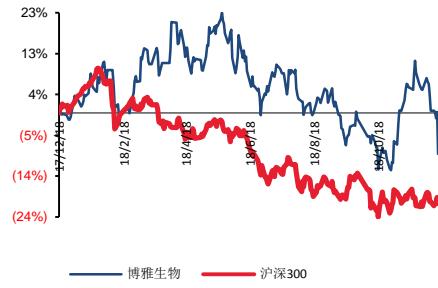




血浆瓶颈突破在即，千吨采浆龙头初显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	433/326
总市值/流通(百万元)	11,838/8,911
12 个月最高/最低(元)	37.14/26.19

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120042

事件: 近日我们对公司进行深入跟踪，“内生+外延”双轮驱动下，未来3年公司采浆量有望快速增长，达到千吨级别，中期采浆能力有望达1300吨，未来3年公司将进入跨越式发展阶段。

点评:

丹霞血浆调拨18年底-19年初有望获批落地，预计19/20年贡献净利润0.68/1.13亿。公司向丹霞生物采购调拨血浆及血浆组分，计划采购调拨不超过100吨原料血浆；不超过180吨原料血浆的用于生产静注人免疫球蛋白的组分；不超过400吨原料血浆，用于生产人纤维蛋白原的组分，总计金额不超过4.02亿元，其中原料血浆的定价为不超过165万元/吨；用于生产静注人免疫球蛋白的组分定价为不超过65万元/吨；用于生产人纤维蛋白原的组分定价为不超过30万元/吨。**利润分配方面，公司和丹霞销售分成模式，预计每吨血浆净利润40-50万元，预计19/20年调拨150吨/250吨血浆，贡献0.68万/1.13亿净利润，显著增厚公司业绩。**丹霞目前已储存有500吨血浆。

丹霞19年有望启动注入上市公司，外延+内生打造千吨血浆龙头，实现跨越式发展。丹霞生物控股股东“前海优享”（持股99%）是博雅生物与其控股股东高特佳及其他投资方共同设立的产业并购基金（高特佳、博雅生物“间接+直接”持股22%，详细股权见图表1，高特佳作为GP）。大股东承诺收购丹霞后（17年4月1日）3年内解决同业竞争问题，我们预计19年有望启动丹霞注入上市公司体内，中期外延+内生，公司采浆量有望达到1300吨（博雅500吨+，丹霞750吨）：1) 丹霞生物拥有25个浆站，17/18年采浆量约175吨/300吨，预计19年采浆量约400吨，预计未来可达750吨左右（750吨=25*30吨）；2) 博雅拥有12个浆站，17/18年采浆量317吨/360吨，预计19年采浆量400吨+，中期可超500吨。**采浆量大幅提升将彻底打破公司中长期快速发展瓶颈，按照当前吨浆利润100万计算，若完成注入，中期血制品业务可贡献13亿以上净利润，公司将实现跨越式发展，成长为千吨血浆级别龙头企业。**丹霞估值方面，17年收并购价约40亿元，考虑到贷款利息等费用，注入价格预计约50亿元，有望以向并购基金增发的形式实现注入；**进度方面，预计丹霞19年开始血浆调拨实现盈利，19年完成整改获得GMP证书后有望注入上市公司（目前丹霞整改已完成，正申报GMP认证）。**

供需改善&价格体系稳定，血制品行业迎向上小拐点。血制品 17 年之前因供不应求，“量价齐升”，经销商渠道库存高涨，17 年供需拐点后，叠加两票制，经销商开始库存清理、渠道改革；生产企业开始终端学术推广；18Q3 开始血制品行业供需重新恢复，价格体系稳定，行业迎来向上小拐点：1) 需求端 10% 增长，其中：白蛋白低于 10% 增长，考虑基层市场空间仍大，加上进口替代，未来仍有 50% 以上空间；静丙随着新适应症开发和医生教育，未来空间仍大；其他血制品空间大，整体增速有望超过 10%。2) 供给端近 10% 增长，因近 2 年新批浆站少，供需平衡下，价格将保持平稳；3) 血制品企业渠道改革，自建销售团队后收入端明显提速，扣非净利润也实现较快增长；4) PDB 样本医院数据显示，进口白蛋白增速自 17Q4 开始下滑，18Q1-Q3 持续负增长，17Q4-18Q3 增速分别为 1.4%、-3.1%、-9.9%、-15.3%；而国产白蛋白（样本医院数据库）持续稳健增长，17Q4-18Q3 分别为 12.5%、7.2%、7.7%、2.8%，国产白蛋白占比持续提升（[详细数据见图 2](#)）；5) 血制品行业集中度有望持续提升，具备内生+外延持续开拓浆站能力企业有望成为行业龙头。

VIII 因子、凝血酶原复合物有望 18-19 年获批，贡献超 10 万/吨浆利润。公司血制品在研项目储备丰富，包括 VIII 因子、人凝血酶原复合物、vWF 因子等 9 个在研产品，未来每年有望获批 1-2 个品种，其中 VIII 因子报生产审评审批中，预计年底获批，人凝血酶原复合物 19-20 年有望获批，未来 VIII 因子和凝血酶原复合物两个品种可贡献超 10 万/吨浆利润。非血液制品业务研发中，天安药业积极推进盐酸二甲双胍片一致性评价，博雅欣和完成天安药业转移的羟苯磺酸钙、阿嗪米特、瑞格列奈、格列美脲四个原料药产品的注册现场核查及 GMP 认证检查工作。

