

## 血制品量价齐升, 外延扩张预期强烈

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 血制品迎来量价提升新局面, 新浆站投产带来近3年采浆量复合增速达39%, 凝血因子VIII和凝血酶原复合物等重磅品种将陆续获批, 且随着血制品提价和采浆成本增速放缓, 公司盈利能力将进一步增强; 公司自上市以来持续并购扩张, 欲打造为血制品为主、其它药品为辅的综合性医药集团, 天安药业欲打造为糖尿病综合业务; 新百药业的生化药品安全性高、审批壁垒高, 具有明显的竞争优势。
- 血制品行业景气度高, 公司喜迎量价提升新机遇:** 血制品长期供不应求且存在很高的行业壁垒, 行业竞争格局良好, 公司血制品业务基数小, 业绩弹性最高。随着新浆站投产, 预计2015-2017年期间采浆量年均复合增速将达到39%, 而且公司浆站拓展能力强, 预计每年还将有1-2个新浆站获批; 从2016年开始将陆续有凝血因子VIII和凝血酶原复合物等重磅品种陆续获批, 而且还可能继续从国外引入更多新品种, 吨浆利润有望大幅提升; 最高零售价解除后, 血制品将迎来小幅阶梯式提价, 且公司吨浆成本增速放缓, 盈利能力将明显回升。血制品业务无论是量还是价都将迎来新突破, 保障公司业绩高增长。
- 多元化发展加快, 外延式扩张值得期待:** 公司大股东为高特佳集团, 资本运作经验丰富, 欲通过持续的外延式扩张致力于打造以血制品为主、其它药品为辅的综合性医药集团。天安药业持股比例再增27.77%, 随着15亿片剂生产线投产将释放产能瓶颈, 后续有望通过外延式扩张逐步扩大降糖药产品线并开拓糖尿病管理业务, 以打造成糖尿病综合业务平台, 预计2016年净利润将达到4500万元; 新百药业以生化药为主业, 与化学药相比安全性更高且副作用更小, 随着行业监管和审批趋严, 新百药业将成为国内稀缺的生化药平台, 并入公司后将得到更多资金支持从而加大生产和营销力度, 推动产品迅速放量, 2015-2017年业绩承诺分别为3500万元、4500万元和5500万元, 2016年并表后预计可使公司净利润增厚25%。
- 盈利预测与投资建议:** 公司在血制品上市公司中规模小, 但业绩弹性最大, 预计2015-2017年采浆量复合增速达39%, 而且还存在提价预期和新产品获批, 净利润复合增速将达到46%, 市值严重低估; 公司在血液制品企业中拥有国际视角, 发展格局最大; 而且公司还在向拓展非血制品业务, 外延式扩张预期强烈; 鉴于公司内生增长快、市值小、有格局、有催化剂, 应该享受行业估值溢价, 给予其2016年50倍PE, 对应目标价为42.50元, 上调至“买入”评级。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	437.79	510.96	898.98	1179.89
增长率	78.49%	16.71%	75.94%	31.25%
归属母公司净利润(百万元)	104.18	133.97	227.70	325.91
增长率	26.43%	28.59%	69.96%	43.13%
每股收益EPS(元)	0.46	0.59	0.85	1.22
净资产收益率ROE	12.47%	14.45%	12.92%	16.36%
PE	69	54	37	26
PB	7.78	7.01	4.41	3.90

数据来源: Wind, 西南证券

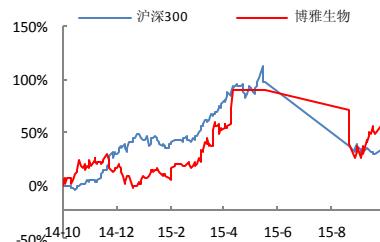
### 西南证券研究发展中心

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

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)	2.27
流通A股(亿股)	1.48
52周内股价区间(元)	19.01-37.73
总市值(亿元)	71.86
总资产(亿元)	10.95
每股净资产(元)	7.77

### 相关研究

- 博雅生物(300294): vWF丰富血制品种类, 非血制品平台逐步成型 (2015-09-07)
- 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)
- 博雅生物(300294): 持续外延扩张, 落地综合性医药集团战略心 (2015-08-17)

## 投资要件

### 关键假设

- (1) 公司新浆站平稳运行, 2015-2017年采浆量年均复合增速达到39%;
- (2) 血制品行业零售价逐年出现阶梯式提价, 每年提价10%左右;
- (3) 新百药业收购顺利通过证监会批准。

### 我们区别于市场的观点

市场普遍认为单采浆站管理严格, 公司新浆站获批的进度可能低于预期。我们认为卫计委发布的《关于单采血浆站管理有关事项的通知》已经表明中央政府层面正在积极推动新浆站审批, 今年华兰生物在重庆获批浆站分站也表明了政府在对扩大采浆量进行积极探索。随着各地政府完成本轮单采浆站规划后, 浆站获批将出现明显提速。公司在江西和四川的浆站获批能力强, 未来有望每年获批1-2个浆站。

市场普遍认为最高零售价取消后, 血制品将提价20%以上。我们认为血制品属于刚需, 又存在严重的供不应求, 随着最高零售价放开, 提价是必然趋势。但由于受到发改委的价格监控不可能实现大幅提升, 只能通过阶梯式小幅提价的形式逐步给血制品企业贡献业绩。

市场尚未充分认识到新百药业的价值。新百药业拥有44个品种批文, 以生化药为主, 与化学药相比安全性更高, 副作用也更少, 价格也是化学药的数倍, 终端销售动力更强, 随着国家监管政策趋严, 将成为稀缺标的。但是由于原大股东对新百药业的重视程度不够, 导致新百药业大部分产品处于停产或小规模生产状态。公司控股后将加大生产和营销力度, 迅速实现放量, 带动公司业绩增长。

### 股价上涨的催化因素

从国外引入新的血制品技术; 非血制品业务外延式扩张; 新百药业业绩超预期。

### 估值和目标价格

公司在血制品上市公司中规模小, 但业绩弹性最大, 预计2015-2017年采浆量复合增速达39%, 而且还存在提价预期和新产品获批, 净利润复合增速将达到46%, 市值严重低估; 公司在血液制品企业中拥有国际视角, 发展格局最大; 而且公司还在向拓展非血制品业务, 外延式扩张预期强烈; 鉴于公司内生增长快、市值小、有格局、有催化剂, 应该享受行业估值溢价, 给予其2016年50倍PE, 对应目标价为42.50元, 上调至“买入”评级。

### 投资风险

血制品行业政策或发生变动的风险、新产品开发或低于预期的风险、非血制品业务整合或不达预期的风险、拟收购企业盈利或不及预期的风险。

## 目 录

1. 资本运作经验丰富的血制品企业 .....	1
2. 血制品喜迎量价齐升新机遇，高增长态势明确 .....	3
2.1 血制品长期供不应求，市场竞争格局良好 .....	3
2.2 浆站获批能力强，采浆量将实现快速增长 .....	5
2.3 血制品种类扩充，吨浆产率提升空间大 .....	7
2.4 血制品限价时代终结，有望实现阶梯式提价 .....	10
2.5 采浆成本增速放缓，公司盈利能力有望提升 .....	11
3. 多元化发展趋势明朗，外延式扩张值得期待 .....	12
3.1 知名 PE 控股，多元化并购趋势明显 .....	12
3.2 降糖药市场前景广阔，天安药业产能扩张在即 .....	12
3.3 新百药业预计明年并表，显著增厚公司业绩 .....	14
4. 盈利预测 .....	16
4.1 主营业务盈利预测 .....	16
4.2 绝对估值 .....	18
4.3 相对估值 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司营业收入增长趋势.....	1
图 3: 公司净利润增长趋势.....	1
图 4: 公司 2015H1 营业收入结构.....	2
图 5: 公司 2015H1 毛利结构.....	2
图 6: 公司期间费用率变化趋势.....	2
图 7: 公司毛利率和净利率变化趋势.....	2
图 8: 我国采浆量增长趋势.....	3
图 9: 各国千人均血浆采浆量比较 (L/千人) .....	3
图 10: 我国每年新获批的单采浆站数量 (个) .....	5
图 11: 我国每年单采浆站总数变化趋势 (个) .....	5
图 12: 血制品企业盈利能力分析体系 .....	5
图 13: 2014 年血制品上市公司单采浆站数量比较 (个) .....	6
图 14: 2014 年血制品上市公司采浆量比较 (吨) .....	6
图 15: 国际血制品市场产品结构 .....	8
图 16: 我国血制品市场产品结构 .....	8
图 17: 凝血因子 VIII 在样本医院的销售额增长趋势 .....	9
图 18: 凝血因子 VIII 在样本医院的市场竞争格局 .....	9
图 19: 凝血酶原复合物在样本医院的销售额增长趋势 .....	9
图 20: 人纤维蛋白原在样本医院的销售额增长趋势 .....	9
图 21: 白蛋白最高零售价变化趋势 (元) .....	10
图 22: 人纤维蛋白原最高零售价变化趋势 (元) .....	10
图 23: 公司纤维蛋白原 (5g/瓶) 批签发数量增长趋势 .....	11
图 24: 公司纤维蛋白原 (5g/瓶) 在样本医院销售额增长趋势 .....	11
图 25: 血制品企业毛利率出现下滑 .....	11
图 26: 公司吨浆成本增长趋势 .....	11
图 27: 公司非血制品业务扩张步伐 .....	12
图 28: 中国 2 型糖尿病推荐治疗方案 .....	13
图 29: 二甲双胍在样本医院的销售额增长趋势 .....	13
图 30: 天安药业二甲双胍营业收入增长预测 .....	13
图 31: 天安药业营业收入增长趋势 .....	14
图 32: 天安药业净利润增长趋势 .....	14
图 33: 样本医院骨肽系列销售额增长趋势 .....	15
图 34: 新百药业骨肽系列营业收入增长预测 .....	15
图 35: 样本医院缩宫素销售额增长趋势 .....	15
图 36: 新百药业缩宫素营业收入增长预测 .....	15

