

业绩符合预期，血制品利润充分释放

投资要点

- **业绩预告:** 公司发布 2016 年半年度业绩预告, 预计实现净利润 0.99-1.20 亿, 同比增长 40%-70%。
- **血制品量价齐升逻辑兑现, 全年净利润有望翻番。** (1) 分季度来看, 2016Q2 实现净利润约为 6040-8160 万, 同比增长 137%-221%, 与一季度扣非后同比增速 80% 相比大幅度提升。 (2) 从全年来看, 公司在上半年共实现净利润 0.99-1.20 亿, 按照我们预测的全年 2.97 亿净利润进行测算, 上半年共完成了全年净利润的 33%-40%。由于一季度春节影响及血制品从年初到年末的投浆量逐步提升, 上半年的净利润占比普遍偏低在 40% 左右。公司的上半年业绩基本符合预期, 预计全年净利润有望翻番达到 3 亿左右。分业务来看, (3) 非血制品板块, 根据标的并购时的盈利预测, 预计天安药业和新百药业全年并表的净利润合计约为 8000 万, 估计上半年完成 40% 即贡献 3200 万净利润。 (4) 在血制品板块, 量价齐升逻辑得到充分验证, 业绩逐步释放。从中检所批签发数据来看, 2016H1 公司的静丙、纤原、白蛋白批签发数量同比增速分别为 48%、41%、8%, 考虑到上半年提价因素的影响, 估计血制品收入增速超过 50%, 且利润增速更高, 扣非后净利润同比增速达到 70%-100%, 即 7300-8600 万。总体来看, 我们认为血制品量价齐升的逻辑得到充分验证, 加上天安药业和新百药业并表的影响, 预计全年有望翻番达到 3 亿净利润。
- **血制品量价齐升夯实基本面, 员工持股打造安全边际, 业务拓展提供催化剂。** (1) 从基本面来看, 公司血制品量价齐升将逐步释放业绩。在采浆量方面, 2015 年和 2016 年各有 3 个和 2 个浆站投入运营, 即便不考虑新浆站获批, 2016-2017 年采浆量复合增速也超过 40%; 在价格方面, 药品最高零售价取消后, 血制品存在持续提价预期, 将带来显著的业绩弹性。 (2) 公司员工持股计划累计出资约 3.55 亿元, 从二级市场上通过竞价交易共购买 623 万股, 占总股本比例为 2.33%, 成交均价为 57.03 元/股, 当前股价仅溢价 8% 左右, 具有较高的安全边际。 (3) 催化剂主要体现在两方面: 一方面各省浆站审批态度转暖, 如公司获得新浆站批文将显著提升业绩; 另一方面, 公司通过收购获得了糖尿病药物和生化药物平台, 未来很可能继续围绕这两个领域持续开展外延式扩张。
- **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 56 倍、39 倍、29 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, 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	109	56	39	29
PB	8.66	7.65	6.66	5.71

数据来源: Wind, 西南证券

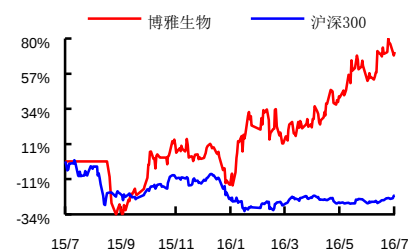
西南证券研究发展中心

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: 聚源数据

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)	25.78-75.46
总市值(亿元)	165.16
总资产(亿元)	21.55
每股净资产(元)	7.16

相关研究

1. 博雅生物 (300294): 血制品业绩逐步释放, 员工持股提高积极性 (2016-04-19)
2. 博雅生物 (300294): 血制品量价齐升, 业绩持续高增长 (2016-04-08)
3. 博雅生物 (300294): 员工持股力度大, 看好长期发展前景 (2016-03-27)
4. 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)
5. 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	经营活动现金流净额	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	投资活动现金流净额	-283.73	-100.00	-120.00	-130.00
营业利润	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
利润总额	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	筹资活动现金流净额	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	现金流量净额	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	成长能力				
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	获利能力				
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%
资产总计	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	营运能力				
负债合计	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	资本结构				
股东权益合计	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%
					每股指标				
					每股收益	0.57	1.11	1.58	2.09
					每股净资产	7.14	8.07	9.27	10.81
					每股经营现金	0.55	0.42	1.43	2.04
					每股股利	0.17	0.26	0.50	0.71
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	218.38	401.24	570.02	765.79					
PE	108.80	55.54	39.18	29.49					
PB	8.66	7.65	6.66	5.71					
PS	30.41	16.07	11.77	9.31					
EV/EBITDA	72.53	39.54	27.56	20.19					
股息率	0.28%	0.42%	0.81%	1.15%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn