                |               |               |

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

zhhy@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