跨越式增长的血制品龙头。预计丹霞 19 年上半年实现血浆调拨、19 年下半年开启注入，公司浆站将达 37 个，未来采浆量将达 1300 吨，有望实现从几百吨到千吨以上采浆的跨越式发展，成长为国内血制品龙头之一。未来三年公司业绩有望维持高增长，预计 18-20 年净利润 4.52 亿/5.82 亿/6.97 亿，增长 27%/29%/20%，对应 PE26/20/17 倍，血制品企业当中，增速最快，估值最低，18-20 年合理估值 150/175/200 亿元，相比目前市值，1 年 50% 空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：调拨进度低于预期；血制品降价风险，产品销售不及预期，并购进展不及预期，新品上市不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1461	2420	3150	3794
(+/-%)	54%	66%	30%	20%
净利润(百万元)	357	452	582	697
(+/-%)	31%	27%	29%	20%
摊薄每股收益(元)	0.82	1.04	1.34	1.61
市盈率(PE)	33	26	20	17

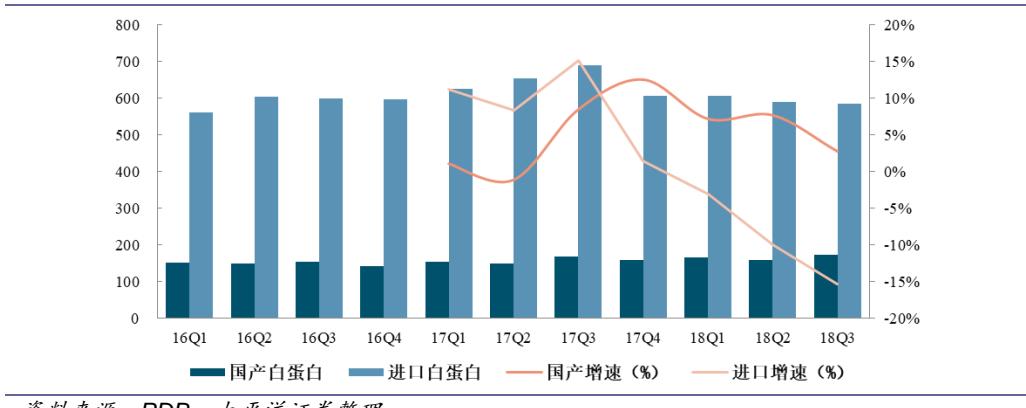
资料来源：Wind, 太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：前海优享产业并购基金股权结构

序号	股东名称	持股比例
1	平安证券股份有限公司	41.3%
2	宁波梅山保税港区铭治投资合伙企业	21.0%
3	深圳市高特佳睿智投资	13.6%
4	重庆高特佳睿安股权投资基金	6.3%
5	宁波华强睿明投资	5.2%
6	横琴信银成长	5.2%
7	江西省发展升级引导基金	5.2%
8	博雅生物	1.3%
9	高特佳投资集团	0.8%

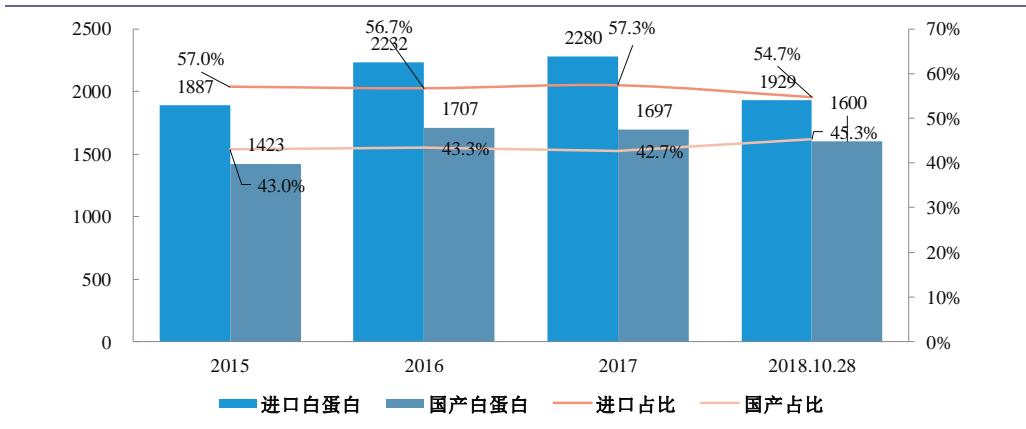
资料来源：企查查，太平洋证券整理

图表 2：16Q1-18Q3 进口和国产白蛋白样本医院销售情况（百万元）



资料来源：PDB，太平洋证券整理

图表 3：15-18 年 10 月进口和国产白蛋白批签发量（万瓶）



资料来源：各检验所，太平洋证券整理

盈利预测及估值说明

血制品业务：预计未来 3 年收入端超过 30% 增长，净利润端 20%-40% 增长。预计

19 丹霞开始血浆调拨，19-20 年分别调拨 150 吨、250 吨，贡献 0.68、1.13 亿净利润；母公司血制品业务 18-20 年内生增速 24%、14%、13%，内生+外延，血制品业务 18-20 年贡献净利润 3.26 亿/4.43 亿/5.44 亿。考虑到公司血制品业务持续高增长，给予 18-20 年 40/35/32 倍 PE。