## 表 目 录

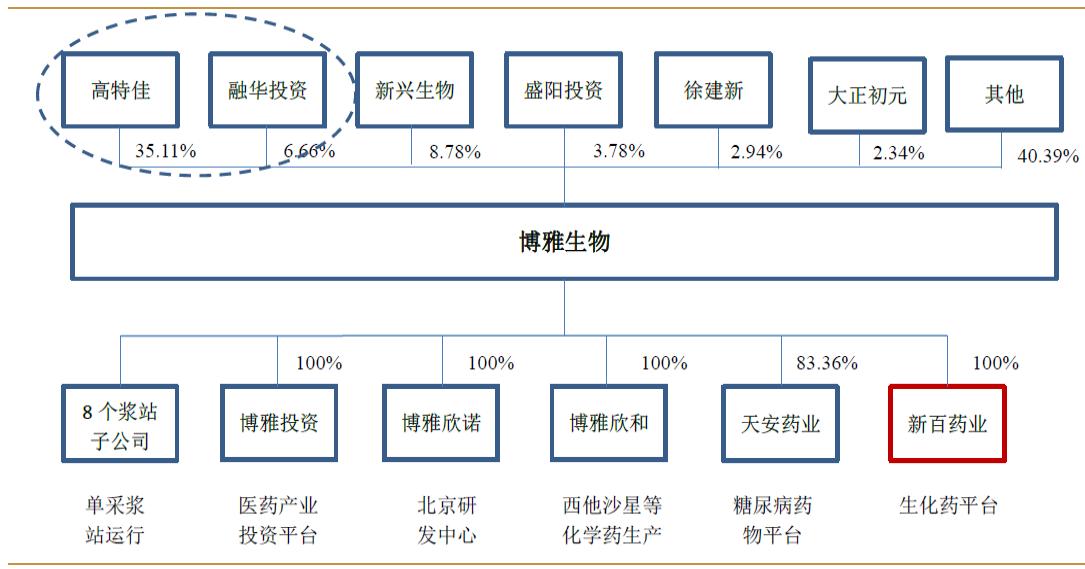
表 1: 血制品分类及用途 .....	3
表 2: 我国血制品行业监管政策汇总 .....	4
表 3: 公司各单采浆站情况汇总 .....	6
表 4: 公司采浆量预测 (吨) .....	6
表 5: 上市公司血制品产品线比较 .....	7
表 6: 公司在研血制品产品线 .....	8
表 7: 发改委对血制品最高零售价的管理措施 .....	10
表 8: 天安药业降糖药产品线 .....	13
表 9: 新百药业主营生化药品种 .....	14
表 10: 公司业务分拆收入预测 (百万元) .....	16
表 11: 绝对估值假设条件 .....	18
表 12: FCFF 估值结果 .....	19
表 13: FCFF 估值敏感性分析 (元) .....	19
表 14: 生物制品可比公司盈利预测相对估值 .....	19
附表: 财务预测与估值 .....	21

## 1. 资本运作经验丰富的血制品企业

博雅生物是江西省唯一的血制品生产企业，于 2012 年在创业板上市。深圳市高特佳投资集团有限公司（以下简称高特佳）及其控股子公司深圳市融华投资有限公司（以下简称融华投资）共持有公司 41.8% 的股权，为公司实际控制人。高特佳是国内知名的医疗投资公司，借助上市公司平台充分发挥了其在资本运作、并购重组方面的优势。上市后公司完成了对天安药业、仁寿药业和海康生物（今年又再次出售）的收购就是明证，近期又公告拟收购新百药业，而且未来还将继续加强非血制品业务的外延式扩张。

公司激励机制到位，管理层通过新兴生物、盛阳投资和大正初元间接持有公司股份，管理层与公司利益充分绑定，能够有效激励管理层工作动力。

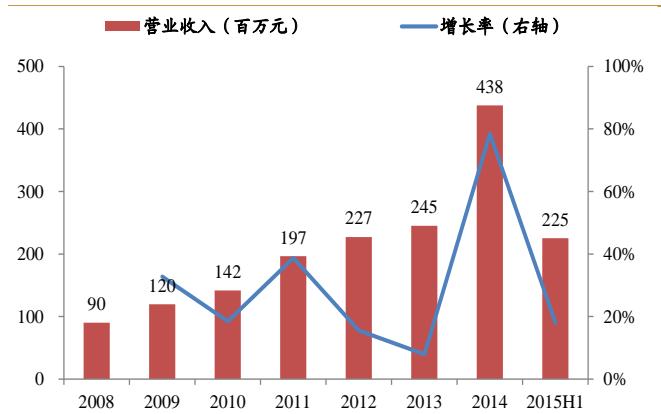
图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

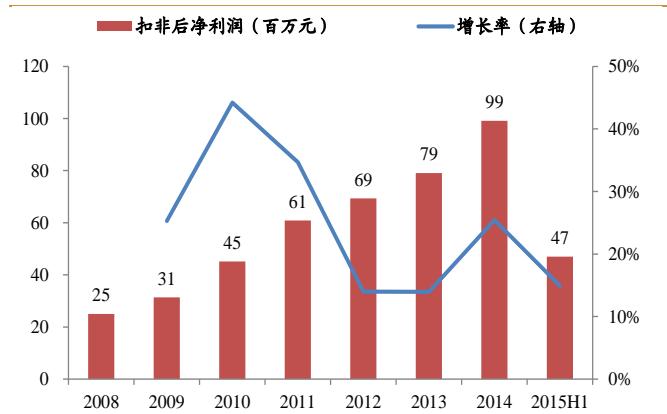
2015 上半年，公司营业收入和净利润分别为 2.3 亿元和 4704 万元，同比增速分别为 18.0% 和 14.9%。天安药业从 2014 年开始并表使公司营业收入和净利润出现了明显提高。

图 2：公司营业收入增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券

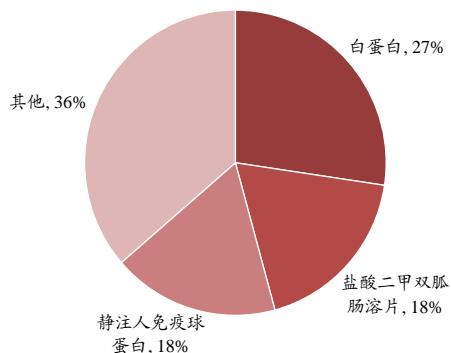
图 3：公司净利润增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券

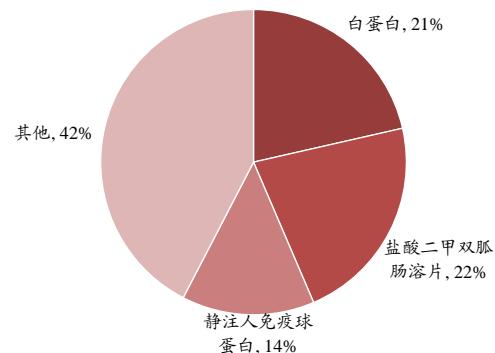
通过收购天安药业，化学药收入占比超过 30%，公司摆脱了血制品单一业务结构。随着新百药业收购成功后并表，公司产品结构将更加合理，逐步形成血制品+非血制品双轮驱动的新局面。目前公司主要产品包括以人血白蛋白和静注人免疫球蛋白为核心的血制品，以及以盐酸二甲双胍肠溶片为主的非血制品，这 3 种产品的营收占比和毛利占比都接近 20%，为公司核心品种。

图 4：公司 2015H1 营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

图 5：公司 2015H1 毛利结构

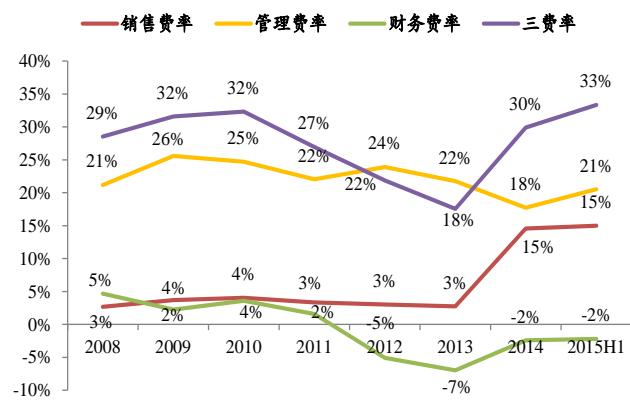


数据来源：公司公告，西南证券

从期间费用率来看，2010-2013 年公司期间费用率一直处于下行通道，主要原因在于：一方面公司治理水平不断提高，管理费率出现明显下降；另一方面公司现金流良好，特别是上市后现金充裕，财务费用逐年下降。2014 年公司期间费用率增加 12 个百分点的主要原因在于天安药业并表导致公司销售费率和财务费率大幅提升。

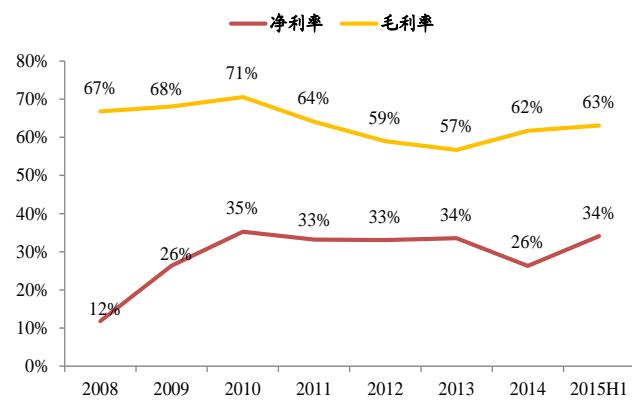
从盈利能力来看，近年来血浆建设成本和献血补助成本升高，但由于血制品最高零售价的限制无法提价，公司毛利率出现下滑。由于三费率下降趋势十分明显，公司净利率水平仍然呈现稳中有升的局面。天安药业以化学药为主，毛利率高但净利率低，2014 年并表以来使得公司综合毛利率提升但净利率下滑。随着血制品最高零售价限制于今年 6 月份开始取消，公司血制品存在强烈的提价预期，预计公司毛利率和净利率都将提高。

图 6：公司期间费用率变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券

图 7：公司毛利率和净利率变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 血制品喜迎量价齐升新机遇，高增长态势明确

### 2.1 血制品长期供不应求，市场竞争格局良好

血制品指以人体血液为原料，采用生物学工艺或分离纯化技术制备的生物活性制剂。血制品主要可以分为白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类。血制品主要用于临床治疗和被动免疫，发挥着其他药物不可替代的重要作用，但由于我国对血制品源头单采浆站管理严格且只有小部分血制品可以进口，我国血制品长期处于供不应求的状态。

