

2016年11月22日

证券研究报告·动态跟踪报告

博晖创新 (300318) 医药生物

增持 (维持)

当前价: 9.84 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

血浆调拨获批，大幅度增厚公司业绩

投资要点

- **事件:** 公司发布公告称子公司河北大安获得药监局批准将血浆球蛋白组分调拨给广东卫伦用于生产静丙、将冷沉淀调拨给绿十字用于生产人凝血因子 VIII。
- **大安缺少药品批文无法充分利用血浆，调拨显著增厚公司业绩。** 大安拥有血浆但缺少产品批文，卫伦拥有产品批文但血浆量不足，此次血浆调拨获批有助于发挥双方优势，从而提高血浆综合利用水平。截止到 2014 年 10 月 31 日，大安有库存血浆 256 吨。考虑到 2015-2016 年期间的采浆和投浆，预计到 2016 年底河北大安的库存血浆约为 200 吨(不考虑截止到 2014 年 10 月 31 日的 4.67 吨组分 II+III，该组分可用于生产静丙和人凝血因子 VIII)。沃森生物承诺 2017 年采浆量不低于 150 吨。据此预计 2017-2018 年可用于调拨的血浆分别为 200 吨、150 吨。血制品行业的静丙吨浆平均收率约为 1800 瓶 (2.5g)，中标价在 600 元以上，估计出厂价在 500 元左右，则静丙吨浆收入约为 90 万元。血制品企业的平均净利率普遍在 40% 以上，考虑到静丙生产需要大安和卫伦协作生产因此净利率相对较低，按照 30% 的净利率测算，吨浆利润约为 27 万元。如 2017-2018 年分别调拨 200 吨、150 吨血浆，则贡献利润预计分别为 5400 万元、4050 万元。公司对大安和卫伦的持股比例分别为 48% 和 30%，中性估计血浆调拨利润的 40% 可并表，即 2017-2018 年分别并表增厚 2160 万元、1620 万元。大安向绿十字调拨含有凝血因子 VIII 的冷沉淀，属于原材料价值较低(吨浆收率 500 瓶 200IU 产品，中标价超过 400 元，出厂价估计不低于 300 元，对应吨浆收入为 15 万。按照 60% 的毛利率测算，生产成本为 6 万元，其中血浆原材料成本占比超过 70%，即每吨浆最高售价为 4.2 万元，200 吨将库存对应 820 万元收入)，对公司业绩贡献较小，暂不考虑其影响。
- **HPV 检测市场空间大，迎来爆发性增长。** 我国宫颈癌发病率约为 9.9%，居世界第二，据估计 HPV 检测的市场空间约为 300 亿元。公司的 HPV 检测产品基于微流控技术，具有精确度高、灵敏度高、反应快、成本低的特点，全自动全封闭的芯片技术在避免样品污染的同时，也降低了操作者的技术门槛，有望在活检及 PCR 技术薄弱的三甲以下医院和第三方实验室实现快速推广。HPV 检测试剂盒已经于 2016 年 6 月份上市，预计从 2017 年开始将进入爆发式增长。
- **盈利预测与投资建议。** 如不考虑血浆调拨的影响，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.04 元、0.06 元、0.09 元，对应 PE 分别为 256 倍、162 倍、105 倍。如考虑血浆调拨的影响，预计 2017-2018 年备考净利润分别为 7150 万元、9288 万元，对应 PE 分别为 113 倍、87 倍。我们认为血制品调拨将持续增厚公司业绩，且 HPV 检测产品上市放量在即，维持“增持”评级。
- **风险提示:** HPV 检测产品放量或低于预期；血制品组分调拨进度或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	268.85	353.88	428.85	504.32
增长率	166.26%	31.63%	21.19%	17.60%
归属母公司净利润(百万元)	11.88	31.58	49.90	76.68
增长率	-68.85%	165.74%	58.03%	53.68%
每股收益 EPS(元)	0.01	0.04	0.06	0.09
净资产收益率 ROE	1.21%	2.82%	4.28%	6.21%
PE	680	256	162	105
PB	6.30	6.14	5.90	5.56

数据来源: Wind, 西南证券

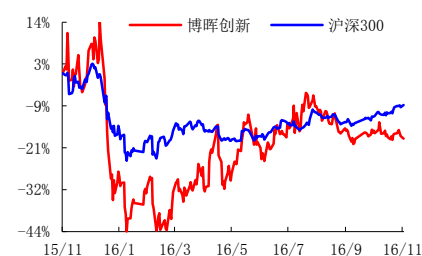
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
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)	8.21
流通 A 股(亿股)	3.83
52 周内股价区间(元)	9.09-27.41
总市值(亿元)	80.83
总资产(亿元)	21.13
每股净资产(元)	1.71

相关研究

1. 博晖创新 (300318): HPV 迎来爆发式增长，血制品业绩逐步提升 (2016-08-23)
2. 博晖创新 (300318): HPV 检测市场空间大，血制品盈利水平提升 (2016-06-01)

