

公司报告

招商证券(香港)有限公司

泰邦生物 (CBPO.US)

新生市场中崛起的巨人；首次覆盖给予买入评级

- 中国血液制品行业唯一的境外投资机会。
- 长远前景看好，过往业绩优良。
- 泰邦生物是利好政策支持下的直接受益者。

中国血液制品行业中的稀缺标的

国内的血液制品市场准入门槛非常高，现时受政府严格管制。我们认为血液制品行业市场供不应求的情况在未来仍会维持，这会极大地利好领先的血液制品公司，如泰邦生物。国内现有大约30家血液制品制造商，泰邦生物是市场上且唯一的境外投资机会。

多项催化剂支持未来长期增长

1) 行业的稀缺性及公司优秀的盈利质量；2) 现有血浆采集中心的采浆量持续增长，采浆地区亦不断扩大；3) 血液制品的种类不断增加；4) 血浆分离技术逐渐提升；5) 新购入的143吨血浆将大幅提升贵州采集中心的使用率；以及 6) 血液制品行业不断得到政策支持，如取消血液制品价格上限等。

我们预计2015-17年收入及盈利快速平稳增长

我们预期公司2015-17年的营业额将获得20%/22%/22%的同比增长，主要贡献点为：1) 主打产品稳定增长；2) 胎盘多肽注射液产量增加；以及3) 新厂房将推进凝血因子VIII和凝血酶原复合物的产量。由于公司能通过新产品、提升产量和优化产品组合来增加每单位的经济效益，因此我们预期2015/16/17年的纯利增长将达到26%/27%/26%，超过收入的增长幅度。我们预测的每股摊薄盈利预测与市场预期相差-1%/+2%/+2%。

首次覆盖给予买入评级，目标价为135.0美元

我们的目标价通过现金流折现模型得出，对比现价有15.4%的上涨空间，相当于30倍的2016年预测市盈率和1.25/0.95倍的2015/16年预测市盈增长率。我们认为凭借公司稀缺的性质和未来清晰可见的增长将会推动公司估值更上一层。

盈利预测及估值

美元 百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	203	243	291	356	434
同比增长(%)	10.0%	19.6%	19.7%	22.2%	22.0%
净利润(非通用会计准则)	59	76	95	121	152
同比增长(%)	22.9%	28.1%	26.0%	27.0%	26.0%
每股盈利(非通用会计准则,美元)	2.14	2.94	3.60	4.58	5.77
每股股息(美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(核心净利润)(X)	54.7	39.8	32.5	25.6	20.3
市净率(X)	9.8	10.9	6.8	5.1	4.0
净资产收益率(%)	19.4%	27.4%	20.7%	20.0%	19.4%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

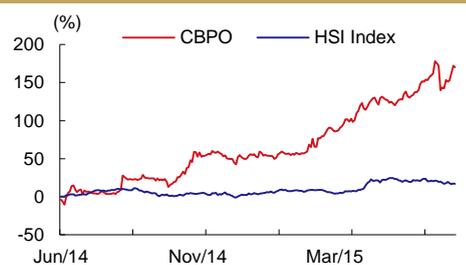
刘一贺 张皓渊  
(852) 3189 6711 (852) 3189 6754  
miloliu@cmschina.com.hk haydenzhang@cmschina.com.hk

首次覆盖

买入

前次评级	N/A
股价	US\$117.0
12个月目标价(上涨空间)	US\$135.0 (+15.4%)
前次目标价:	N/A

股价表现



资料来源：Bigdata

%	1m	6m	12m
CBPO US	15.4	92.4	182.9
HSI	(3.2)	16.9	15.2

行业：医药

恒生指数	26,761
国企指数	13,186

重要数据

52周股价区间(美元)	37.5-121.2
港股市值(百万美元)	3,042.9
日均成交量(百万股)	5.1
每股净资产(美元) 2014年末	10.7

主要股东:

华平资本	32.08%
德福资本	6.17%
陈小玲	4.17%

流通股

流通股	57.8%
-----	-------

相关报告

N/A

## 投资主题

### 血液制品行业唯一的境外投资机会

国内现有30家血液制品制造商，而泰邦生物是市场上唯一的境外投资机会。公司的现价为26倍的2016年预测市盈率，而A股的同业平均值约50倍。基于公司稀缺的性质，我们相信现价仍然吸引。

### 血液制品行业的独特经营者

国内的血液制品市场受政府严格管制，我们相信现时供不应求的情况将使领先的血液制品公司如泰邦生物受惠。由于血液制品具有不可替代的性质，因此价格一直维持稳定，而其他药品的平均价格则面对投标所造成的巨大压力。

### 中国血液板块拥有广阔的长远前景

板块主要的增长动力包括：1) 新设的血浆采集站将舒缓血浆供应紧张的情况；2) 血液制品的种类增加；和3) 采集血浆的技术持续提升。血浆行业未来3-5年的年复合增长率为25%，我们预期行业领先的公司如泰邦生物等将与行业一同增长，而公司的营运效率较高，因此盈利增长将会更快。

### 血浆行业受利好政策支持

政府已发出通知，表示在5月份取消血液制品的价格上限。尽管具体实施细节仍然言之尚早，但我们相信这是国内血浆行业未来数年迈向市场化的重要一步。

### 未来盈利增长清晰可见

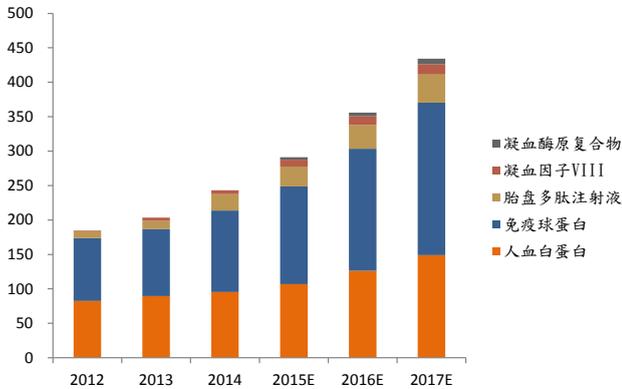
盈利增长的动力主要来自于：1) 主要产品如人血白蛋白和免疫球蛋白等在血浆采集技术逐渐提升及采浆量增长；2) 公司在贵州的厂房在2014年初取得GMP认证，因此胎盘多肽注射液的产量有所增加；和3) 生产凝血因子VIII和凝血酶原复合物的新厂房已取得GMP认证，而我们预期两种新产品的增长潜力巨大，因此我们预期公司2015/16/17年的营业额增长将达到20%/22%/22%。

