



业绩超预期, 量价齐升成长性强

- **事件:** 公司发布 2015 年业绩预告, 预计实现净利润 1.35-1.67 亿元, 同比增长 30-60%。
- **业绩超预期, 血制品提价是核心原因。** 我们之前预测公司 2015 年净利润为 1.34 亿元 (+29%), 此次业绩预告超出我们预期的主要原因在于血制品提价对业绩贡献大。自发改委在 2015 年 6 月份取消最高零售价限制以来, 血制品企业均纷纷提价。目前公司的静丙提价幅度接近 20%, 纤原提价幅度更是超过 100%, 提价幅度和业绩都超出市场预期。供不应求的现象长期存在是血制品提价的主要推动力, 目前我国对血浆的年需求量超过 8000 吨, 但年采浆量仅为 6000 吨左右, 远远不能满足市场需求。分产品来看, 白蛋白可以从国外进口更低价格产品因而基本不存在提价空间; 凝血因子 VIII 主要由医保支付因而提价空间较小; 静丙使用量大涉及人群广因而也不可能出现大幅度提价; 纤原属于一次性用药且药占比小, 主要由患者自付, 提价空间最大。公司静丙所占的市场份额小, 主要跟随行业而逐步提价; 但纤原市场占有率超过 40%且技术壁垒高, 拥有市场定价权, 未来还存在巨大的提价空间。随着血制品价格逐步提升, 公司营收和利润都将出现大幅度增长, 推动业绩高速增长。
- **浆站拓展能力强, 采浆量实现跨越式增长。** 2014 年公司仅有 5 个浆站投产, 采浆量仅为 130 吨左右, 但到 2015 年公司有 3 个新浆站开始投产, 并新获批 2 个浆站, 浆站总数达到 10 个。公司 2016 年采浆量将达到 284 吨, 同比增长 60%, 浆站数和采浆量均实现翻番。由于血制品供不应求现象严重, 卫计委鼓励各地政府放开浆站审批, 2015 年广东、江西、新疆、河南等省份纷纷加大了浆站审批力度, 行业回暖趋势明显。公司是江西省唯一的本土血制品企业, 政府支持力度大, 目前正在江西获批 8 个浆站, 其中 2 个在 2015 年新获批, 未来每年获批 1-2 个浆站是大概率事件。另外公司还在四川省广安市获批了 2 个浆站, 四川地广人多是国内采浆大省, 公司未来很可能继续获批更多浆站。
- **业绩预测与估值:** 考虑到公司血制品量价齐升趋势明显, 我们大幅度提高公司盈利预测, 预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.57 元、1.21 元、1.88 元 (原预测值分别为 0.50 元、0.85 元、1.22 元), 对应 PE 分别为 68 倍、32 倍、21 倍。公司血制品采浆量和价格均存在巨大的提升空间, 未来成长性强, 是业绩弹性最高的血制品企业, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 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、新浆站投产进度或低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	437.79	549.44	1147.91	1576.70
增长率	78.49%	25.50%	108.92%	37.35%
归属母公司净利润(百万元)	104.18	153.38	324.53	501.69
增长率	26.43%	47.23%	111.59%	54.59%
每股收益 EPS(元)	0.39	0.57	1.21	1.88
净资产收益率 ROE	12.47%	9.63%	17.52%	22.60%
PE	100	68	32	21
PB	11.27	5.95	5.11	4.27

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

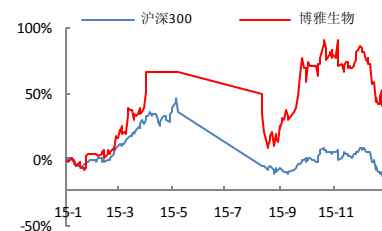
邮箱: cti@swsc.com.cn

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)	20.71-44.6
总市值(亿元)	106.31
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): 再次获批两个新浆站, 血制品业绩弹性大 (2016-01-04)
2. 博雅生物(300294): 血制品业务提速, 存在超预期可能 (2015-10-26)
3. 博雅生物(300294): 血制品量价齐升, 外延扩张预期强烈 (2015-10-12)
4. 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)