表 1：血制品分类及用途

类型	分类	适应症	使用现状
白蛋白	--	广泛应用于休克、脑水肿、肿瘤、肝病、糖尿病等患者，被称为“黄金救命药”	销售金额最大的血制品，允许国外进口，供不应求有所缓解
免疫球蛋白	主要分为血液中自带的免疫球蛋白和特异性免疫球蛋白（如狂犬、乙肝等）	免疫性疾病的治疗和传染性疾病的被动免疫和治疗	销售金额仅次于白蛋白，不允许从国外进口，特异性免疫球蛋白数量越来越多
凝血因子	凝血因子 VIII、纤维蛋白原、凝血酶原复合物等	止血作用，尤其是血友病和凝血障碍	销售金额最小，只允许从国外进口 3 种重组凝血因子，提取难度高，供不应求现象严重

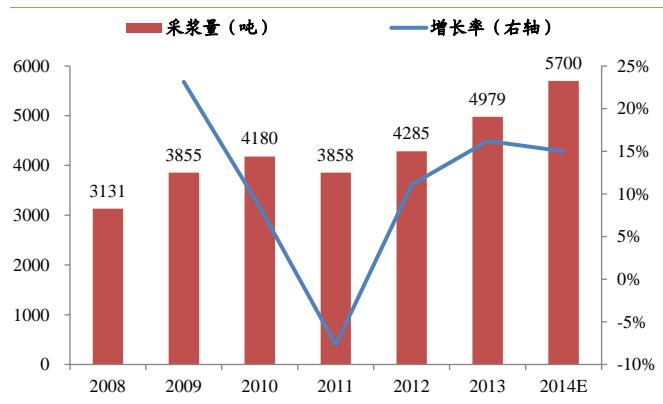
数据来源：文献调研，西南证券

#### ➤ 血制品供不应求，长期处于景气状态

2010 年卫生部测算我国采浆量需求在 8000 吨左右，随着老龄化进程加快、医改覆盖率提高、居民健康意识和支付能力提高，预计目前的采浆量需求超过 12000 吨。但是出于安全性考虑，国家对血制品进行严格管制，2014 年采浆量约为 5700 吨，远远不能满足市场需求。

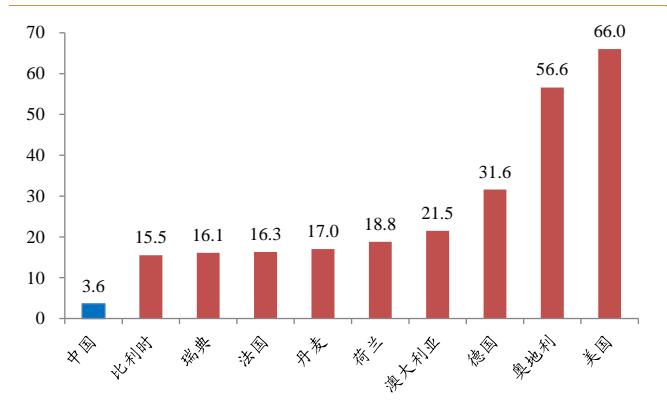
从全球来看，我国的人均采浆量也处于较低水平，远低于发达国家。2003 年，全球主要发达国家的人均血浆采浆量都在 15L/千人以上，美国更是高达 66L/千人。我国在 2013 年也仅达到了 3.6L/千人。参考发达国家的人均采浆量水平，我国的年采浆量潜力在 20000 吨左右，还有巨大的增长空间。血制品供不应求的现象将长期存在，行业处于持续景气状态。

图 8：我国采浆量增长趋势



数据来源：卫计委，西南证券

图 9：各国千人均血浆采浆量比较 (L/千人)



数据来源：Meeting Patient Need For Plasma Protein Therapies (PPTA)，西南证券

➤ 行政壁垒高，竞争格局良好

血制品来自于人体血浆，而血浆中存在的传染源可能会造成严重的交叉传染，因此受到了政府的严格管制，血制品行业面临着很高的政策壁垒。

表 2：我国血制品行业监管政策汇总

时间	事件
2010	《中华人民共和国药典》(2010年版)规定，每人每次供浆量为580ml(含抗凝剂溶液，以容积比换算质量比不超过600g)，采浆间隔不得短于14天。
2008	国家批准进口注射用重组人凝血因子VIIa。《单采血浆站管理办法》发布，规定单采血浆站由血液制品生产单位设置。
2007	国家食品药品监督管理局发布《关于实施血液制品生产用原料血浆检疫期的通知》，血液制品生产企业应当在2008年6月底以前建立原料血浆投料前的“检疫期”制度。11月开始，国家允许进口重组人凝血因子VIII。
2006	卫生部等九部委联合发布卫医发(2006)118号《关于单采血浆站转制的工作方案》，要求单采血浆站应由事业单位转制为企业，将卫生部门与单采血浆站脱钩。卫生部发布《单采血浆站质量管理规范》，该规范为单采血浆站原料血浆采集管理的基本准则。国家食品药品监督管理局发布新版血液制品GMP标准《血液制品GMP认证检查评定标准》。
2001	《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划(2001—2005年)的通知》规定，国家实行血液制品生产企业总量控制，加强监督管理，从2001年起，不再批准新的血液制品生产企业。
1997	卫生部划定血液制品生产单位原料血浆供应范围。
1995	对全国原料血浆采集点进行整顿，防止肝炎等传播性疾病通过采血发生交叉感染，各血浆站逐步由手工采浆改为机械采浆。
1990	提出每省可暂保留一个血液制品生产单位等限制性措施。
1985	卫生部和海关总署发布《关于禁止VIII因子制剂等血液制品进口的通知》，规定禁止进口人血白蛋白以外的血液制品。

数据来源：公开资料，西南证券

我国对血制品行业的管控主要体现在企业资质、单采浆站设置和血制品进口三个方面：

**企业资质：**自2001年起，国家对血制品生产企业进行总量控制，加强监督管理，不再批准新的血制品生产企业。血制品行业没有新竞争者的威胁，经过多年的并购重组，我国的血制品企业数量从60多家减少到30家左右，加之血制品供不应求，市场竞争格局良好。

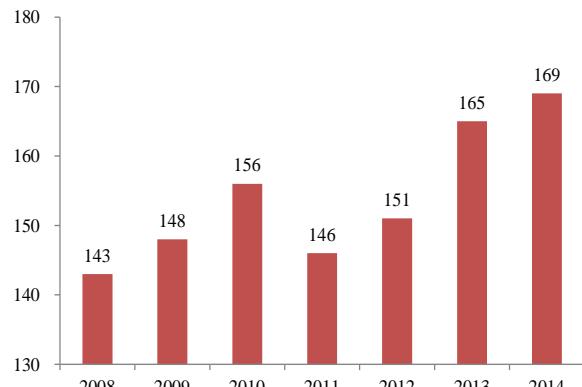
**单采浆站：**2012年发布的《关于单采血浆站管理有关事项的通知》规定血制品企业开设新的单采浆站，至少要拥有6个血制品品种(如承担国家计划免疫任务可降低要求至不少于5个品种)，而且必须同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品三大类产品。此项政策出台导致一半左右的血制品企业无法通过新设单采浆站以扩大采浆量，血制品总体产能提升有限。

**血制品进口：**出于血制品的安全性考虑，我国对血制品进口管制十分严格，除了人血白蛋白和三种重组人凝血因子(VIIa、IX和VIII)允许进口以外，其他产品一律不允许进口。

政策的严格限制导致我国单采浆站的审批十分缓慢。截止到2014年，我国共有169个浆站，自2011年贵州大规模关停单采浆站以来的年均复合增速仅为5%。2011年前卫生部陈竺部长提出“十二五”期间采浆量倍增计划，单采浆站的获批速度有所加快，2013年达到了14个，2014和2015年为各省制定单采浆站规划，审批有所放缓，随着规划逐步落实，未来2-3年内新浆站有望纷纷获批。

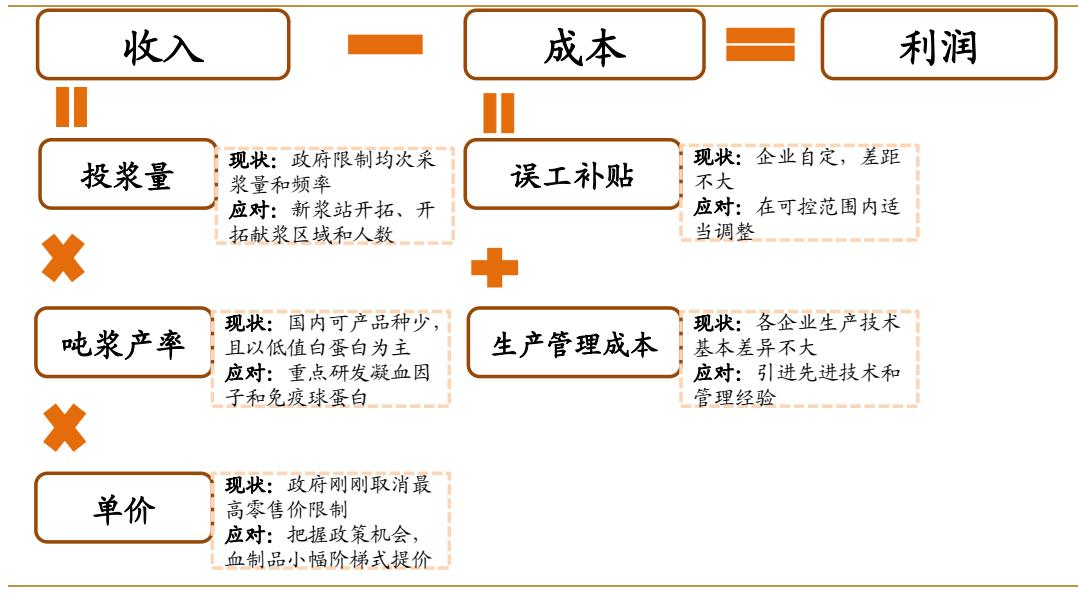
**图 10: 我国每年新获批的单采浆站数量 (个)**


数据来源: 卫计委, 西南证券

**图 11: 我国每年单采浆站总数变化趋势 (个)**


数据来源: 卫计委, 西南证券

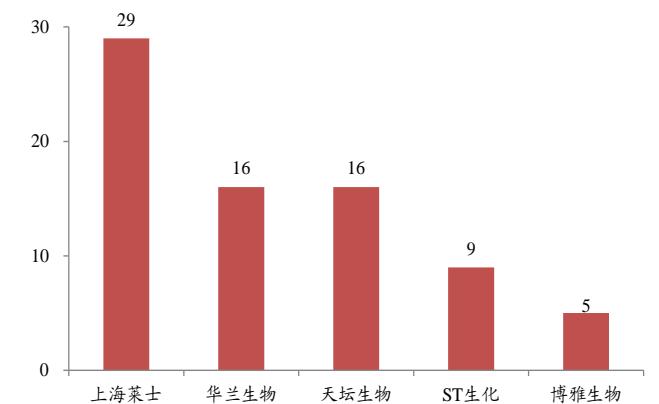
血制品企业的盈利能力可以表示为利润=收入 (投浆量  $\times$  吨浆产率  $\times$  单价) - 成本 (误工补贴+生产管理成本)。成本属于刚性支出, 调整幅度不大, 核心在于提高收入能力, 即增加浆站数量、血制品数量和提升单价。我们将从投浆量、吨浆产率、单价和成本四个方面说明博雅生物是最具业绩弹性的血制品企业。