### 产品线强劲，且产品储备丰富

泰邦生物现时有超过20种不同的剂量产品，包括人血白蛋白、免疫球蛋白、乙型肝炎免疫球蛋白和凝血因子VIII等，且公司将通过强大的研发能力继续引进新产品。

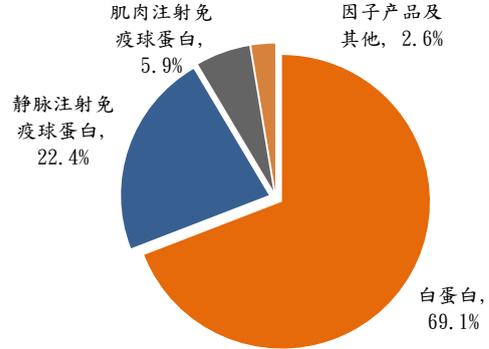
重点图表

图1：泰邦生物的总销售额明细(百万美元)



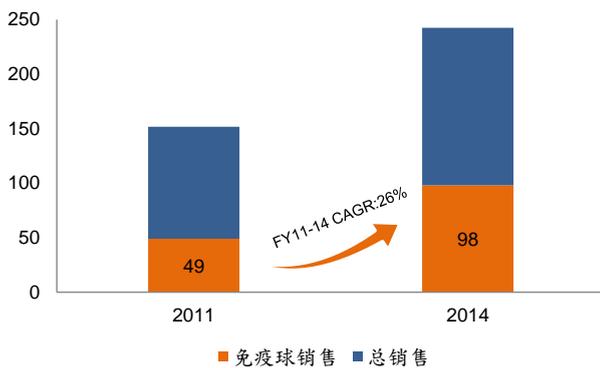
资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图2：中国血浆市场2014年明细



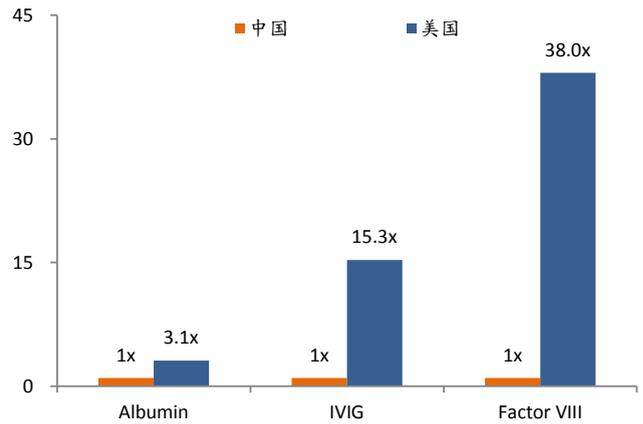
资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图3：泰邦生物是第二大静脉注射免疫球蛋白生产公司，近年来快速增长.....(百万美元)



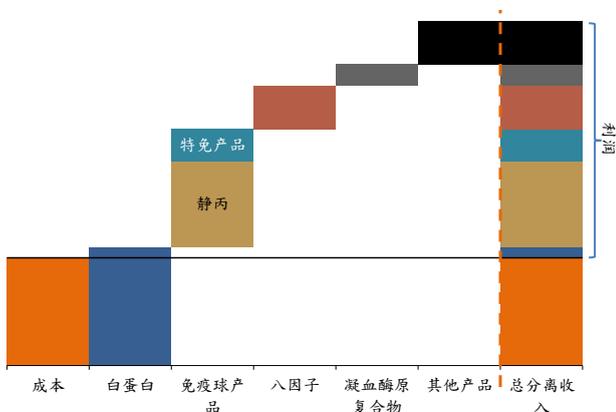
资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图4：.....但仍明显落后成熟市场(美国/中国人均使用率)



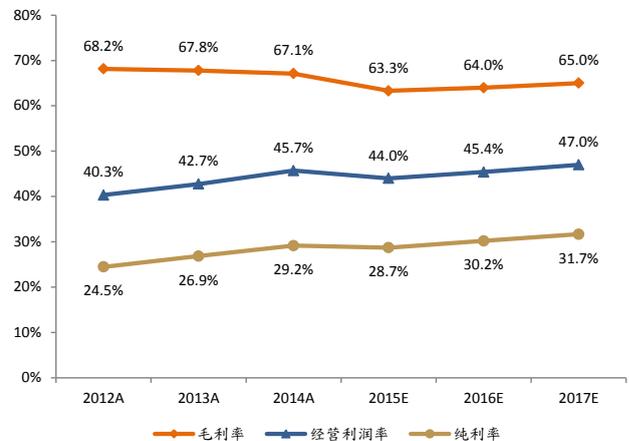
资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图5：2014年每公升血浆的指示性收益



资料来源：公司资料、招商证券(香港) 预测

图6：盈利预测



资料来源：公司资料、招商证券(香港) 预测

## 目录

重点图表.....	3
图 1：泰邦生物的总销售额额明细（百万美元）.....	3
图 2：中国血浆市场 2014 年明细.....	3
图 3：泰邦生物是第二大静脉注射免疫球蛋白生产公司，近年来快速增长.....（百万美元）.....	3
图 4：.....但仍明显落后成熟市场（美国 / 中国人均使用率）.....	3
图 5：2014 年每公升血浆的指示性收益.....	3
图 6：盈利预测.....	3
公司概况.....	5
泰邦是国内血浆制品的龙头企业之一.....	5
泰邦生物产品线非常丰富.....	5
公司已经建立了完善的营销网络，终端控制力强.....	5
产品分析.....	6
人血白蛋白 - 预计占 2015 年度全年收入的 37%.....	6
人免疫球蛋白 - 预计占 2015 年度全年收入的 49%.....	8
胎盘多肽注射液 - 预计占 2015 年度全年收入的 10%.....	9
人凝血因子 VIII 和凝血酶原复合物 - 预计占 2015 年度全年收入的 4%.....	10
公司致力于保证血浆供给的稳定增长.....	11
行业分析.....	12
财务分析.....	15
估值和风险.....	17
估值分析.....	17
风险分析.....	19
附录.....	20

## 公司概况

泰邦是国内血浆制品的龙头企业之一

泰邦生物是从事以血浆制品为主的生物制品的原料采集、研发、生产和销售的企业集团，目前是中国最大的血液制品生产企业集团之一。公司总部设在北京，有山东泰安和贵州贵阳两个生产基地，并以这两个生产基地为中心，有12家采浆站。根据我们的估算，公司是国内第二大的血浆收集企业，每年采集及处理血浆600吨，占2014年中国整个血浆采集和处理量的14%。此外，泰邦持有西安回天血液制品有限责任公司35%的股权。

