

博晖创新（300318）

微量元素检测现业绩拐点，进军血制品领域

增持（首次）

投资要点

- **微量元素检测市场回暖，业绩好转：**微量元素业务实现营业收入 4679.00 万元，同比增长 16.02%；其中试剂项目成为亮点，试剂销售达到 4156.82 万元，同比增长了 21.13%，但由于公司提高了产品生产环节质量的管控措施，毛利率有所下降，但仍达到了 86.96%。在 2013 年卫计委出台非诊治需要不得对儿童开展微量元素检测通知，在两年有效的治理和规范整顿后，行业集中度提高，市场逐渐回稳，公司作为此行业的龙头企业，有望获取稳定的利润增长。
- **加大技术研发投入，打造高技术壁垒检测平台：**公司的微流控芯片作为颠覆性的分子诊断技术，包含仪器、微流控芯片和试剂三部分，目前已取得仪器产品的注册证，而基于此平台的 HPV 检测试剂盒也处于申报阶段，一旦微流控芯片成功获批，后续产品也将能够快速研发，具有不可估量的市场前景。公司以 2800 万美元收购美国 ADVION 公司 100% 股权，ADVION 公司研制开发的紧凑型质谱分析仪产品于 2012 年投入市场以来产品销售增长速度较快，公司凭借此次并购进入质谱分析行业，发展小型化的质谱检测仪。
- **收购大安制药及广东卫伦，进军血制品领域：**向杜江涛、卢信群发行股份，购买其持有的河北大安制药有限公司合计 48% 股权，定增价格 16.27 元，合计 66,240.00 万元，大安制药承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度预计可实现的净利润分别为 777.64 万元、4704.21 万元和 7414.75 万元。另外公司拟以现金 15000 万元收购贵州德弘昌持有的广东卫伦 30% 的股权，扩大公司血液制品业务的规模，实现与大安制药协同发展。血制品属于稀缺资源，行业壁垒高，增长快速稳定，有望给公司带来快速的利润增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司原有微量元素检测业务出现拐点，并购大安制药及广州卫伦获得稀缺血制品资源，有望提升业绩。按照大安制药并购的利润承诺，2015-2018 年预计摊薄后对应 EPS 分别为 0.11、0.19、0.27、0.38 元，对应 PE 为 130X、78X、55X、398X。看好公司所拥有的微流控芯片技术及血液制品业务的价值，首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**微流控芯片产品研发进度风险；大安制药业绩承诺不达预期。

2015 年 8 月 28 日

证券分析师 洪阳

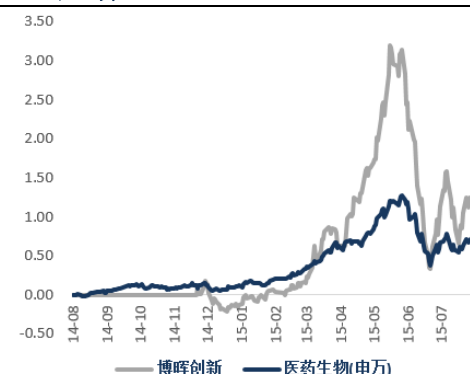
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价（元）	14.83
一年最低价/最高价	8.00 / 45.78
市净率	4.3
流通A股市值(百万元)	3017.5

基础数据

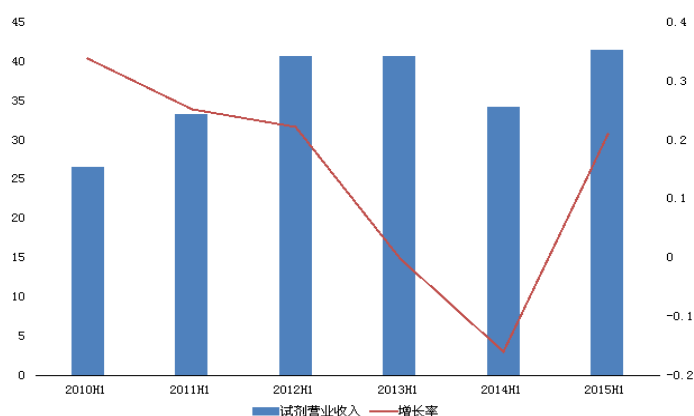
每股净资产（元）	6.85
资产负债率（%）	36.63
总股本（百万股）	409.11
流通A股（百万股）	203.47