**图 12: 血制品企业盈利能力分析体系**


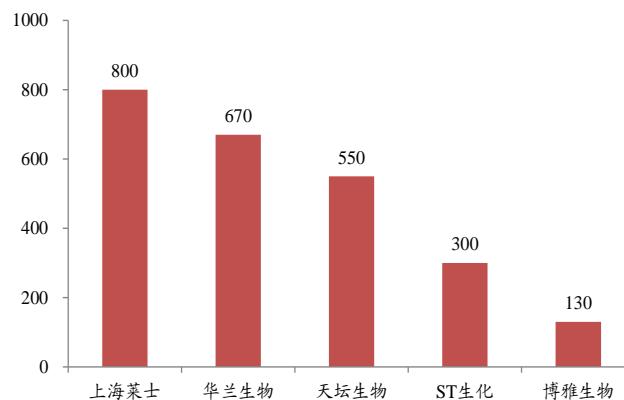
数据来源: 西南证券

## 2.2 浆站获批能力强, 采浆量将实现快速增长

目前我国有 5 家以血制品为主业的 A 股上市公司。从单采浆站数量和采浆量来看, 以并购为导向的上海莱士都处于行业龙头地位, 而公司规模最小。

**图 13: 2014 年血制品上市公司单采浆站数量比较 (个)**


数据来源: 各公司公告和网站, 西南证券

**图 14: 2014 年血制品上市公司采浆量比较 (吨)**


数据来源: 各公司公告和网站, 西南证券

目前公司拥有 8 个浆站, 其中 5 个是上市前获批的老浆站, 3 个新浆站今年正式运营, 其中江西丰城和信丰浆站从 2015 年 2 月起可以正式采浆, 四川邻水的浆站从 2015 年 7 月起可以正式采浆。

**表 3: 公司各单采浆站情况汇总**

单采浆站	所在地	批准时间	覆盖范围	人口 (万人)	采浆量峰值预测 (吨)
崇仁浆站	江西抚州市	上市前	崇仁县、宜黄县、乐安县和临川区部分乡镇 (8个乡镇)	118	35
南城浆站	江西抚州市	上市前	南城县、南丰县、广昌县、黎川县、临川区部分乡镇 (17个乡镇)、东乡县马圩乡	160	40
金溪浆站	江西抚州市	上市前	金溪县、资溪县、东乡县 (除马圩乡外)	83	30
南康浆站	江西赣州市	上市前	赣县所有乡镇 (县城城区除外)、南康市、于都县、上犹县、大余县、崇义县	307	65
岳池浆站	四川广安市	上市前	岳池县	119	40
邻水浆站	四川广安市	2013 年 4 月	邻水县	103	40
丰城浆站	江西宜春市	2014 年 12 月	丰城市、高安市、樟树市	313	75
信丰浆站	江西赣州市	2014 年 12 月	信丰县、安远县、寻乌县、定南县、全南县、龙南县	220	55

数据来源: 公司公告, 公开资料, 西南证券

公司的 3 个新浆站覆盖的人口较多, 具有较大的采浆潜力。随着 3 个浆站逐渐成熟, 公司采浆量将实现高速增长, 预计 2015-2017 年的采浆量年均复合增速有望达到 39%, 各浆站的采浆量预测如下:

**表 4: 公司采浆量预测 (吨)**

采浆量	2013	2014	2015E	2016E	2017E
5 个老浆站	110	130	150	194	243
同比增长率		18%	15%	30%	25%
邻水浆站			5	15	25
丰城浆站			13	35	45
信丰浆站			10	25	35
<b>合计</b>	<b>110</b>	<b>130</b>	<b>178</b>	<b>269</b>	<b>348</b>
同比增长率		18%	37%	52%	29%

数据来源: 西南证券

公司浆站位于江西和四川，其中江西 6 个，四川 2 个，都属于公司拓展浆站的优势地区。公司在这 2 个省具有较强的浆站拓展能力，未来继续获批新浆站是大概率事件。

在江西，公司是省内唯一的血制品生产企业和抚州市唯一的上市公司，公司发展得到当地政府大力支持：上市前公司 4 个浆站，覆盖了整个抚州市以及赣州市的 1/3，2014 年底又在宜春市和赣州市分别获批了 1 个浆站，未来还很可能在这两个地市继续获批 3 个新浆站。背靠本土优势，公司还有望在江西省其他地市开拓更多浆站。

在四川，公司在广安市获批了 2 个浆站，覆盖人口均在 100 万以上，从行政区域上看，未来还可能再拓展 2 个浆站。四川是人口大省也是采浆大省，批准的浆站数量达到 24 个。除了四川本土的血制品企业成都蓉生和远大蜀阳以外，公司是唯一获准在四川境内设立单采浆站的外省血制品企业，可见公司在四川拥有很强的浆站拓展能力，借助广安市浆站运作的成功经验，未来还很可能在四川省其他地市获批新浆站。

**我们认为：**公司浆站数量和采浆量与同行业上市公司相比规模较小，但随着 3 个新浆站投产，采浆量增长的弹性也最高，预计 2015-2017 年的采浆量复合增速将达到 39%。而且公司在江西和四川的浆站拓展能力强，未来还可能会有更多新浆站陆续获批。

## 2.3 血制品种类扩充，吨浆产率提升空间大

从血浆综合利用率来看，我国血制品企业与国际主流企业相比差距较大，国外企业普遍都能提取 20 多种血制品，部分企业甚至能提取 30 多种，而我国血制品企业最多只能提取 11 种，公司能提取 7 种血制品，在行业内处于中游水平，在血制品开发方面还存在巨大的发展空间。

表 5：上市公司血制品产品线比较

品种	上海莱士	华兰生物	天坛生物	ST 生化	博雅生物
	11 个	11 个	8 个	6 个	7 个
人血白蛋白	√	√	√	√	√
人免疫球蛋白	√	√	√	√	√
静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√
冻干静注人免疫球蛋白					√
破伤风人免疫球蛋白	√	√		√	
狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√
乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√
人凝血因子 VIII	√	√	√		
人凝血酶原复合物	√	√			
外用冻干人凝血酶	√	√			
外科用冻干人纤维蛋白胶	√	√			
人纤维蛋白原	√	√	√		√
组织胺人免疫球蛋白			√		

数据来源：各公司公告和网站，西南证券

公司目前正在通过自主研发和技术引进不断增加血制品种类，预计 2017 年底有望达到 10 种左右。进展最快的凝血因子 VIII 已进入 III 期临床试验，预计将在 2016 年下半年获批。

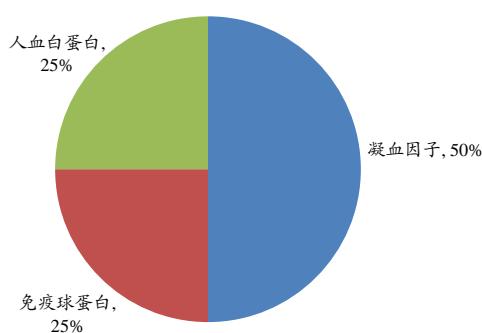
**表 6：公司在研血制品产品线**

类别	产品	研发进度	备注
凝血因子	凝血因子 VIII	III 期临床试验	预计 2016 年下半年进入规模化生产
	凝血酶原复合物	临床前	预计 2017 年下半年进入规模化生产
	vWF 因子	临床前	从法国引进，国内独家，市场空间达到 3 亿元，处于小试阶段
	人纤维蛋白胶	临床前	
免疫球蛋白	手足口病人免疫球蛋白	申报临床	
	破伤风人免疫球蛋白	临床前	

数据来源：公司公告，西南证券

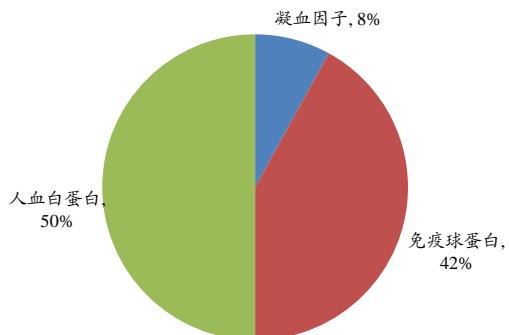
公司重点研发的产品中包括 4 个凝血因子品种，这也与全球的血制品消费习惯一致。从血制品消费结构来看，凝血因子已成为主流用药产品，产值约占血制品行业的 50% 左右。但在我国由于长期形成的消费习惯以及凝血因子提取技术难度较高，国内仍然以人血白蛋白为主，凝血因子仅占血制品市场的 8% 左右，还存在巨大的增长空间。

**图 15：国际血制品市场产品结构**



数据来源：公司公告，西南证券

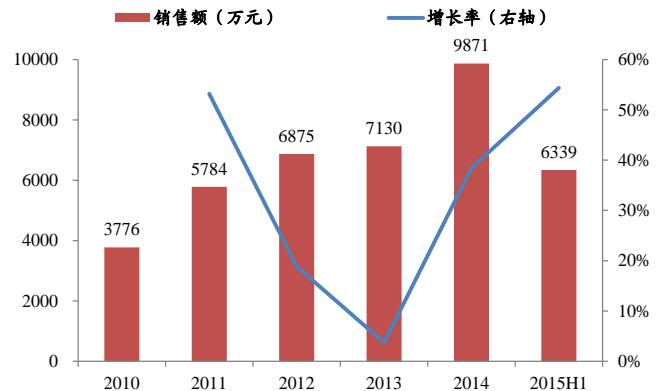
**图 16：我国血制品市场产品结构**



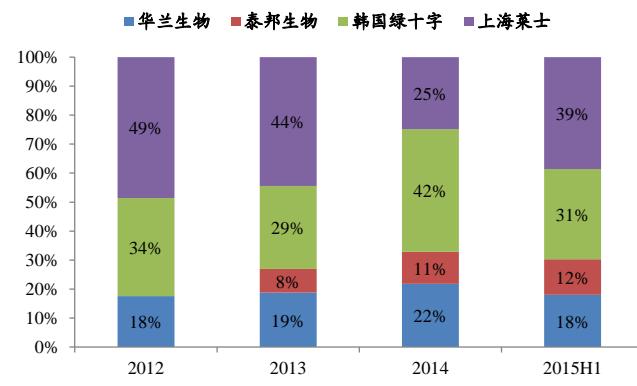
数据来源：公司公告，西南证券

### ➤ 凝血因子 VIII

凝血因子长期处于供不应求的状况，在 PDB 样本医院的销售额成逐年增长态势。以凝血因子 VIII 为例，2015 年上半年在样本医院的销售额达到 6339 万元，同比增长 54%，正处于高速放量阶段。凝血因子 VIII 主要有 4 个生产商，竞争格局较好，新进入者能够通过产能提升迅速抢占市场份额，如泰邦生物的凝血因子 VIII 仅上市 1 年就抢占了 8% 的市场份额，3 年内市场份额达到 12%。由于凝血因子供不应求现象严重，公司的凝血因子 VIII 上市后也有望像泰邦生物一样实现迅速放量。

**图 17: 凝血因子 VIII 在样本医院的销售额增长趋势**


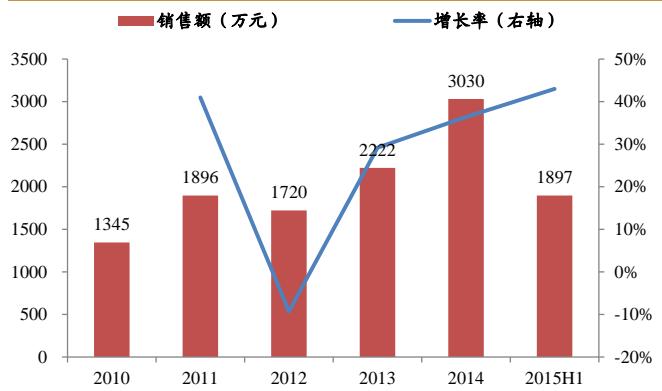
数据来源: PDB, 西南证券

**图 18: 凝血因子 VIII 在样本医院的市场竞争格局**


数据来源: PDB, 西南证券

### ➤ 凝血酶原复合物和人纤维蛋白原

凝血酶原复合物和人纤维蛋白原的市场规模保持高速增长势头。2015年上半年,凝血酶原复合物在样本医院的销售额达到1897万元,同比增长43%。2015年上半年,人纤维蛋白原在样本医院的销售额达到2905万元,同比减少13%,主要原因是上海莱士上半年批签发数量出现大幅度减少。

**图 19: 凝血酶原复合物在样本医院的销售额增长趋势**


数据来源: PDB, 西南证券

**图 20: 人纤维蛋白原在样本医院的销售额增长趋势**


数据来源: PDB, 西南证券

### ➤ vWF 因子

公司近期还从法国 LFB 公司引入了 vWF 因子, 属于国内独家品种。vWF 因子主要用于治疗血管性血友病,发病率约为 2.3-11.0/10 万人。参考 vWF 在欧美国家的需求量为凝血因子 VIII 的 1/10,预计终端销售额将达到 3 亿元。公司是国内率先从国际血制品巨头引入新产品技术的血制品企业,并与 LFB 等国际血制品巨头都建立了密切联系,未来很可能继续引入更多技术开发新产品投入国内市场,进一步充实产品线。

随着公司众多在研的血制品陆续获批,公司净利润将显著提升。仅以凝血因子 VIII 为例,目前公司的凝血因子 VIII 已经完成了大规模生产验证,只待获批后即能满产运行,预计吨浆收入将增加 20 万,按照年投浆量=去年采浆量\*40%+今年采浆量\*60%计算,2017 年的投浆量约为  $228*40\%+286*60\% = 262.8$  吨,预计当年将新增产值 5000 万元,按照年度销售 60% 计算,可增加 3000 万收入,预计可新增利润 1800 万元左右。

## 2.4 血制品限价时代终结，有望实现阶梯式提价

血制品属于刚需，关系到众多患者的生命安全和经济负担，因此一直受到发改委最高零售价的限制。

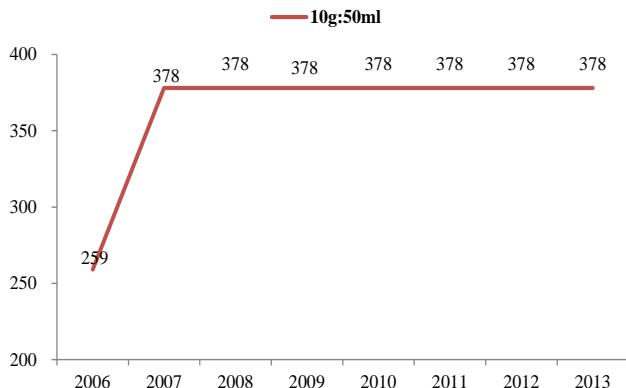
表 7：发改委对血制品最高零售价的管理措施

时间	政策	具体内容
2013	《关于调整呼吸解热镇痛和专科特殊用药等药品价格及有关问题的通知》	上调白蛋白、破伤风免疫球蛋白、人狂犬免疫球蛋白、人免疫球蛋白的最高零售价
2012	《关于调整免疫、抗肿瘤和血液系统类等药品价格及有关问题的通知》	调整静丙、人纤维蛋白原、人凝血因子VIII的最高零售价
2007	《关于公布人血白蛋白临时最高零售价格的通知》	上调白蛋白销售价格至 360 元/瓶 (10g: 50ml 规格)，青海等九个供应紧张省份提价至 378 元/瓶
2006	《关于精氨酸等 354 种药品最高零售价格的通知》	调整人血白蛋白、凝血酶原复合物、破伤风免疫球蛋白、抗血友病球蛋白的最高零售价格

数据来源：发改委，西南证券

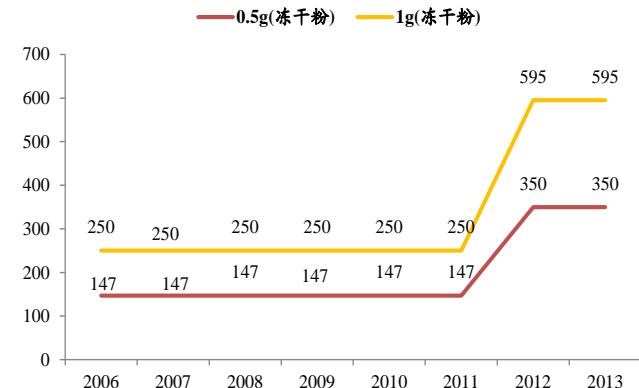
但是由于血制品供不应求，即便有着发改委最高零售价的限制，血制品价格仍然一路走高。如发改委将 10g:50ml 规格的最高零售价从 259 元上调到到 378 元，0.5g 人纤维蛋白原冻干粉的最高零售价也从 147 元上调到 350 元。

图 21：白蛋白最高零售价变化趋势 (元)



数据来源：发改委，西南证券

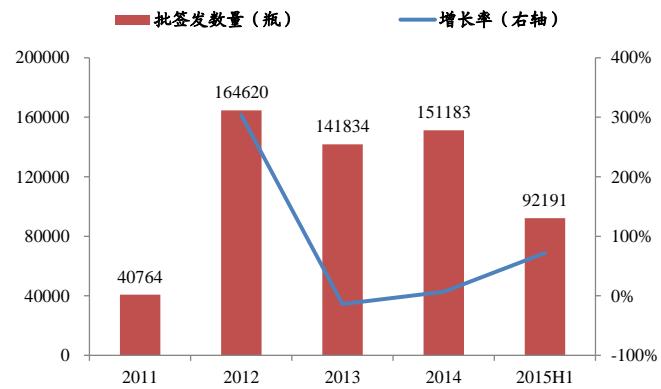
图 22：人纤维蛋白原最高零售价变化趋势 (元)



数据来源：发改委，西南证券

今年上半年，发改委等中央部委联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，自 2015 年 6 月起，血制品等药品的最高零售价限制正式放开，改由市场调节，打破了血制品涨价的天花板，血制品行业将迎来涨价浪潮。

从涨价空间来看，纤维蛋白原供不应求严重，而且公司占据了市场接近 50% 的份额，市场影响力大，提价空间最大，预计远期提价空间不低于 40%；静注人免疫球蛋白虽然也存在未满足需求，但市场份额小，主要随着整个血制品行业进行涨价，预计有 20% 左右的提价空间；白蛋白可从国外进口，且国外价格低于国内，基本上不存在涨价空间。

**图 23: 公司纤维蛋白原 (5g瓶) 批签发数量增长趋势**


数据来源: 中检所, 西南证券

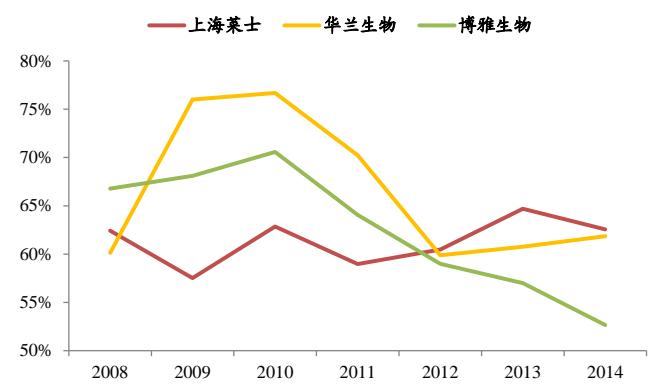
虽然行业内部普遍认为随着最高零售价取消, 除了可大规模进口的白蛋白以外, 血制品至少存在 20%-30% 的提价空间。但我们认为血制品属于救命必备药, 而且价格仍然受到发改委的密切监测, 在短期内不可能出现大幅提升, 只会出现阶梯式逐步提升, 每年的价格预计能有 5%-10% 的提价空间, 逐步给血制品企业贡献更多利润。

今年华兰生物率先提价, 整体提价幅度在 5% 以上, 预计其他血制品企业也将纷纷跟随, 血制品未来几年将迎来小幅度阶梯式提价。公司的血制品收入规模在血制品上市公司中最小, 提价给公司带来的业绩弹性也会更大。