泰邦生物产品线非常丰富

产品涵盖包括人血白蛋白、静脉注射免疫球蛋白、特异性静脉注射免疫球蛋白、及凝血因子VIII、凝血酶原复合物(PCC)等20多种不同规格的血浆制品。公司一直通过研发不断推出新产品，近期新推出的产品包括：2012年10月的凝血因子VIII(200单位)，2013年下半年的凝血因子VIII(300单位)及2014年10月的凝血酶原复合物(PCC，公司在2013年获得该产品的生产批文，而生产设施在2014年10月获得GMP认证)。公司还有其它非血浆制品生物药的批文，如胎盘多肽注射液，以人胎盘为原料，不受血浆原材料的限制。除此之外，预期公司未来将陆续推出纤维蛋白原和人乙型肝炎免疫球蛋白等新产品。新产品推出将极大提升血浆的利用率，提升血浆的单位经济价值，并在未来逐步提升公司的利润率。

公司已经建立了完善的营销网络，终端控制力强

公司131人的销售团队(截至2014年12月)，在31个省份直接向超过640家医院和疾控中心进行销售，直销占整体销售额的比例在2014年达65.4%，对终端控制强，极大减少了血浆制品黑市的风险。山东和河北是其最大的市场，2014年分别占其销售额的23.9%和10.4%。在某些一线城市，如北京、上海、广州等，政策不允许直销的地区，公司也与大型的医药分销商合作。一线城市大医院市场的覆盖也比较完善，有利于新产品如免疫球蛋白、凝血因子VIII等产品的销售。

图表 1: 严格的内部质量控制体系，全球标准的生产工艺，领先的销售模式

血浆采集	生产 (血浆分离)	领先的销售模式
血浆采集中心	GMP 认证的生产厂房	独特的销售模式
12 家血浆采集基地	三家 GMP (药品生产质量管理规范认证) 认证工厂	专注一线城市
2 家在建的血浆采集基地		约 130 名销售人员 产品直接销售超过 640 家医院 和诊疗机构

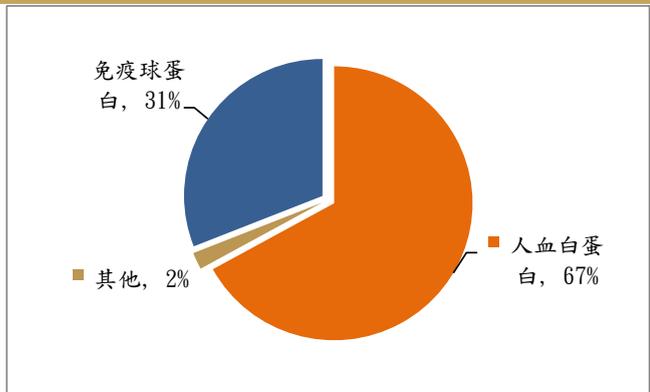
资料来源：公司资料、招商证券(香港)

## 产品分析

人血白蛋白 - 预计占2015年度全年收入的 37%

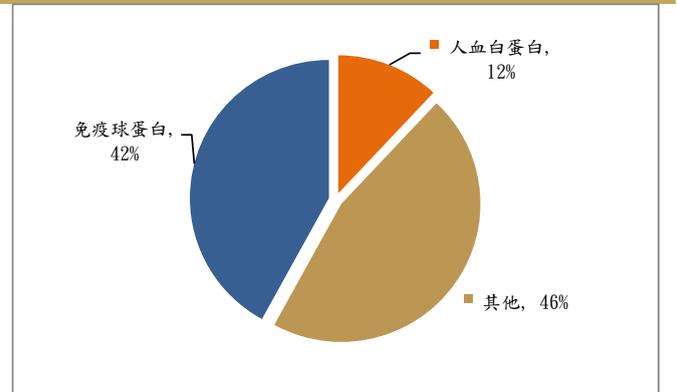
人血白蛋白大多数用于临床紧急及危急用药。人血白蛋白具有增加血容量和维持血浆胶体渗透压，减毒和营养供给的功效。此产品适用于失血床上或烧伤引起的休克，脑水肿及损伤引起的颅压升高，肝硬化及肾病引起的水肿或腹水，新生儿高胆红素血症，心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症以及低蛋白血症的防治。中国血浆市场主要以人血白蛋白产品为主，由于国内肝硬化和乙型肝炎所诱发的低蛋白血症发病率很高，中国的市场规模相比美国同类市场高出 40%。

图表 2: 中国血液制品中绝大部分是人血白蛋白...



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图表 3: ...和发达国家例如美国市场相比

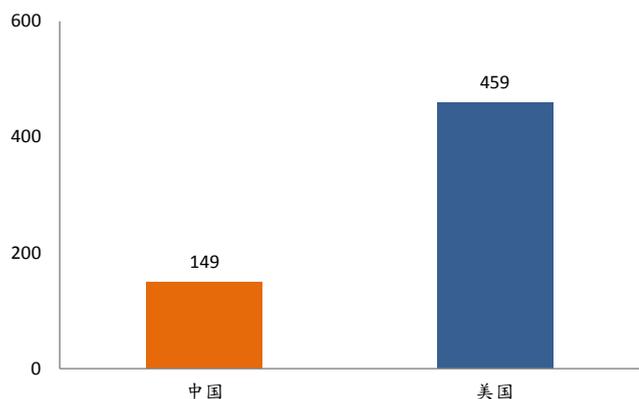


资料来源：公司资料、招商证券（香港）

**市场竞争激烈与供应短缺并存。**由于人血白蛋白的重要性和稀缺性，该产品是我国目前唯一允许进口的血浆制品。在2014年，国内白蛋白的销售量排名前四大的国际厂商共占市场份额约为 56%，其中贝林(CSL Behring)以 24.5%位居第一。同期国内前三大生产厂家，中生集团，上海莱士和泰邦生物分别取得 8.0%，5.4% 和 5.3%的市场份额。但市场整体上还是供不应求。