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	549.44	1147.91	1576.70	净利润	115.20	168.55	356.63	551.31
营业成本	167.59	209.18	457.85	586.01	折旧与摊销	27.72	41.23	53.11	58.11
营业税金及附加	3.94	4.76	10.07	13.84	财务费用	-10.51	-5.49	-68.87	-94.60
销售费用	63.75	76.92	149.23	189.20	资产减值损失	1.71	2.00	0.00	0.00
管理费用	77.67	93.40	183.67	236.51	经营营运资本变动	-104.04	-10.99	-208.74	-123.93
财务费用	-10.51	-5.49	-68.87	-94.60	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	168.29	132.12	390.88
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	193.67	415.97	645.74	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	199.25	421.59	651.50	股权融资	0.00	753.27	0.00	0.00
所得税	20.71	30.70	64.96	100.19	支付股利	-37.90	-46.52	-70.65	-147.92
净利润	115.20	168.55	356.63	551.31	其他	0.00	5.49	68.87	94.60
少数股东损益	11.02	15.17	32.10	49.62	筹资活动现金流净额	-37.90	712.25	-1.78	-53.32
归属母公司股东净利润	104.18	153.38	324.53	501.69	现金流量净额	-50.48	602.60	45.35	307.56
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	948.54	993.88	1301.44	成长能力				
应收和预付款项	82.46	121.55	259.89	344.95	销售收入增长率	78.49%	25.50%	108.92%	37.35%
存货	127.53	159.17	348.40	445.93	营业利润增长率	37.90%	49.67%	114.79%	55.24%
其他流动资产	46.75	18.83	39.33	54.02	净利润增长率	39.88%	46.31%	111.59%	54.59%
长期股权投资	37.02	37.02	37.02	37.02	EBITDA 增长率	52.80%	56.48%	74.46%	52.24%
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%	61.93%	60.11%	62.83%
无形资产和开发支出	159.60	163.29	158.48	153.67	三费率	29.90%	30.00%	23.00%	21.00%
其他非流动资产	29.78	29.45	29.13	28.81	净利率	26.31%	30.68%	31.07%	34.97%
资产总计	1017.83	1875.51	2300.83	2777.55	ROE	12.47%	9.63%	17.52%	22.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.32%	8.99%	15.50%	19.85%
应付和预收款项	52.80	76.16	164.96	212.25	ROIC	20.27%	23.56%	31.13%	40.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.49%	41.75%	34.86%	38.64%
其他负债	41.10	49.55	100.10	126.14	营运能力				
负债合计	93.90	125.71	265.05	338.39	总资产周转率	0.43	0.38	0.55	0.62
股本	75.80	267.38	267.38	267.38	固定资产周转率	2.59	2.17	3.25	4.34
资本公积	471.14	1032.83	1032.83	1032.83	应收账款周转率	10.74	10.15	12.32	10.42
留存收益	311.45	418.31	672.20	1025.96	存货周转率	1.38	1.46	1.80	1.48
归属母公司股东权益	858.39	1718.52	1972.41	2326.17	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	31.27	63.37	112.99	资本结构				
股东权益合计	923.93	1749.79	2035.77	2439.16	资产负债率	9.23%	6.70%	11.52%	12.18%
负债和股东权益合计	1017.83	1875.51	2300.83	2777.55	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.94	10.52	6.36	6.48
					速动比率	5.47	9.18	5.01	5.13
					股利支付率	36.38%	30.33%	21.77%	29.48%
					每股指标				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股收益	0.39	0.57	1.21	1.88
EBITDA	146.60	229.40	400.20	609.25	每股净资产	3.46	6.54	7.61	9.12
PE	99.91	67.86	32.07	20.75	每股经营现金	0.46	0.63	0.49	1.46
PB	11.27	5.95	5.11	4.27	每股股利	0.14	0.17	0.26	0.55
PS	23.78	18.95	9.07	6.60					
EV/EBITDA	17.59	41.12	23.46	14.91					
股息率	0.36%	0.45%	0.68%	1.42%					

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