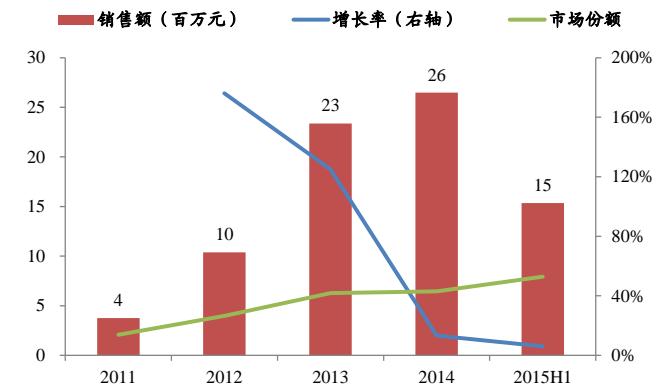
## 2.5 采浆成本增速放缓, 公司盈利能力有望提升

在血制品生产成本构成中, 血浆成本是最大的一块, 占比在 60% 以上, 对企业盈利能力影响很大。为了稳定供血浆者队伍, 同时吸引更多人加入供血浆者行列, 血制品企业都采取各种手段来提高供浆补贴。供浆补贴从早期的 80 元/次左右提高到 220 元/次左右, 单人每次献浆的总体补贴约在 260-280 元左右。另外血制品监管严格, 血制品企业需要持续投入加强检测, 导致整个血制品行业的采浆成本持续上升。

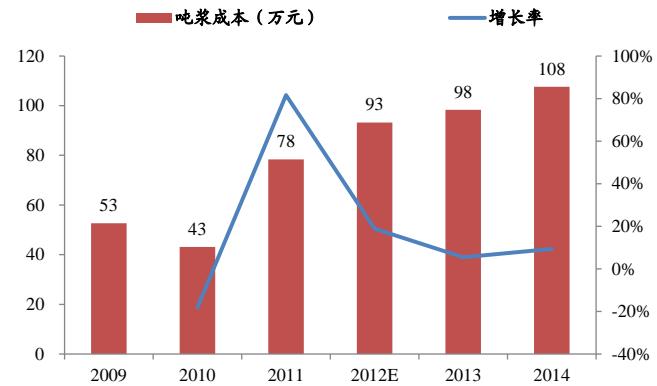
从毛利率来看, 整个血制品行业的毛利率都在逐步下滑, 上海莱士、华兰生物都出现了明显下滑。2014 年公司血制品的毛利率为 53%, 比最高峰时期下滑 18 个百分点。

**图 25: 血制品企业毛利率出现下滑**


数据来源: Wind, 西南证券

**图 24: 公司纤维蛋白原 (5g瓶) 在样本医院销售额增长趋势**


数据来源: PDB, 西南证券

**图 26: 公司吨浆成本增长趋势**


数据来源: 公司公告, 西南证券

随着采浆成本上升，公司的吨浆成本也出现明显升高，2014年约为108万元/吨，同比增长9%。但是从采浆成本的变化趋势来看，吨浆成本增长的趋势有所放缓。我们认为：公司采浆成本增速放缓，收入增速将大幅超过成本增速，进而带动公司毛利率提升，增强公司盈利能力。

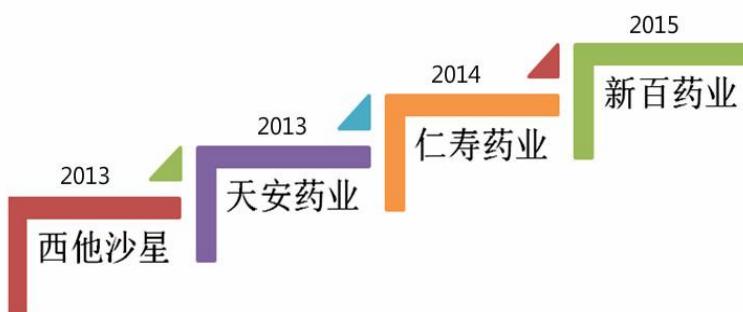
我们认为：在血制品企业中，博雅生物的采浆量、血制品数量和收入与同行业上市公司相比规模较小，但随着新浆站投产、新品种获批在即、提价预期和成本增速放缓，带来的业绩弹性在血制品企业中最高，未来3年将保持高增长势头，是最值得重点推荐的血制品标的。

### 3. 多元化发展趋势明朗，外延式扩张值得期待

#### 3.1 知名 PE 控股，多元化并购趋势明显

公司大股东高特佳是医疗领域的知名PE投资公司，专注于医疗健康产业的资本化运作。在高特佳的产业化运作思路下，公司积极外延扩张，实现高速增长。在做大做强血制品业务的同时，公司也在积极通过并购进入新的细分领域，寻求新的增长空间。2013年底以来，公司先后收购了西他沙星、天安药业、仁寿药业和新百药业（等待证监会审批，预计年内有望完成），以打造糖尿病、生化药、肝病科、妇产科等多个药品平台，最终形成多元化、综合性医药集团。

图 27：公司非血制品业务扩张步伐



数据来源：公司公告，西南证券

#### 3.2 降糖药市场前景广阔，天安药业产能扩张在即

国际糖尿病联盟（IDF）的最新统计数据显示，2013年我国的糖尿病患病人数达到9840万，是全球糖尿病第一大国，而且还在随着人口老龄化、不健康饮食而逐年增长。据预测，我国的糖尿病患病人数在2035年将达到1.4亿。庞大的糖尿病患者人群也带来了我国的糖尿病药物市场迅速扩张。2014年我国糖尿病药物市场规模达到190亿元，同比增长13%。但从糖尿病人均治疗费用来看，我国仅为431美元，仅为俄罗斯的1/3、欧洲的1/10和美国的1/25，市场规模还有巨大的发展空间。

天安药业瞄准广阔的降糖药市场，以经典口服降糖药二甲双胍为核心，积极向磺酰脲类、噻唑烷二酮类、格列奈类延伸，覆盖了《中国2型糖尿病防治指南》推荐的绝大多数主流降糖药品种。

**表 8: 天安药业降糖药产品线**

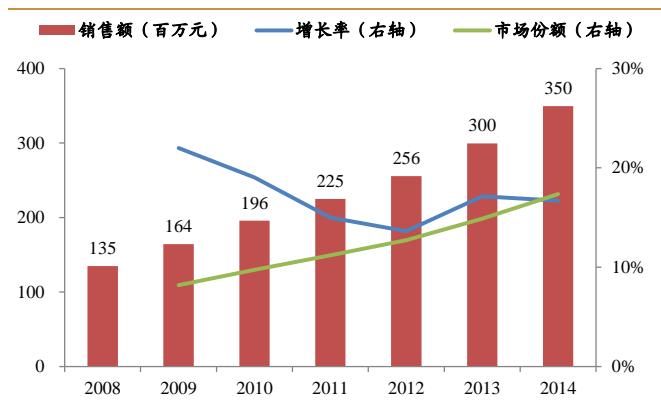
类型	产品	备注
双胍类	盐酸二甲双胍片、盐酸二甲双胍肠溶片	医保甲类、基药、低价药
磺酰脲类	格列吡嗪	医保甲类、基药、低价药
	格列美脲片	医保乙类、基药、低价药
噻唑烷二酮类	吡格列酮	医保乙类
格列奈类	米格列奈钙	现场检查

数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 28: 中国 2 型糖尿病推荐治疗方案**

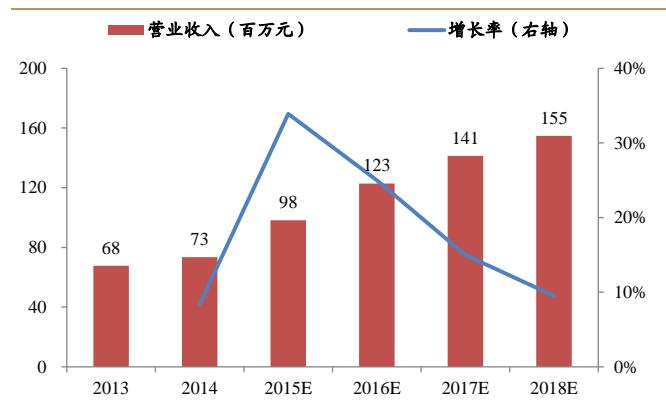

数据来源: 公司公告, 西南证券

双胍类是使用时间最久、应用范围最广的口服降糖药。PDB 数据显示, 2014 年样本医院的二甲双胍销售额达到 3.5 亿元, 同比增长 16.7%。

**图 29: 二甲双胍在样本医院的销售额增长趋势**


数据来源: PDB, 西南证券

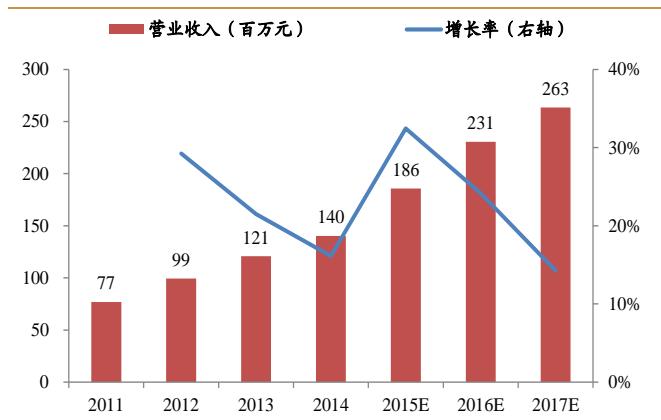
盐酸二甲双胍肠溶片是天安药业的核心产品, 销售占比超过 50%。随着公司对营销网络进行整合及加大非血制品销售力度, 二甲双胍有望延续高增长态势。预计 2015 年二甲双胍收入将达到 9828 万元, 同比增长 33.9%, 2018 年有望突破 1.6 亿元。

**图 30: 天安药业二甲双胍营业收入增长预测**


数据来源: 公司公告, 西南证券

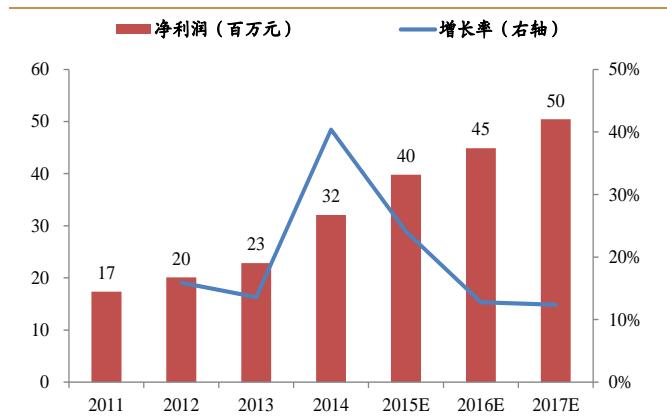
2014年，天安药业的营业收入和净利润分别为1.4亿元和3200万元，同比增长16.1%和40.4%，预计2015-2017年期间营收和净利润的年均复合增长率分别为23.4%和16.3%。随着天安药业15亿片剂、胶囊剂生产线项目投产解决产能瓶颈后，有望迎来新一轮高速增长。公司并不仅仅满足于现有的降糖药产品线，后续还可能通过并购 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂等其他降糖药品种，进一步丰富产品组合，并借助现有的客户群体向糖尿病管理业务延伸，逐步打造糖尿病综合业务大平台。