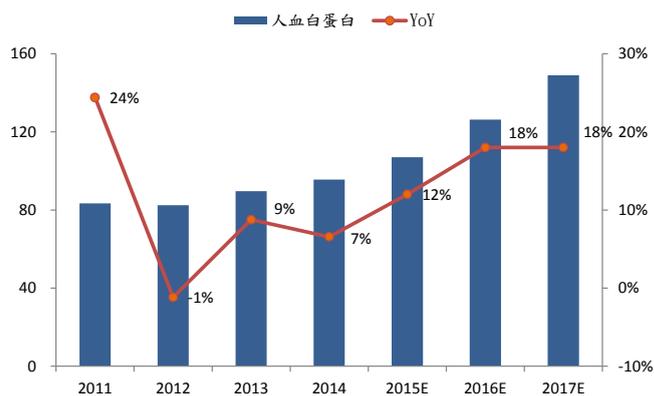
我们预计 2015/16/17 年度的人血白蛋白销售额将稳步提升 12%/18%/18%。2014 年度销售增长放缓主要是由于受到贵州采浆站的影响。随着位于河北省的两个新采浆站于今年底投入使用, 2016 年的采浆量将明显提升, 同时有助于人血白蛋白产量及销售额较快增长。我们预计 2016 年的增长将会加快, 主要是考虑到潜在提价的因素以及公司近期购买的 143 吨血浆将明显改善贵州车间的利用率, 进而满足市场需求。

图表 4: 人均白蛋白用量



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图表 5: 白蛋白收入及增长预测(百万美元)



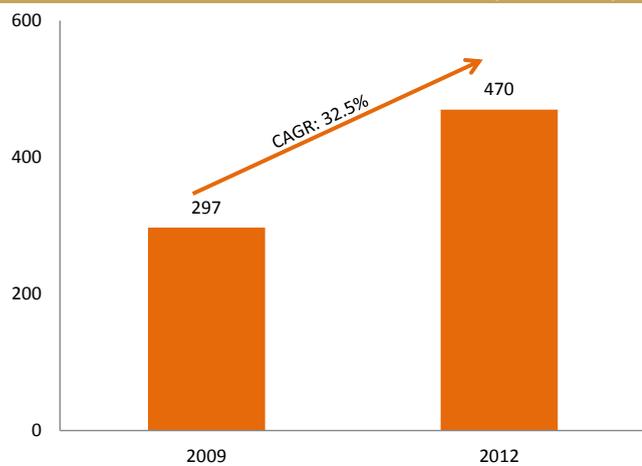
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

人免疫球蛋白 - 预计占2015年度全年收入的49%

人免疫球蛋白主要用于增强免疫力。静脉注射免疫球蛋白(IVIG)作为其主要产品,适用于各种原发性免疫球蛋白缺乏症。(IVIG)是国际市场上消费最多的血浆制品,在美国等成熟市场常用于多种慢性疾病的治疗。

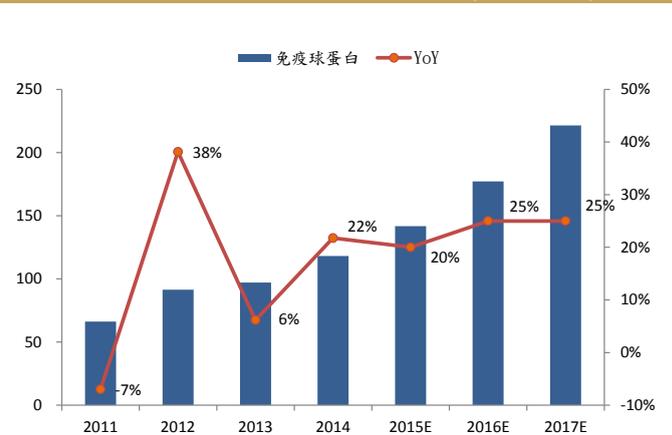
IVIG 在国内尚属起步阶段,医生对其认知度有待提升。中国居民人均 IVIG 消费量约为每千人 11 克,相比之下,美国居民每千人消费 168 克。这主要是由于国内产能不足及临床应用缺乏。我们相信泰邦在初期战略性布局一线城市的三甲医院将有助于帮助医生提高认知水平并打开高端市场。

图表 6: 中国静脉注射免疫球蛋白收入 (百万美元)



资料来源:公司资料、招商证券(香港)

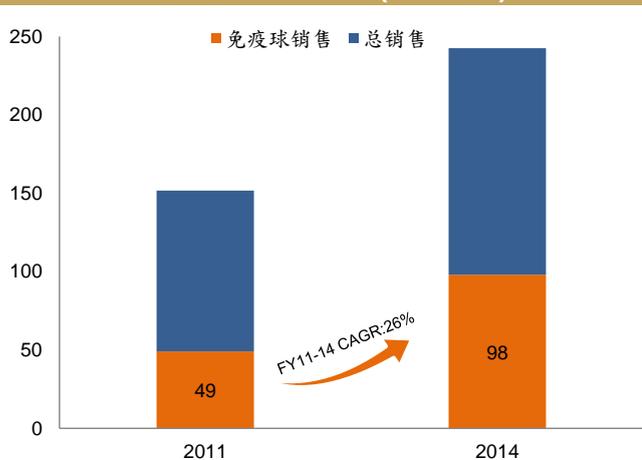
图表 7: 免疫球蛋白收入及增长预测 (百万美元)



资料来源:公司资料、招商证券(香港)

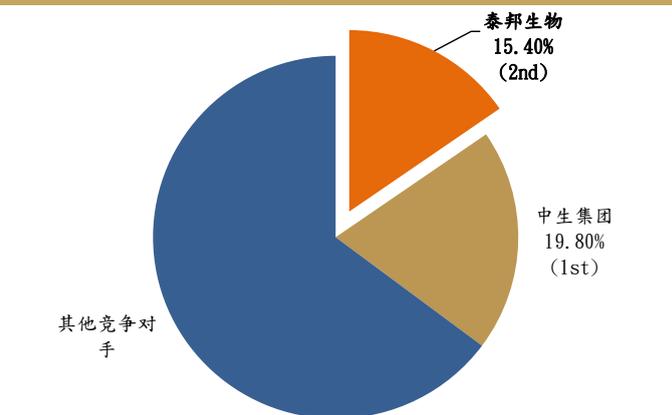
我们预计人免疫球蛋白产品的销量在未来几年增长加速。与人血白蛋白的增长模式相似,我们预测随着位于河北省的两个新采浆站于今年底投入使用,由此提升的采浆量将成为 2016 年静脉注射免疫球蛋白新的增长驱动力。除此之外,我们相信人免疫球蛋白产品有提价空间,基于 1) 中美之间存在超过 50% 的产品价差; 2) 政府限制相关产品的进口。

图表 8: 免疫球蛋白销售增速 (百万美元)



资料来源:公司资料、招商证券(香港)

图表 9: 中国免疫球蛋白市场领先者



资料来源:公司资料、招商证券(香港)

胎盘多肽注射液 - 预计占2015年度全年收入的 10%

胎盘多肽注射液适应症广泛。用于细胞免疫功能降低或失调引起的疾病、术后愈合、病毒性感染引起的疾病及各种原因所致的白细胞减少症。此产品多用于临床辅助治疗。

产品潜力巨大但还有待被发掘。胎盘多肽注射液是仅针对一线城市三甲医院的独家产品，并且已经纳入到省级医保名单。其他同类产品由于适应症不同，如胎盘组织液主要适用于妇科以及皮肤科一些慢性炎症，所以两者之间不构成直接竞争关系。胎盘多肽注射液以 10 天为一个疗程，每天可注射 1-2 支。由于该产品已经被江苏、辽宁、河北等 20 余省纳入省级医保名单，我们预计未来几年该产品的市场潜力巨大。与其他血液制品类似，胎盘多肽注射液的市场需求旺盛，提高胚胎采集率将直接驱动产品的长期增长。

图表 10: 胎盘多肽注射液



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图表 11: 胎盘多肽注射液收入及增长预测 (百万美元)



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

备注: 2014年快速的增长主要原因是贵州厂房在2014年1月获得GMP认证从而增加了产量。

### 人凝血因子VIII和凝血酶原复合物 - 预计占2015年度全年收入的4%

人凝血因子 VIII 对凝血机能障碍具有纠正作用。人凝血因子 VIII 的市场非常有潜力，由于该产品极度紧缺，目前国内只对需要紧急治疗的血友病患者使用，而在美国和其他成熟市场，该产品被广泛用来提高生活质量和延长生命。

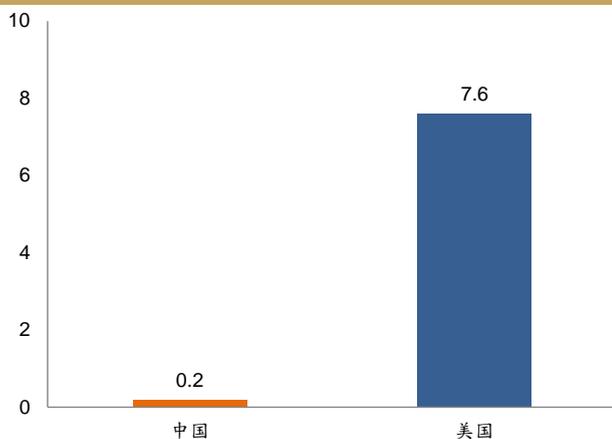
人凝血因子 VIII 属于新生市场且拥有巨大增长潜力。在国内仅有 6 家人凝血因子 VIII 的生产商，其中华兰生物 (002007.CH) 占比最大，其 2014 年的市场份额达到 42%。由于人凝血因子 VIII 供应稀缺，重组人凝血因子 VIII 在国内也被越来越多用来治疗血友病，拜耳 (Bayer) 公司是重组人凝血因子 VIII 的主要生产厂家，其市场份额达到 25%。但是后者三倍于前者的价格加上尚未纳入国家医保名单，使得仅在其他血浆制品缺乏的情况下才被替代使用。我们相信人凝血因子 VIII 稀缺的现状短期内不会改变。

我们预计泰邦生物的人凝血因子 VIII 会在 2015 年有爆发式增长。我们预计随着公司在山东的新站获批（中国食品药品监督管理局颁发的 GMP 认证）并在 2014 年底投产以后将有效缓解产能不足的压力。

凝血酶原复合物是另外一种凝血类血浆制品。主要用于用于乙型血友病、严重肝病及弥散性血管内凝血、及已经产生凝血因子 VIII 抑制性抗体的甲型血友病患者。由于凝血酶原复合物的提取率要高于凝血因子 VIII，使得其价格较低。

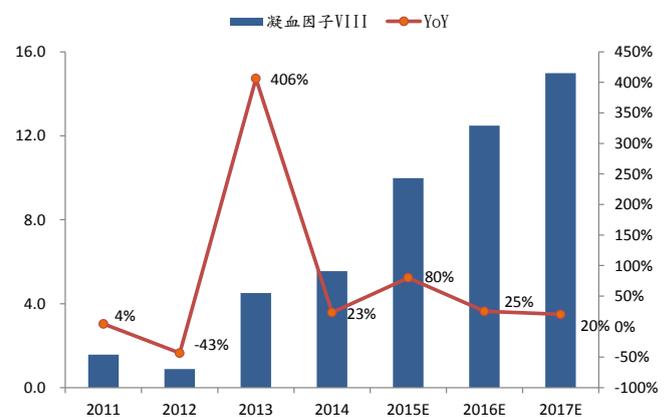
泰邦生物的凝血酶原复合物在 2014 年底获批并投产，预计将在未来几年快速增长。按照我们的计算，泰邦生物现有的采浆量，足以支撑约 1,500 万美元/年的凝血酶原复合物的产量，基于 1) 生产工艺逐步改进；2) 提前准备了充足的血浆组分储备。我们预计其 2015/16 年度的凝血酶原复合物收入可达理论产量的 25-35%，即 350 万美元和 530 万美元。

图表 12: 凝血因子人均用量



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图表 13: 凝血因子 VIII 收入及增长预测 (百万美元)



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

备注：2013 年收入大幅增长主要是由于山东泰邦工厂的新剂型投产。

### 公司致力于保证血浆供给的稳定增长

**提升血浆采集量。**人类血浆是人血白蛋白、人免疫球蛋白(包括静脉注射免疫球蛋白)、凝血因子 VIII 和凝血酶原复合物等产品的主要原材料,在 2014 年占总成本的 80%。公司的增长前景深受原材料供给面的影响。泰邦生物已建成覆盖 4 省(山东,贵州,广西和山西)共计 2.2 亿人口的 12 座采浆站,形成了一个全面的采集网络。此外,我们预计公司位于河北省的两家新站将于 2015 年底投入使用,届时有望为公司额外带来 10-15%的采浆量。

**扩充献浆员基数。**根据国内政策,每人每次献血浆的时间间隔不可少于 14 天,每人每次献浆不得超过 580 毫升。公司为保证献浆员数量的稳定增长,除提供献浆补贴外,还为献浆员准备了营养美味的食物、车接车送、托儿服务等一系列人性化服务。同时通过“老”献浆员带动新献浆员的策略,有效发展新的献浆员。