南京新百药业：预计未来 3 年收入分别为 5.96 亿/6.85 亿/7.88 亿，净利润分别为 5700 万/6200 万/6900 万，业绩稳健增长，给予 18-20 年 15 倍 PE。

贵州天安药业：预计未来 3 年收入分别为 3.32 亿/3.99 亿/4.58 亿，贡献净利润分别为 4600 万/5100 万/5600 万，业绩保持稳健增长，给予 18-20 年 15 倍 PE。

广州复大：预计未来 3 年收入分别为 5.87 亿/6.57 亿/7.23 亿，贡献净利润分别为 2400 万/2700 万/2900 万，业绩保持稳健增长，给予 18-20 年 20 倍 PE。

合理估值：合计 18-20 年合理估值 150 亿元，175 亿元，200 亿元，相比目前市值，1 年 50% 空间。

图表：博雅生物盈利预测与业绩拆分

盈利拆分及预测	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
一、血制品										
收入	245	295	342	529	742	965	1479	1900	2320	2900

增速		20%	16%	54%	40%	30%	53%	45%	17%	12%
净利润	83	91	128	199	255	326	443	544	654	796
贡献母公司净利润	83	91	128	199	255	326	443	544	654	796
增速		10%	42%	55%	28%	28%	36%	23%	20%	22%
1、母公司										
投浆量				177	255	317	360	405	450	500
增速					44%	24%	14%	13%	11%	11%
净利润				199	255	326	375	432	496	571
增速					28%	28%	15%	15%	15%	15%
吨浆净利润(万/吨)				112	100	103	104	107	110	114
2、丹霞调拨										
投浆量						150	250	350	500	
吨浆净利润(万/吨)						45	45	45	45	
净利润						68	113	158	225	
1、静注人免疫球蛋白	115	95	98	188	236					
增速		-17%	3%	91%	26%					
2、人血白蛋白	94	130	136	177	248					
增速		38%	5%	30%	40%					
3、纤维蛋白原	26	33	84	153	229					
增速		27%	158%	82%	50%					
4、血制品其他(免疫球蛋白类品种)	11	38	24	11	29					
二、生化类药物(南京新百药业)										
收入		19	216	397	596	685	788	867	954	
增速			1065%	84%	50%	15%	15%	10%	10%	
净利润		2	43	57	57	62	69	75	83	
贡献母公司净利润		2	43	57	57	62	69	75	83	
增速				0%	10%	10%	10%	10%	10%	
肝素钠原料药			69	73						
复方骨肽注射液			65	148						
3、缩宫素注射液			35	103						
4、肝素钠注射液			17	14						
其他			31	58						
三、糖尿病领域(贵州天安药业)										
收入	140	179	202	246	332	399	458	504	555	
增速	16%	27%	13%	22%	35%	20%	15%	10%	10%	
净利润	26	39	46	51	56	61	67	74	82	
贡献母公司净利润	21	33	38	42	46	51	56	62	68	
增速			17%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	
安多可(盐酸二甲双胍肠溶片)	73	91	95	112						
增速		23%	4%	19%						
安多健(盐酸吡格列酮分散片)			38	55						
增速				44%						
安多明(羟苯磺酸钙胶囊)				38						
增速				4.22%						
安多美(格列美脲片)				36						
增速				30.99%						
四、广州复大										
业绩承诺 17-19 年利润 2500 万、3000 万、3500 万元, 即三年累计净利润 9000 万元										
收入			85	587	657	723	795	874		
增速				15%	12%	10%	10%	10%		
净利润			28	32	36	39	43	47		
贡献母公司净利润			3	24	27	29	32	36		

增速							694%	12%	10%	10%	10%
五、其他(其他业务及内部抵消)											
收入	0	2	4	0	-10	-60	-70	-75	-80	-90	
贡献母公司净利润	0	-8	-12	-8	0	-1	-1	-1	-1	-1	
合计											
收入	245	438	543	947	1461	2420	3150	3794	4406	5193	
增速		78%	24%	74%	54%	66%	30%	20%	16%	18%	
净利润	82	115	167	278	365	470	602	719	846	1008	
归母公司净利润	82	104	152	272	357	452	582	697	822	981	
增速		26%	46%	79%	31%	27%	29%	20%	18%	19%	
EPS	0.19	0.24	0.35	0.63	0.82	1.04	1.34	1.61	1.90	2.26	
当前市值对应 PE					33	26	20	17	14	12	
少数股东损益	0	11	15	6	8	18	20	22	24	26	
合理估值(亿元)						154	174	199	223	268	
对应 PE						34	31	29	28	28	

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;
增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。