图 31: 天安药业营业收入增长趋势



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 32: 天安药业净利润增长趋势



数据来源: 公司公告, 西南证券

### 3.3 新百药业预计明年并表，显著增厚公司业绩

近期，公司公告称拟收购新百药业100%股权。新百药业主营业务为生化药。生化药是从动植物器官、组织、血浆、细胞中分离纯化而制备的基本生化成分，具有高效、低毒、量小的临床效果。与化学制剂相比，生化药的毒副作用更小，安全性更高。随着人们健康意识的提升和对纯天然物质的青睐，生化药受到的重视将不断提升。

生物药来自动植物特定部位的提取物，但是随着国家对药品源头的监管逐渐严格以及药品标准提升，近年来获批的生化药品种很少。随着药品审批和监管制度趋严，拥有生化药批文的企业也很可能会成为稀缺资源。今年上半年CFDA就连发三文，要求对生化药行业进行核查，涉及原料供货渠道、生产工艺及质量控制等环节。在行业监管趋严的大背景下，新百药业凭借众多生化药批文将成为国内稀缺的生化药平台。目前新百药业拥有44个品种，绝大多数都是生化药，主要产品包括骨肽、缩宫素和肝素钠。

表 9: 新百药业主营生化药品种

药品	适应症	医保
骨肽	治疗风湿、类风湿性关节炎、骨质增生，骨折	处方药、地方医保、非基药
缩宫素	用于引产、催产、产后及流产后因宫缩无力或缩复不良而引起的子宫出血	处方药、全国医保、基药
肝素钠	防治血栓形成或栓塞性疾病、各种原因引起的弥漫性血管内凝血 (DIC)、抗凝作用	处方药、全国医保、基药/非基药

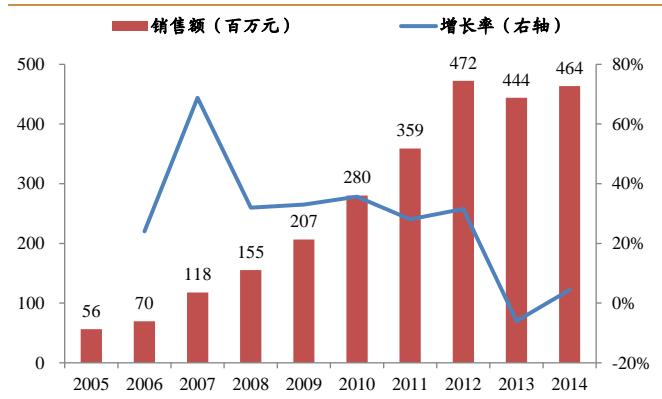
数据来源: 公司公告, 西南证券

## ➤ 骨肽系列

骨肽系列使用范围十分广泛，虽然没有进入全国医保目录，但进入了 11 个省份的地方医保目录。PDB 数据显示 2014 年样本医院的骨肽系列销售额达到 4.6 亿元，同比增长 4%，2005-2014 年期间的复合增速达到 26%。

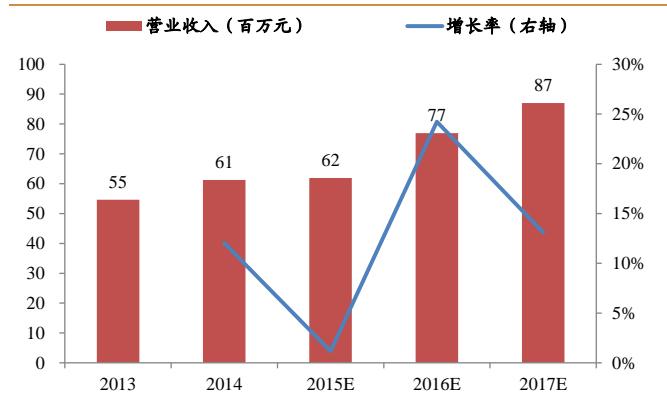
新百药业拥有的骨肽系列品种和规格齐全，涵盖注射剂、片剂、注射用骨肽等多个规格，形成了丰富的剂型组合，能够充分发挥协同效应。2014 年公司骨肽系列收入达 6122 万元，同比增长 12%，是行业平均增速的 3 倍，预计 2017 年将达到 8701 万元，2015-2017 年的年均复合增速将达到 12%。

图 33：样本医院骨肽系列销售额增长趋势



数据来源：PDB, 西南证券

图 34：新百药业骨肽系列营业收入增长预测



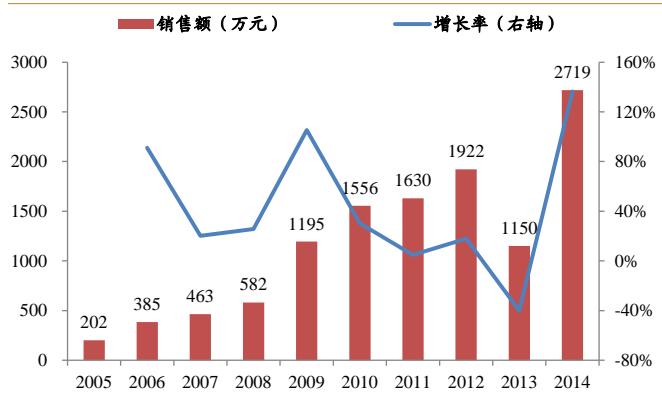
数据来源：公司公告，西南证券

## ➤ 缩宫素系列

缩宫素主要用于子宫出血治疗，博雅生物的血制品也以产科为重点销售科室，在渠道上能够形成协同效应。PDB 数据显示 2014 年样本医院的缩宫素销售额达到 2719 万元，同比增长 136%，2005-2014 年期间的复合增速达到 34%。

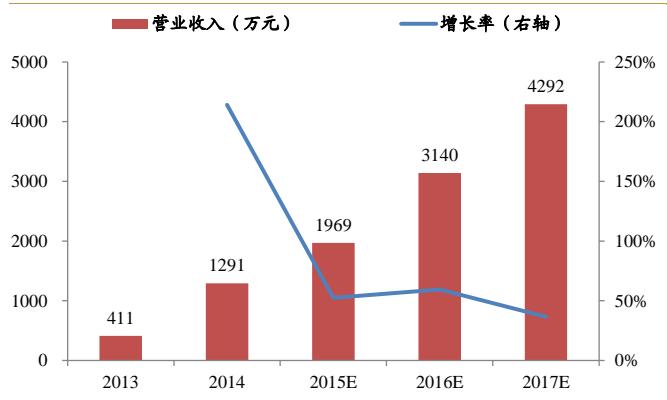
2014 年新百药业的缩宫素营业收入达到 1291 万元，同比增长 214%，远高于行业平均增速，处于高速增长放量阶段。公司拥有 3 个注射液批件和 2 个冻干粉批件，产品规格最齐全。预计 2017 年缩宫素收入将达到 4292 万元，2015-2017 年期间的复合增速达到 49%。

图 35：样本医院缩宫素销售额增长趋势



数据来源：PDB, 西南证券

图 36：新百药业缩宫素营业收入增长预测



数据来源：公司公告，西南证券

除了骨肽、缩宫素和肝素钠系列以外，新百药业还拥有数十个生化药批文，包括凝血酶冻干粉、胰岛素注射液、垂体后叶注射液、注射用胸腺肽等多个重磅品种。但是由于新百药业不是原大股东的重点发展方向，导致许多生化药品种没有充分发挥作用，处于停产或低产能状态。完成对新百药业的收购后，公司将重启和加大生化药的生产和销售力度，将新百药业打造成生化药平台，凭借优质优价策略，结合公司现有营销渠道优势，推动产品销售额迅速提升。新百药业的业绩承诺为 2015-2017 年扣非后净利润不低于 3500 万元、4500 万元和 5500 万元。预计新百药业将于 2016 年并表，公司当期营业收入和净利润将分别提高 37% 和 25%，显著增厚公司业绩。

## 4. 盈利预测

### 4.1 主营业务盈利预测

随着公司 2015-2017 年采浆量大幅度提升，血制品收入也将出现高增长，尤其是静注人免疫球蛋白供不应求现象最严重，公司纤维蛋白原批签发数量约占总批签发数量的一半，这两个产品提价预期最强烈，预计生产也会向其倾斜，增长速度可能最快。

根据公司调研和基本面分析，我们对 2015-2017 年公司主营业务的预测如下：

(1) 预计 2015-2017 年静注人免疫球蛋白的增长率分别为 1%、20%、35%，毛利率分别为 50%、55%、55%；

(2) 预计 2015-2017 年纤维蛋白原的增长率分别为 63%、80%、100%，毛利率分别为 58%、62%、65%；

(3) 预计 2015-2017 年盐酸二甲双胍肠溶片的增长率分别为 30%、25%、20%，毛利率分别为 76%、76%、75%。

**表 10：公司业务分拆收入预测 (百万元)**

	2014A	2015E	2016E	2017E
总计				
营业收入	437.8	511.0	899.0	1,179.9
Yoy	78%	17%	76%	31%
营业成本	167.6	196.5	397.4	508.9
毛利率	62%	62%	56%	57%
血制品合计				
收入	295.4	336.2	444.6	647.7
yoY	20%	14%	32%	46%
成本	129.7	156.0	193.1	274.0
毛利率	56%	54%	57%	58%
其中：人血白蛋白				
收入	129.6	141.2	176.5	229.5
yoY	38%	9%	25%	30%
成本	60.3	71.8	88.3	117.0