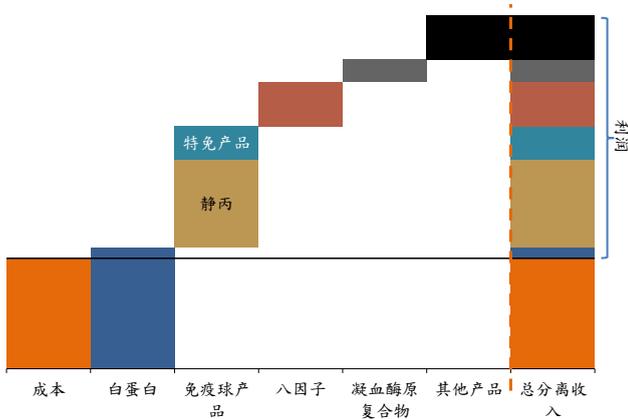
**血浆组分可以作为原材料中间体存放以备将来精炼使用。**“血浆组分”是指初步提取了血浆中有效成分的粗提取物,这些提取物可以进一步精细提取产品。由于血浆组分通常可以存放一年,公司借此提前储备足够的原材料中间体。比如在 2014 年 10 月份,公司新产品凝血酶原复合物获批,而公司在获得此产品批文之前,存储了含有凝血酶原复合物的血浆组分,使此产品在未来一年期间,都不受到原料瓶颈的制约。

**目前,泰邦生物的吨血浆产值约在 200 万人民币左右,提升空间仍很大。**2012 年底,凝血因子 VIII 获批投产,2014 年凝血酶原复合物获批,随着 2014 年底新的凝血因子 VIII 及凝血酶原复合物的车间通过 GMP 认证,及生产工艺的不断改进,我们认为泰邦的吨血浆产值有望在 2016 年持续提升至 260 万元,尚有 30%的提升空间。

行业分析

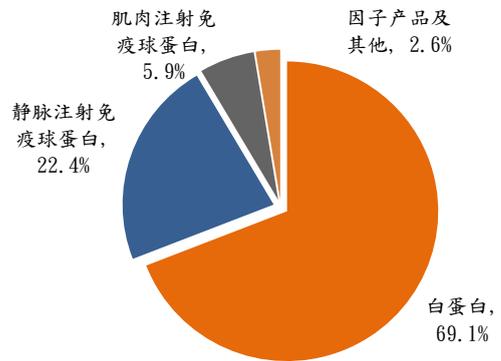
中国是世界上第二大血浆制品市场，仅次于美国。2006-2012年间，中国血浆制品（不含重组产品）销售额由4.3亿美元增长至16.6亿美元，年复合增长率达25.2%。在2014年，人血白蛋白的销售占了绝大部分的市场份额，约为69.1%。其次是静脉注射免疫球蛋白，免疫球蛋白和特免产品，分别占22.4%和5.9%。其他产品包括凝血因子，占余下的2.6%。

图表 14: 每升血浆分离可产生收入及利润



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

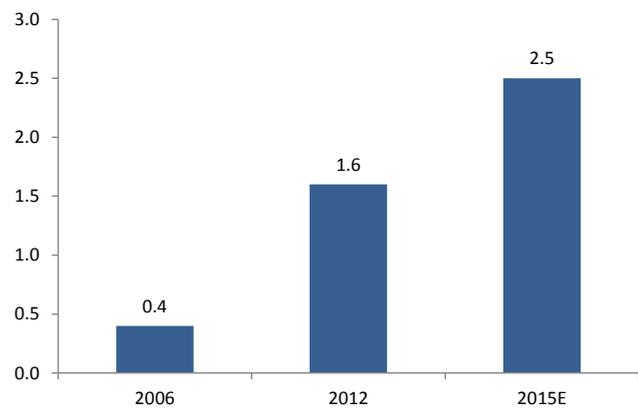
图表 15: 2014 中国血液制品市场产品销售收入占比



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

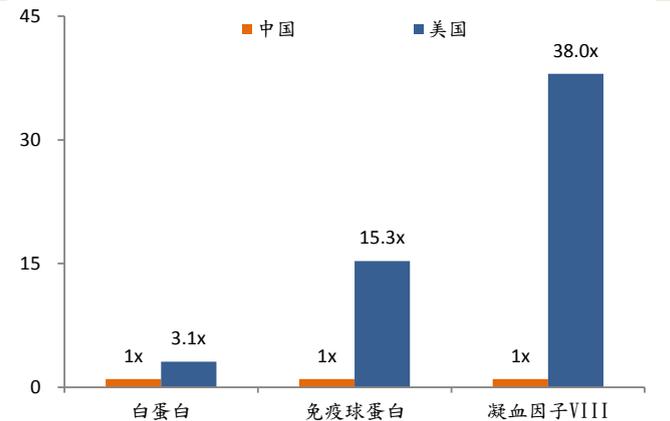
中国人均血浆制品使用量偏低，而且产品的成分和类别也与成熟市场有很大不同。在美国等发达国家，静脉注射免疫球蛋白占了血浆市场的很大比例。这些区别主要是由于不同血浆市场发展程度的差异。

图表 16: 中国血液制品市场规模



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图表 17: 美国人均用量与中国人均用量对比



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

**中国血浆制品行业监管严格，行业壁垒极高。**由于过去曾经出现过严重的血浆制品污染事件，中国对血液制品行业的监管非常严格。自2001年起，政府就再也没有新的行业许可证。目前，中国仅有30家血浆制品企业，其中最多25家在正常生产。这些企业大部分仅生产白蛋白和免疫球蛋白。仅有包括泰邦在内的4家企业可以生产凝血因子VIII。此外，外资对此行业的投资也严格受限。我们认为严格监管带来的行业壁垒，最有利于泰邦生物这样的行业龙头。

图表 18: 血浆采集管理体系与国外的差别

	美国	中国
人口数量(百万)	320.6	1,384.7
血浆捐献频率	7天2次, 每次间隔48小时以上	每月2次, 每次间隔14天以上
血浆采集量	据体重区分采集量: 体重50-68kg / 69-79kg / >79kg, 分别可采集690 / 825 / 880 ml 血浆	580 ml
采浆站数量	大于400个	165个
采浆站成立的预先审批	无	必须
血浆捐献补偿费(美元/次)	\$25-35	\$42-50
监管机构	药监局(FDA) 或血浆蛋白治疗制剂协会(PPTA)	县、市、省三级政府
2012年血浆采集量(百万升)	21.7	3.8