1. 微量元素检测市场回暖，业绩好转

2015 年上半年公司实现营业收入 5760.29 万元，同比增长 30.91%；实现营业利润总额 684.52 万元，同比减少 62.67%；实现归属于上市公司股东的净利润 2301.25 万元，同比增长 24.54%。因大安制药并表，上半年营业亏损导致公司营业利润降幅较大，但收到对河北大安过渡期间亏损额的补偿款 1628.30 万元，计入营业外收入导致净利润较大幅度增长。

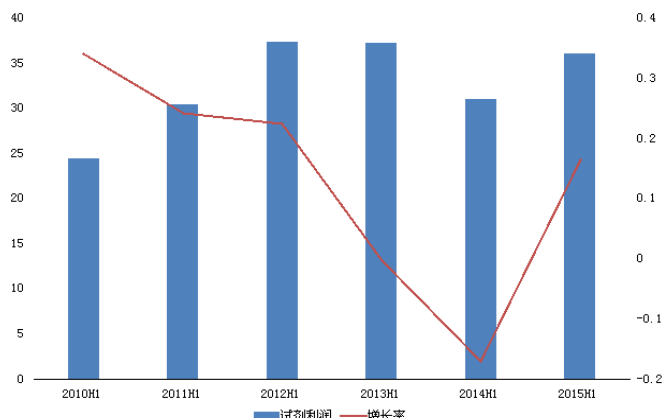
微量元素业务实现营业收入 4679.00 万元，同比增长 16.02%；其中试剂项目成为亮点，试剂销售达到 4156.82 万元，同比增长了 21.13%，但由于公司提高了产品生产环节质量的管控措施，毛利率有所下降，仍达到 86.96%。在 2013 年卫计委出台非诊治需要不得对儿童开展微量元素检测通知，两年有效的治理和规范整顿后，行业集中度提高，市场逐渐回稳，公司作为此行业的龙头企业，有望获取稳定的利润增长。

图 1：2010H1-2015H1 公司检测试剂收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2010H1-2015H1 公司检测试剂利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 收购大安制药及广东卫伦，进军血制品领域

向杜江涛、卢信群发行股份，购买其持有的河北大安制药有限公司合计 48% 股权，定增价格 16.27 元，合计 66,240.00 万元；另外公司拟以现金 15000 万元收购贵州德弘昌持有的广东卫伦 30% 的股权。公司进军资源性紧缺型的血制品行业，有望为公司后续发展提供稳定的现金流。

我国血液制品行业受到国家的政策管控，2001 年起不再批准新的血液制品生产企业，国外进口也受到限制，竞争压力较小；同时由于血浆供不应求，因而行业内的竞争主要由血浆资源拥有量和决定。河北大安

拥有库存血浆资源 300 多吨，年采血量超过 100 吨，血浆充足但产品种类不足，对于血浆的组分和原料的利用率比较低；而广东卫伦拥有血制品生产注册证书，但现有的广东省内浆站血浆供给量不理想，公司正积极运作将大安制药的组分 II+III 调拨到广州卫伦，提高血浆原料的利用率，现两地药监局已同意调拨计划，等待国家局的批准。

公司 2015 年上半年血液制品业务已开始贡献利润，后续由于血浆资源及利用率不断提高，有望给公司带来快速的利润增长。

3. 加大技术研发投入，打造高技术壁垒检测平台

2015 年上半年公司持续加大研发投入，研发费用达到 1144.12 万元，占公司营收的比例为 19.9%。作为研发型企业，公司通过自主研发及收购，致力于打造具有高技术壁垒的微流控分子诊断平台及小型化质谱分析平台，理念非常符合体外诊断产品小型化、自动化的发展方向，具有非常高的前瞻性，市场前景广阔。

微流控芯片在分子诊断技术中的应用是具有颠覆性的；此技术整合核酸提取、扩增及杂交检测多个过程，实现检测过程的自动化；诊断试剂开发简单，在微流控芯片平台搭建成熟后，后续产品能够快速研发；同时，微流控芯片产品成本低，生产工艺也较为成熟。公司的微流控芯片作为颠覆性的分子诊断技术，包含仪器、微流控芯片和试剂三部分，目前已取得仪器产品的注册证，而基于此平台的 HPV 检测试剂盒也处于申报阶段（体外诊断试剂 III 类，受理号：准 15-1641），预计于 2016 年上半年获批。公司的微流控芯片技术平台研发进展顺利，将成为一个平台性的技术，市场前景广阔。

公司以 2800 万美元收购美国 ADVION 公司 100% 股权，ADVION 公司研制开发的紧凑型质谱分析仪产品于 2012 年投入市场以来产品销售增长速度较快，公司凭借此次并购进入质谱分析行业，发展小型化的质谱检测仪。目前国内的质谱仪完全依赖进口产品，且质谱仪的小型化、便捷化，能够促使质谱检测向食品检测、环境监测、医学健康、药物研发等多领域扩展，存在着巨大的成长空间。