	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率	53%	49%	50%	49%
<b>其中: 静注人免疫球蛋白</b>				
收入	95.4	96.3	115.5	156.0
yoy	-17%	1%	20%	35%
成本	44.7	48.3	52.0	70.2
毛利率	53%	50%	55%	55%
<b>其中: 狂犬病人免疫球蛋白</b>				
收入	38.0	45.6	57.0	71.2
yoy	7214%	20%	25%	25%
成本	11.1	13.7	16.5	19.9
毛利率	71%	70%	71%	72%
<b>其中: 纤维蛋白原</b>				
收入	32.5	53.1	95.5	191.0
yoy	27%	63%	80%	100%
成本	13.6	22.3	36.3	66.9
毛利率	58%	58%	62%	65%
<b>非血制品合计</b>				
收入	139.3	174.8	454.4	532.2
yoy		25%	160%	17%
成本	39.2	40.4	204.3	234.9
毛利率	72%	77%	55%	56%
<b>其中: 安多可 (盐酸二甲双胍肠溶片)</b>				
收入	73.4	95.7	119.6	143.5
yoy	8%	30%	25%	20%
成本	20.0	23.0	28.7	35.9
毛利率	76%	76%	76%	75%
<b>其中: 安多明 (羟苯磺酸钙胶囊)</b>				
收入	25.6	26.2	27.5	30.3
yoy	12%	2%	5%	10%
成本	10.6	8.9	9.1	10.0
毛利率	66%	66%	67%	67%
<b>其中: 安多美 (格列美脲片)</b>				
收入	19.3	26.5	33.1	38.1
yoy	17%	37%	25%	15%
成本	3.5	2.9	3.6	4.2
毛利率	89%	89%	89%	89%
<b>其中: 安多健 (盐酸吡格列酮分散片)</b>				
收入	18.8	23.4	30.5	39.6
yoy	104%	24%	30%	30%

	2014A	2015E	2016E	2017E
成本	4.2	4.2	5.5	7.1
毛利率	83%	82%	82%	82%
<b>其中：其他非血制品</b>				
收入	2.1	3.0	4.0	6.0
yoy		42%	33%	50%
成本	0.9	1.4	1.9	2.8
毛利率	53%	53%	53%	53%
<b>其中：新百药业</b>				
收入	235.8	200.3	239.7	274.7
yoy	13%	-15%	20%	15%
成本		132.0	155.5	174.9
毛利率	28%	34%	35%	36%

数据来源：Wind, 西南证券（假设新百药业从 2016 年开始并表）

综上所述，我们预计公司 2015-2017 年的公司营业收入和净利润的年均复合增速分别为 39% 和 46%。

## 4.2 绝对估值

关键假设如下

- (1) 永续期增长率为 2%;
- (2)  $\beta$  系数选用生物制品（申万分类）行业最近 60 个月  $\beta$  值的算术平均;
- (3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 11：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.00%
无风险利率 $R_f$	3.50%
市场组合报酬率 $R_m$	11.00%
有效税率 $T_x$	15.00%
过渡期增长率	8.00%
$\beta$ 系数	0.84
债务资本成本 $K_d$	8.50%
债务资本比重 $W_d$	14.00%
股权资本成本 $K_e$	10.18%
WACC	9.80%

数据来源：wind, 西南证券

**表 12: FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
FCFF	88.74
EBIT	164.44
EBIT* (1-所得税税率)	139.10
折旧与摊销	33.71
营运资金的净变动	0.93
核心企业价值	3032.54
净债务价值	-902.60
股票价值	3935.14
每股价值	17.30

数据来源: wind, 西南证券

**表 13: FCFF 估值敏感性分析 (元)**

WACC	8.70%	9.20%	9.70%	10.20%	10.70%
1.0%	18.12	17.08	16.16	15.35	14.62
1.5%	18.86	17.71	16.70	15.81	15.02
2.0%	19.70	18.42	17.30	16.33	15.47
2.5%	20.68	19.24	17.99	16.92	15.97
3.0%	21.84	20.19	18.79	17.58	16.54

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 17.30 元。

### 4.3 相对估值

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.59 元、0.85 元、1.22 元。考虑到公司在血制品上市公司中规模小, 但业绩弹性最大, 预计 2015-2017 年采浆量复合增速达 39%, 而且还存在提价预期和新产品获批, 净利润复合增速将达到 46%, 市值被严重低估; 公司在血液制品企业中拥有国际视角, 发展格局最大; 而且公司还在向积极拓展非血制品业务, 外延式扩张预期强烈; 鉴于公司内生增长快、市值小、有格局、有催化剂, 应该享受行业估值溢价, 给予其 2016 年 50 倍 PE, 对应目标价为 42.50 元, 上调至“买入”评级。

**表 14: 生物制品可比公司盈利预测相对估值**

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			14A	15E	16E	14A	15E	16E
002007.SZ	华兰生物	37.73	0.93	1.12	1.35	41	34	28
002252.SZ	上海莱士	42.05	0.45	0.49	0.52	93	86	81
300142.SZ	沃森生物	48.70	0.61	0.14	0.31	80	345	159
生物制品行业中值						79	52	42
生物制品行业均值						175	111	56

数据来源: Wind, 西南证券 (截至 2015 年 10 月 9 日)

## 5. 风险提示

### (1) 血制品行业政策或发生变动的风险

血制品行业由于存在交叉传染的风险而受到国家密切监控，以前也曾出现过由于传染病爆发导致采血浆站大规模关停的情况，因此可能存在一定的政策风险。

### (2) 新产品开发或低于预期的风险

公司目前有多个血制品处于研发阶段，随着国家对药品临床试验和注册审批的要求提高，公司新产品研发的进度会受到影响，可能存在新产品无法在预期时间内获批的风险。

### (3) 非血制品业务整合或不达预期的风险

公司已并购了天安药业和仁寿药业，近期还公告拟收购新百药业，非血制品业务产品线较多，营销渠道和研发力量也比较分散，可能存在业务整合不达预期的风险。

### (4) 拟收购企业盈利或不及预期的风险

公司非公开发行拟完成对新百药业的收购，新百药业承诺 2015-2017 年净利润分别为 3500 万、4500 万和 5500 万，受到全国药价降低和市场竞争加剧的影响，可能存在业绩不达预期的风险。

**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	510.96	898.98	1179.89	净利润	115.20	148.15	247.50	354.25
营业成本	167.59	196.48	397.37	508.89	折旧与摊销	27.72	33.71	46.44	58.11
营业税金及附加	3.94	4.43	7.89	10.36	财务费用	-10.51	-5.11	-53.94	-70.79
销售费用	63.75	76.64	116.87	141.59	资产减值损失	1.71	2.00	0.00	0.00
管理费用	77.67	91.97	143.84	176.98	经营营运资本变动	-104.04	0.93	-150.85	-91.69
财务费用	-10.51	-5.11	-53.94	-70.79	其他	91.80	-27.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.71	2.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	121.88	152.68	89.15	249.87
投资收益	-4.24	25.00	0.00	0.00	资本支出	-19.93	-85.00	-253.50	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-114.53	25.00	-49.44	0.00
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	-60.00	-302.94	-30.00
<b>营业利润</b>	<b>129.39</b>	<b>169.55</b>	<b>286.96</b>	<b>412.87</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>175.13</b>	<b>292.58</b>	<b>418.63</b>	股权融资	0.00	0.00	753.27	0.00
所得税	20.71	26.98	45.08	64.38	支付股利	-37.90	-46.52	-61.71	-103.79
<b>净利润</b>	<b>115.20</b>	<b>148.15</b>	<b>247.50</b>	<b>354.25</b>	其他	0.00	5.11	53.94	70.79
少数股东损益	11.02	14.18	19.80	28.34	筹资活动现金流净额	-37.90	-41.41	745.50	-32.99
归属母公司股东净利润	104.18	133.97	227.70	325.91	<b>现金流量净额</b>	<b>-50.48</b>	<b>51.27</b>	<b>531.71</b>	<b>186.88</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
货币资金	345.94	397.20	928.92	1115.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	82.46	113.08	204.16	259.42	销售收入增长率	78.49%	16.71%	75.94%	31.25%
存货	127.53	149.51	302.38	387.24	营业利润增长率	37.90%	31.03%	69.25%	43.88%
其他流动资产	46.75	17.51	30.80	40.43	净利润增长率	39.88%	28.60%	67.06%	43.13%
长期股权投资	37.02	37.02	37.02	37.02	EBITDA 增长率	52.80%	35.16%	41.04%	43.20%
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	244.33	448.01	425.03	毛利率	61.72%	61.55%	55.80%	56.87%
无形资产和开发支出	159.60	155.64	159.33	154.52	三费率	29.90%	32.00%	23.00%	21.00%
其他非流动资产	29.78	29.45	29.13	28.81	净利率	26.31%	28.99%	27.53%	30.02%
<b>资产总计</b>	<b>1017.83</b>	<b>1143.74</b>	<b>2139.76</b>	<b>2448.27</b>	ROE	12.47%	14.45%	12.92%	16.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.32%	12.95%	11.57%	14.47%
应付和预收款项	52.80	71.21	136.78	172.16	ROIC	20.27%	23.69%	24.19%	27.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.49%	38.78%	31.09%	33.92%
其他负债	41.10	46.97	87.80	110.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>93.90</b>	<b>118.19</b>	<b>224.58</b>	<b>282.63</b>	总资产周转率	0.43	0.47	0.55	0.51
股本	75.80	227.40	267.38	267.38	固定资产周转率	2.59	2.90	3.17	3.13
资本公积	471.14	319.54	1032.83	1032.83	应收账款周转率	10.74	9.80	11.64	10.22
留存收益	311.45	398.90	564.89	787.02	存货周转率	1.38	1.42	1.76	1.48
归属母公司股东权益	858.39	945.84	1865.10	2087.22	销售商品提供劳务现金营业收入	103.38%	—	—	—
少数股东权益	65.54	79.72	50.08	78.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>923.93</b>	<b>1025.56</b>	<b>1915.18</b>	<b>2165.64</b>	资产负债率	9.23%	10.33%	10.50%	11.54%
负债和股东权益合计	1017.83	1143.74	2139.76	2448.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	6.94	6.09	6.74	6.54
EBITDA	146.60	198.15	279.46	400.19	速动比率	5.47	4.75	5.35	5.14
PE	68.98	53.64	37.11	25.93	股利支付率	36.38%	34.72%	27.10%	31.84%
PB	7.78	7.01	4.41	3.90	<b>每股指标</b>				
PS	16.41	16.54	9.40	6.09	每股收益	0.46	0.59	0.85	1.22
EV/EBITDA	13.80	34.13	26.81	18.26	每股净资产	4.06	4.51	7.16	8.10
股息率	0.53%	0.55%	0.73%	1.44%	每股经营现金	0.54	0.57	0.33	1.10
					每股股利	0.17	0.17	0.23	0.46

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