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	268.85	353.88	428.85	504.32	净利润	15.48	37.15	58.70	90.22
营业成本	140.57	174.60	206.53	228.87	折旧与摊销	31.92	59.54	63.76	68.24
营业税金及附加	1.07	1.86	2.13	2.47	财务费用	-4.10	-7.44	-9.23	-12.90
销售费用	35.71	38.93	42.89	50.43	资产减值损失	0.60	0.00	0.00	0.00
管理费用	84.12	106.16	124.37	141.21	经营营运资本变动	320.48	-84.30	75.19	61.60
财务费用	-4.10	-7.44	-9.23	-12.90	其他	-275.42	0.00	-3.00	-8.00
资产减值损失	0.60	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	88.95	4.95	185.41	199.15
投资收益	0.00	0.00	3.00	8.00	资本支出	-1090.05	-70.00	-80.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	863.97	-0.18	3.06	7.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-226.08	-70.18	-76.94	-82.02
营业利润	10.87	39.77	65.17	102.23	短期借款	21.40	8.60	10.00	10.00
其他非经营损益	3.86	3.94	3.89	3.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.74	43.70	69.06	106.14	股权融资	654.36	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.74	6.56	10.36	15.92	支付股利	-4.10	-1.87	-4.73	-7.25
净利润	15.48	37.15	58.70	90.22	其他	-753.09	2.47	9.23	12.90
少数股东损益	3.60	5.57	8.81	13.53	筹资活动现金流净额	-81.42	9.20	14.50	15.64
归属母公司股东净利润	11.88	31.58	49.90	76.68	现金流量净额	-217.66	-56.03	122.97	132.78
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	111.33	55.30	178.27	311.05	成长能力				
应收和预付款项	60.49	101.66	118.23	135.11	销售收入增长率	166.26%	31.63%	21.19%	17.60%
存货	310.11	296.99	386.08	415.00	营业利润增长率	-72.36%	265.70%	63.89%	56.86%
其他流动资产	10.07	15.95	18.25	21.88	净利润增长率	-57.64%	139.96%	58.03%	53.68%
长期股权投资	150.00	150.00	150.00	150.00	EBITDA 增长率	-6.90%	137.42%	30.29%	31.64%
投资性房地产	15.76	15.93	15.88	15.90	获利能力				
固定资产和在建工程	375.90	381.22	382.33	378.95	毛利率	47.71%	50.66%	51.84%	54.62%
无形资产和开发支出	1013.48	1020.25	1037.02	1063.79	三费率	43.05%	38.90%	36.85%	35.44%
其他非流动资产	23.07	21.44	19.80	18.17	净利率	5.76%	10.50%	13.69%	17.89%
资产总计	2070.20	2058.75	2305.85	2509.84	ROE	1.21%	2.82%	4.28%	6.21%
短期借款	21.40	30.00	40.00	50.00	ROA	0.75%	1.80%	2.55%	3.59%
应付和预收款项	100.68	282.70	317.91	328.34	ROIC	1.06%	2.49%	4.21%	6.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.39%	25.96%	27.91%	31.25%
其他负债	664.83	429.64	577.56	678.16	营运能力				
负债合计	786.91	742.34	935.47	1056.50	总资产周转率	0.19	0.17	0.20	0.21
股本	409.11	821.48	821.48	821.48	固定资产周转率	0.98	1.04	1.27	1.51
资本公积	687.82	275.45	275.45	275.45	应收账款周转率	7.86	6.08	5.39	5.47
留存收益	289.35	319.05	364.22	433.65	存货周转率	0.86	0.58	0.60	0.57
归属母公司股东权益	1388.43	1415.97	1461.14	1530.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.38%	—	—	—
少数股东权益	-105.14	-99.57	-90.76	-77.23	资本结构				
股东权益合计	1283.29	1316.41	1370.38	1453.34	资产负债率	38.01%	36.06%	40.57%	42.09%
负债和股东权益合计	2070.20	2058.75	2305.85	2509.84	带息债务/总负债	2.72%	4.04%	4.28%	4.73%
					流动比率	0.65	0.66	0.78	0.86
					速动比率	0.24	0.24	0.35	0.46
					股利支付率	34.47%	5.93%	9.48%	9.46%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.04	0.06	0.09
					每股净资产	1.56	1.60	1.67	1.77
					每股经营现金	0.11	0.01	0.23	0.24
					每股股利	0.00	0.00	0.01	0.01
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	38.70	91.87	119.70	157.58					
PE	680.30	256.00	162.00	105.41					
PB	6.30	6.14	5.90	5.56					
PS	30.07	22.84	18.85	16.03					
EV/EBITDA	100.38	87.11	65.92	49.30					
股息率	0.05%	0.02%	0.06%	0.09%					

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
	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
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@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