



再次获批两个新浆站, 血制品业绩弹性大

- **事件:** 江西省卫计委同意公司在赣州市于都县和九江市都昌县新设单采浆站。
- **再次获批两个新浆站, 浆站持续拓展能力强。** 目前江西省卫计委已经同意公司设立两个新的单采浆站, 上报国家卫计委备案后即可获得正式批文, 预计 2016 年下半年起可以正式开始运营。公司浆站拓展能力强, 2015 年上半年有 3 个浆站正式开始投产, 年底又再获批 2 个新浆站, 后续每年预计仍将有 1-2 个新浆站获批, 采浆量将大幅度提升, 业绩将大幅度超预期。从采浆量来看, 于都县和都昌县的人口分别为 105 万人和 83 万人, 预计单个浆站的峰值采浆量在 35-40 吨左右; 于都和都昌浆站正式运营后, 预计 2016-2018 年将为公司新增采浆量 15 吨、35 吨、50 吨左右。从采浆站范围来看, 公司此次在赣州再获 1 个新浆站并首次拓展到九江, 这两个地级市至少还有 4-5 个新浆站开设的潜力, 公司凭借本地优势有望陆续获批更多新浆站。
- **血制品量价提升, 推动业绩高增长。** 血制品长期供不应求且行业壁垒高, 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 2016 年采浆量将达到 269 吨, 同比增长 51% (如考虑于都和都昌新浆站的贡献, 2016 年采浆量将提升至 284 吨, 同比增速提高至 60%), 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 年开始公司将陆续获批凝血因子 VIII 和凝血酶原复合物等重磅品种, 而且还将通过国际合作引入更多新品种, 吨浆利润大幅提升在即; 最高零售价解除后, 血制品将迎来阶梯式提价, 显著增厚公司业绩。血制品业务无论是量还是价都将迎来新突破, 保障公司长期高速增长态势。
- **外延式扩张打造综合性医药集团。** 借助大股东高特佳丰富的医药投资经验, 公司通过并购发展了多个非血制品业务平台, 外延式扩张仍在持续推进。(1) 西他沙星凭借疗效更佳和副作用更少的优势有望抢占部分喹诺酮类抗生素药物市场, 公司有望在国内首家上市, 市场空间在 10 亿元左右。(2) 天安药业拥有丰富的降糖药产品线 and 广阔的营销渠道, 未来很可能通过并购向 α -糖苷酶抑制剂等其他降糖药重磅品种和糖尿病管理业务延伸。(3) 新百药业以生化药为主, 在行业监管趋严的大趋势下将成为稀缺资源, 骨肽和缩宫素竞争格局良好, 完成并购后将得到公司大力支持迅速放量, 业绩承诺超预期的可能性很高。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.50 元、0.85 元、1.22 元, 对应 PE 分别为 78 倍、46 倍和 32 倍 (考虑到非公开发行完成进度超预期, 新增股份已于 2015 年 12 月 30 日上市, 2015 年 EPS 进行了摊薄, 2016-2017 年 EPS 保持不变)。我们认为公司浆站拓展能力强, 血制品量价齐升显著增厚公司业绩, 综合性医药集团外延扩张预期强烈。考虑到公司内生增速高、市值小、外延扩张预期强烈、催化剂众多, 维持“买入”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; 新浆站投产进度或低于预期。

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)	0.39	0.50	0.85	1.22
净资产收益率 ROE	12.47%	8.57%	12.92%	16.36%
PE	100	78	46	32
PB	11.27	6.02	5.44	4.81

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

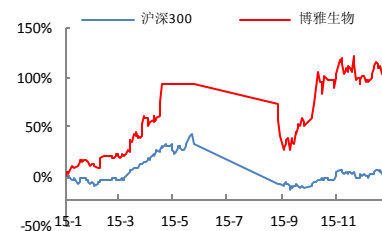
邮箱: cti@swsc.com.cn

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)	2.67
流通 A 股(亿股)	1.48
52 周内股价区间(元)	19.01-44.6
总市值(亿元)	104.09
总资产(亿元)	11.30
每股净资产(元)	4.03

相关研究

1. 博雅生物 (300294): 血制品业务提速, 存在超预期可能 (2015-10-26)
2. 博雅生物 (300294): 血制品量价齐升, 外延扩张预期强烈 (2015-10-12)
3. 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)
4. 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)

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	41.23	53.11	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	160.19	95.82	249.87
投资收益	-4.24	25.00	0.00	0.00	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	-24.44	0.00	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	-277.94	-85.00	-30.00
营业利润	129.39	169.55	286.96	412.87	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	175.13	292.58	418.63	股权融资	0.00	753.27	0.00	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
净利润	115.20	148.15	247.50	354.25	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	711.86	-7.77	-32.99
归属母公司股东净利润	104.18	133.97	227.70	325.91	现金流量净额	-50.48	594.12	3.05	186.88
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	940.05	943.10	1129.98	成长能力				
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%	40.29%	39.12%	39.86%
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%	61.55%	55.80%	56.87%
无形资产和开发支出	159.60	163.29	158.48	153.67	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%
资产总计	1017.83	1847.57	2139.76	2448.27	ROE	12.47%	8.57%	12.92%	16.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.32%	8.02%	11.57%	14.47%
应付和预收款项	52.80	71.21	136.78	172.16	ROIC	20.27%	20.83%	22.20%	27.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.49%	40.25%	31.83%	33.92%
其他负债	41.10	46.97	87.80	110.47	营运能力				
负债合计	93.90	118.19	224.58	282.63	总资产周转率	0.43	0.36	0.45	0.51
股本	75.80	267.38	267.38	267.38	固定资产周转率	2.59	2.02	2.54	3.25
资本公积	471.14	1032.83	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	1699.11	1865.10	2087.22	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	103.38%	—	—	—
少数股东权益	65.54	30.28	50.08	78.42	资本结构				
股东权益合计	923.93	1729.39	1915.18	2165.64	资产负债率	9.23%	6.40%	10.50%	11.54%
负债和股东权益合计	1017.83	1847.57	2139.76	2448.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.94	10.98	6.81	6.59
					速动比率	5.47	9.63	5.42	5.19
					股利支付率	36.38%	34.72%	27.10%	31.84%
					每股指标				
					每股收益	0.39	0.50	0.85	1.22
					每股净资产	3.46	6.47	7.16	8.10
					每股经营现金	0.46	0.60	0.36	0.93
					每股股利	0.14	0.17	0.23	0.39
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	146.60	205.67	286.13	400.19					
PE	99.91	77.70	45.71	31.94					
PB	11.27	6.02	5.44	4.81					
PS	23.78	20.37	11.58	8.82					
EV/EBITDA	17.59	45.91	32.99	23.12					
股息率	0.36%	0.45%	0.59%	1.00%					

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

蒋诗峰（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（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn