

## 血制品业绩逐步释放, 员工持股提高积极性

- **业绩总结:** 公司发布 2016 年一季报, 实现营收 1.8 亿 (+69%) 和扣非后归母净利润 3805 万元 (+80%); 员工持股计划成立资产管理计划。
- **血制品业绩尚未充分释放, 全年净利润有望实现翻番。** 从收入来看, 2016Q1 实现营收 1.8 亿, 同比增长 69%, 主要体现在血制品收入增长 25% 达到 8551 万, 天安药业收入增长 13% 达到 3986 万, 新百药业并表对收入贡献 5065 万。从利润来看, 血制品扣非后净利润约为 2600 万, 同比增长 50% 左右, 主要来自于血制品量价齐升的效应初步显现; 天安药业和新百药业在合并报表中贡献的净利润约为 1200 万, 考虑到并表影响, 估计实际净利润均在 700-800 万左右。血制品是公司业绩增长的核心动力, 一季报尚未完全反映量价齐升给公司带来的业绩增量, 一方面是因为公司在 2015 年开始采浆的 3 个新浆站将逐步贡献业绩, 血制品投浆量从年头到年尾是逐步提升的过程; 另一方面是因为一季度受到春节的影响导致批签发数量较少。我们仍然维持公司 2016 年投浆量增长 35%、吨浆利润提升 50% 的预测, 预计血制品净利润全年有望翻番达到 2.1 亿。
- **血制品量价齐升, 外延并购打造综合性医药集团。** 血制品业务迎来量价齐升的收获期: 从采浆量来看, 2015 年和 2016 年各有 3 个和 2 个浆站投入运营, 2016-2017 年采浆量复合增速超过 30%; 从价格来看, 血制品提价带来显著的业绩弹性, 2016 年吨浆利润有望提升 50%, 且后续仍然存在巨大的提价空间。公司管理层制定了宏大的战略发展规划, 通过外延并购持续扩张产品线, 2014 和 2015 年收购的天安药业和新百药业均具有较强的市场竞争力, 将分别打造成降糖药和生化药平台, 存在强烈的外延并购预期。
- **员工持股激励力度大, 深度绑定员工利益。** 公司与工银瑞信投资管理公司设立员工持股资产管理计划, 以 1:1 融资共计 3.9 亿元左右, 全公司共有 232 人参与, 覆盖面广, 其中高管 8 人出资额占比 77%, 人均持股 375 万元, 核心骨干员工不超过 224 人, 出资额占比 23%, 人均持股 39 万元。此次员工持股的股票来源为二级市场购买 (集合竞价或大宗交易), 预计持股数量约为 800-900 万股, 占总股本的比例在 3% 左右, 相当于变相增持公司股份, 对公司股价形成强烈的支撑作用。从长期来看, 此次员工持股计划规模大且覆盖面广, 人均出资额高, 深度绑定员工与公司利益, 能够激发员工积极性, 推动公司业绩持续高增长。
- **盈利预测及评级:** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.11 元、1.58 元、2.09 元, 对应 PE 分别为 44 倍、31 倍、24 倍。考虑到公司血制品量价齐升带来显著的业绩弹性, 打造综合性医药集团存在强烈的外延并购预期, 且公司高管及核心员工大手笔参与员工持股计划, 具有极强的成长性, 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	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	543.18	1027.53	1402.96	1774.96
增长率	24.07%	89.17%	36.54%	26.52%
归属母公司净利润 (百万元)	151.80	297.38	421.52	560.12
增长率	45.71%	95.90%	41.74%	32.88%
每股收益 EPS (元)	0.57	1.11	1.58	2.09
净资产收益率 ROE	8.75%	14.81%	18.29%	20.83%
PE	87	44	31	24
PB	6.92	6.12	5.33	4.57

数据来源: Wind, 西南证券

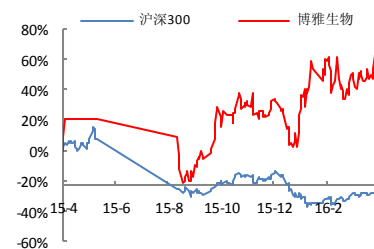
### 西南证券研究发展中心

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)	1.43
52 周内股价区间(元)	23.17-53.95
总市值(亿元)	132.01
总资产(亿元)	21.88
每股净资产(元)	7.01

### 相关研究

1. 博雅生物(300294): 血制品量价齐升, 业绩持续高增长 (2016-04-08)
2. 博雅生物(300294): 员工持股力度大, 看好长期发展前景 (2016-03-27)
3. 博雅生物(300294): 凝血酶原复合物临床受理, 重磅品种将陆续获批 (2016-02-25)
4. 博雅生物(300294): 业绩超预期, 量价齐升成长性强 (2016-01-20)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	543.18	1027.53	1402.96	1774.96	净利润	167.05	319.76	453.25	602.28
营业成本	194.95	410.18	539.33	664.87	折旧与摊销	33.16	59.56	68.65	78.40
营业税金及附加	4.18	8.51	11.51	14.46	财务费用	-7.07	-30.95	-28.84	-19.23
销售费用	75.47	102.75	126.27	142.00	资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	106.77	164.41	224.47	266.24	经营营运资本变动	-3.16	-235.47	-111.02	-116.97
财务费用	-7.07	-30.95	-28.84	-19.23	其他	-42.64	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	147.02	112.90	382.04	544.48
投资收益	23.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-624.39	-100.00	-120.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	340.67	0.00	0.00	0.00
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>	-283.73	-100.00	-120.00	-130.00
<b>营业利润</b>	192.29	372.64	530.21	706.62	短期借款	23.00	-23.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.30	5.48	5.59	5.50	长期借款	22.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	197.59	378.12	535.81	712.13	股权融资	910.13	0.00	0.00	0.00
所得税	30.55	58.35	82.56	109.85	支付股利	-45.48	-69.17	-133.82	-189.53
净利润	167.05	319.76	453.25	602.28	其他	-421.06	30.95	28.84	19.23
少数股东损益	15.25	22.38	31.73	42.16	<b>筹资活动现金流净额</b>	488.74	-61.21	-104.98	-170.30
归属母公司股东净利润	151.80	297.38	421.52	560.12	<b>现金流量净额</b>	352.03	-48.32	157.06	244.18
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	698.44	650.12	807.18	1051.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	123.69	226.24	301.54	387.75	销售收入增长率	24.07%	89.17%	36.54%	26.52%
存货	214.38	451.05	593.08	731.13	营业利润增长率	48.61%	93.79%	42.29%	33.27%
其他流动资产	37.98	71.84	98.09	124.09	净利润增长率	45.00%	91.42%	41.74%	32.88%
长期股权投资	34.34	34.34	34.34	34.34	EBITDA 增长率	48.96%	83.74%	42.06%	34.34%
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	432.63	485.98	550.23	614.74	毛利率	64.11%	60.08%	61.56%	62.54%
无形资产和开发支出	602.57	591.77	580.97	570.17	三费率	32.25%	22.99%	22.94%	21.92%
其他非流动资产	44.19	42.08	39.98	37.88	净利率	30.75%	31.12%	32.31%	33.93%
<b>资产总计</b>	2188.22	2553.43	3005.42	3551.46	ROE	8.75%	14.81%	18.29%	20.83%
短期借款	23.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.63%	12.52%	15.08%	16.96%
应付和预收款项	163.70	238.27	332.99	429.50	ROIC	17.30%	20.42%	25.26%	30.86%
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA/销售收入	40.20%	39.05%	40.63%	43.14%
其他负债	71.26	134.31	172.15	208.93	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	280.11	394.73	527.29	660.58	总资产周转率	0.34	0.43	0.50	0.54
股本	267.38	267.38	267.38	267.38	固定资产周转率	2.24	2.93	3.43	3.81
资本公积	1189.68	1189.68	1189.68	1189.68	应收账款周转率	7.67	8.62	7.94	7.54
留存收益	417.77	645.98	933.68	1304.27	存货周转率	1.14	1.23	1.03	1.00
归属母公司股东权益	1874.83	2103.04	2390.74	2761.34	销售商品提供劳务收到现金营业收入	125.03%	—	—	—
少数股东权益	33.28	55.66	87.39	129.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1908.11	2158.70	2478.13	2890.88	资产负债率	12.80%	15.46%	17.54%	18.60%
负债和股东权益合计	2188.22	2553.43	3005.42	3551.46	带息债务/总负债	16.12%	5.61%	4.20%	3.35%
					流动比率	4.41	3.90	3.67	3.68
					速动比率	3.53	2.65	2.46	2.50
					股利支付率	29.96%	23.26%	31.75%	33.84%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	218.38	401.24	570.02	765.79	每股收益	0.57	1.11	1.58	2.09
PE	86.96	44.39	31.32	23.57	每股净资产	7.14	8.07	9.27	10.81
PB	6.92	6.12	5.33	4.57	每股经营现金	0.55	0.42	1.43	2.04
PS	24.30	12.85	9.41	7.44	每股股利	0.17	0.26	0.50	0.71
EV/EBITDA	57.35	31.28	21.74	15.86					
股息率	0.34%	0.52%	1.01%	1.44%					

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

### 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