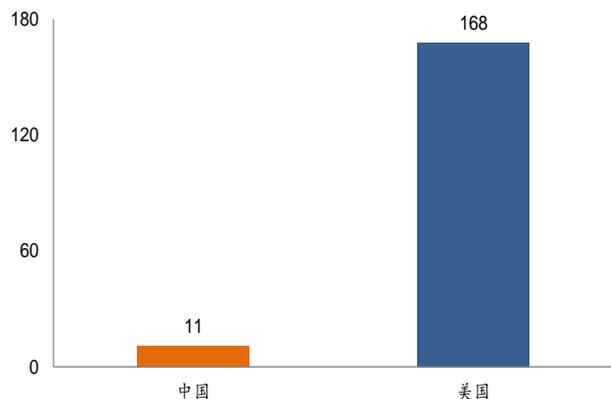
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

**现阶段的瓶颈是原材料的供应。**从上世纪80年代以来，由于政府对人类血浆采集的监管非常严格，加上缺乏血浆捐献，导致国内的血浆制品一直处于紧缺状态。血浆生产商通常以有政府补助的价格上限销售他们的产品，而且通常不会涉及出口。在2010年，卫生部测算国内每年的血浆需求量为8,000吨，而实际的供应量只有一半左右。市场供不应求有利于提升生产企业的议价能力，特别是泰邦生物这样的龙头企业。血浆严重供应不足的问题已经得到了政府的重视，新站陆续获批并投入使用。但我们认为供需不平衡的现状短期内很难解决。

**政府对进口血液制品严格限制。**为了应对一系列的病毒风险，中国政府一向对血浆制品的进口非常谨慎，目前仅允许进口人血白蛋白和重组的凝血因子 VIII。其他血浆制品如静脉注射免疫球蛋白等，都不允许进口。我们认为此政策将会持续，使泰邦等国内血浆制品企业受到的国外竞争非常有限，并已经完全抢占了国内市场。

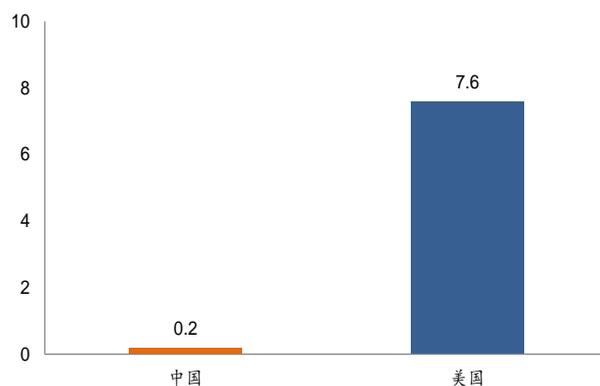
中国血浆制品消费水平低但发展潜力巨大。尽管近年来中国的血浆制品行业发展迅速，但血浆制品的人均消费量仍远落后于国外的成熟市场，我们认为这是两方面造成的：1) 国内血浆采集不足，市场需求得不到满足，2) 中国血浆行业发展水平有限，产品不丰富、提取技术有限。随着供应端的不断成熟，我们认为国内血浆消费的增长潜力很大。

图表 19: 免疫球蛋白人均消费量



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图表 20: 凝血因子 VIII 人均消费量



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

总之，我们长期看好中国血浆制品行业的发展。行业壁垒极高，供不应求的局面将会持续。供应层面，增长动力包括 1) 新开浆站将缓解原材料紧张的局面，2) 血浆制品的种类将不断增加，3) 血浆提取水平将不断提高。我们预期血浆制品行业在未来 3-5 年的年复合增长率将达到 25-30%，而且我们看好在未来市场整合过程中，龙头企业的增速会超过行业平均。

财务分析

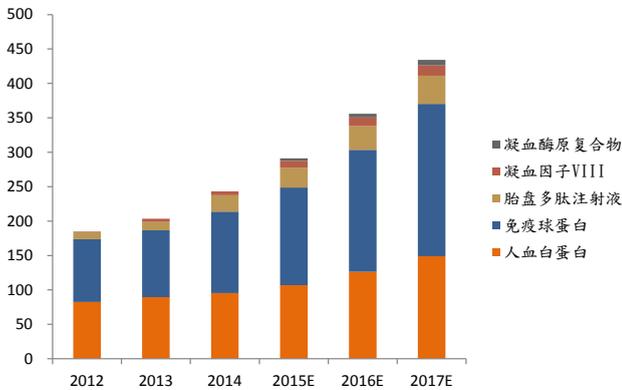
我们预测2015/16/17年的收入增长率将分别达到19.7%/22.2%/22.0%，基于：1) 主要产品如人血白蛋白和免疫球蛋白的增长稳定，归功于公司血浆分馏技术逐步提升以及河北两座获批新站年底启用增加血浆粗分的产量。2) 随着2014年初广州的生产车间获GMP认证并投入使用，胎盘多肽注射液产量得到增加，但我们认为其产量还有上升空间。3) 生产凝血因子VIII和凝血酶原复合物的车间已经获得GMP认证，我们预计这两项产品的产量有望大幅上升。

图表 21: 现有产品销售预测

百万美金	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
人血白蛋白	82.5	89.7	95.5	107.0	126.3	149.0
YoY	-1%	9%	7%	12%	18%	18%
免疫球蛋白产品	91.4	97.0	118.1	141.8	177.2	221.5
YoY	38%	6%	22%	20%	25%	25%
胎盘多肽注射液	10.1	12.2	24.0	28.8	34.6	40.8
YoY	421%	20%	98%	20%	20%	18%
凝血因子 VIII	0.9	4.5	5.5	10.0	12.5	15.0
YoY	-43%	406%	23%	80%	25%	20%
凝血酶原复合物	-	-	-	3.5	5.3	7.9
YoY	-	-	-	-	50%	50%
总收入	184.8	203.4	243.3	291.1	355.8	434.2
YoY	21%	10%	20%	20%	22%	22%

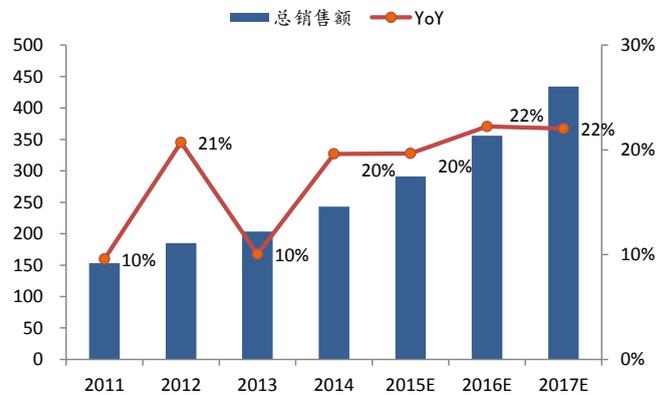
资料来源：公司资料、招商证券(香港) 预测

图表 22: 泰邦生物的总销售额明细 (百万美元)