4. 盈利预测

公司原有微量元素检测业务出现拐点，并购大安制药及广州卫伦获得稀缺血制品资源，有望提升业绩。按照大安制药并购的利润承诺，2015-2018 年预计摊薄后对应 EPS 分别为 0.11、0.19、0.27、0.38 元，对应 PE 为 130X、78X、55X、39X。看好公司所拥有的微流控芯片技术及血液制品业务的价值，首次给予公司“增持”评级。

5. 风险提示

微流控芯片产品研发进度风险；大安制药业绩承诺不达预期。

附表 1：博晖创新盈利预测

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2014	2015E	2016E	2017E	2018E		2014	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	485.73	660.05	674.64	695.83	724.29	营业收入	100.97	353.40	459.41	574.27	717.83
现金	429.47	210.43	180.05	151.78	125.84	营业成本	21.63	97.26	126.44	158.05	197.56
应收款项	36.22	58.65	64.52	70.97	78.07	营业税金及附加	0.61	2.74	3.57	4.46	5.57
存货	14.95	390.97	430.07	473.08	520.38	销售费用	20.88	21.55	25.86	31.03	37.23
其他	5.09	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	35.89	49.35	39.48	43.43	47.77
非流动资产	313.61	1497.50	1579.69	1676.61	1791.18	财务费用	-6.66	0.23	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	16.29	16.02	16.02	16.02	16.02	资产减值损失	0.63	0.86	0.86	0.86	0.86
固定资产	206.05	365.90	439.08	526.90	632.28	投资净收益	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	89.56	901.13	910.14	919.24	928.44	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.71	214.45	214.45	214.45	214.45	营业利润	39.35	181.40	263.22	336.45	428.84
资产总计	799.34	2157.55	2254.33	2372.44	2515.47	营业外净收支	3.75	16.89	0.00	0.00	0.00
流动负债	66.38	618.45	612.65	591.16	543.69	利润总额	43.10	198.29	263.22	336.45	428.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	6.54	30.09	39.94	51.05	65.07
应付账款	66.39	617.16	611.36	589.87	542.40	少数股东损益	1.60	121.50	145.80	174.96	209.95
其他	0.00	1.29	1.29	1.29	1.29	归属母公司净利润	34.96	46.70	77.48	110.44	153.82
非流动负债	6.39	16.10	16.91	16.91	18.60	EBIT	36.44	198.53	263.22	336.45	428.84
长期借款	6.39	16.10	16.91	16.91	18.60	EBITDA	27.56	182.75	245.86	317.36	407.84
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债总计	72.77	634.55	629.55	608.06	562.29	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	1.60	121.50	145.80	174.96	209.95	每股收益 (元)	0.21	0.11	0.19	0.27	0.38
归属母公司股东权益	724.97	1401.50	1478.98	1589.41	1743.23	每股净资产 (元)	4.42	3.43	3.62	3.89	4.26
负债和股东权益总计	799.34	2036.05	2108.53	2197.48	2305.52	发行在外股份 (百万股)	163.84	409.11	409.11	409.11	409.11
						ROIC (%)	4.44%	9.48%	12.14%	14.89%	18.09%
						ROE (%)	4.81%	3.07%	4.77%	6.26%	7.88%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	毛利率 (%)	78.58%	72.48%	72.48%	72.48%	72.48%
经营活动现金流	31.05	19.20	21.12	23.23	25.56	EBIT Margin (%)	36.09%	56.18%	57.29%	58.59%	59.74%
投资活动现金流	-150.52	-150.48	-40	-40	-40	销售净利率 (%)	34.62%	13.22%	16.86%	19.23%	21.43%
筹资活动现金流	-11.5	-87.76	-11.5	-11.5	-11.5	资产负债率 (%)	9.10%	29.41%	27.93%	25.63%	22.35%
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0	收入增长率 (%)	-5.52%	250.00%	30.00%	25.00%	25.00%
现金净增加额	-130.97	-219.04	-30.38	-28.27	-25.94	净利润增长率 (%)	-30.82%	33.60%	65.88%	42.54%	39.28%
折旧和摊销	8.88	15.78	17.36	19.09	21.00	P/E	174	130	78	55	39
资本开支	59.43	27.00	27.00	27.00	27.00	P/B	3	4	4	4	3
营运资本变动	23.39	949.23	39.16	27.97	6.94	EV/EBITDA	91	37	27	21	16
企业自由现金流	-38.53	-767.52	206.99	291.08	403.81						

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>