资料来源：公司资料、招商证券(香港) 预测

图表 23: 总销售额预测 (百万美元)

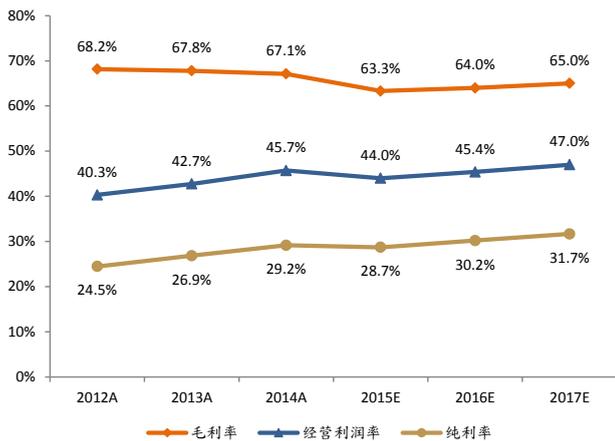


资料来源：公司资料、招商证券(香港) 预测

自 2015 年开始销售成本的增加略微影响了毛利率。我们对公司 2015/16/17 年毛利率的预期在 2014 年的基础上分别调低了-380/-310/-210 个基点，原因是近期从新疆德源购入的 143 吨血浆将大幅升高销货成本。同时，我们预期潜在的涨价会从 2016 年开始，因为我们认为近期出台关于取消相关价格上限的政策离具体实施还需一段时间。

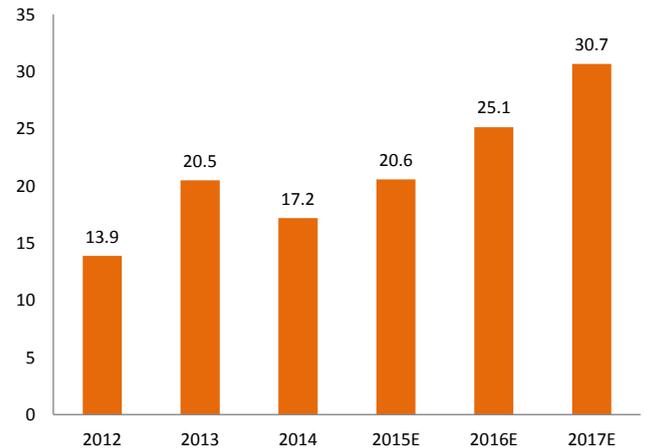
公司净利润率将持续改善，得益于盈利增速快于营业收入增速。我们预计在2015/16/17年，收入增长将带动净利润（不按通用会计准则计）同比增长26/27/26%至9,520/12,090/15,230万美元。我们认为盈利增速快于营业收入增速，主要由于：1) 新产品推出，单位血浆提取产品增多，产值增加，2) 分馏精炼工艺的改善提高产量；以及3) 产品组合的优化。

图表 24: 盈利预测



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图表 25: 资本支出预测 (百万美元)



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

资产负债和营运现金流的情况良好。泰邦生物发出公告称在6月初以105美元的价格发行了700,000股普通股，并募得7,350万美元用于公司日常运作以及收购和投资。我们预计这次发行将使公司2015年的现金水平增加到1.58亿美元，2014年为8,100万美元。同时，我们预计在2015-17年的资本支出与收入之比将保持在稳定水平。

## 估值和风险

### 估值分析

#### 1. 现金流折现分析法

基于现金流折现法，我们认为12个月目标价格为US\$135.0，目标价格同当前价格US\$117.0相比有15.4%的上升空间。以上计算结果的假设如下：

- 1) 无风险利率为 3.60%。
- 2) 股票风险溢价为 6.00%，Beta 系数为 0.8，由此可以得出公司的权益资本成本为 8.4%。
- 3) 借贷利率水平为 6%，有效税率维持 15.0%，由此可以得到加权资本成本等于 7.8%。
- 4) 永续增长率为 3%。

图表 26: 现金流折现分析法

COE		WACC	7.3%	7.3%	7.3%	7.8%	7.8%	7.8%	8.3%	8.3%	8.3%
Risk Free rate	3.60%	Perpetuity	2%	3%	4%	2%	3%	4%	2%	3%	4%
Beta	0.8	2015-2025E	\$2,284,934	\$2,284,934	\$2,284,934	\$2,218,392	\$2,218,392	\$2,218,392	\$2,154,540	\$2,154,540	\$2,154,540
Equity Risk premium	6.00%	2026E-2030E	\$835,364	\$835,364	\$835,364	\$786,333	\$786,333	\$786,333	\$740,417	\$740,417	\$740,417
Adjusted industry risk premium	0.0%	Terminal	\$583,121	\$724,241	\$949,642	\$461,578	\$562,231	\$715,189	\$368,305	\$441,449	\$548,231
COE	8.4%	NAV	\$3,703,419	\$3,844,539	\$4,069,940	\$3,466,304	\$3,566,957	\$3,719,914	\$3,263,261	\$3,336,405	\$3,443,187
WACC		Share count ('000)	26,417	26,417	26,417	26,417	26,417	26,417	26,417	26,417	26,417
WACC = Re x E/V + Rd x (1-corporate tax rate) x D/V		NAV/share	\$140	\$146	\$154	\$131	\$135	\$141	\$124	\$126	\$130
Re	8.4%										
E	460,192										
D	92,282										
V	552,475										
Rd	6%										
Tc	15%										
WACC	7.8%										

资料来源：公司资料、招商证券(香港) 预测

我们使用敏感性分析法去评估最高值(US\$154.1 对应 2016 年市盈率 34 倍)，中间值(US\$135.0，对应 2016 年市盈率 30 倍)和最低值(US\$123.5，对应 2016 年市盈率 27 倍)。计算参数包括：加权资本成本(7.3%/7.8%/8.3%)、永续增长率(2%/3%/4%)。

图表 27: 敏感性分析

WACC	Terminal rate		
	2.0%	3.0%	4.0%
7.3%	\$140.2	\$145.5	\$154.1
7.8%	\$131.2	\$135.0	\$140.8
8.3%	\$123.5	\$126.3	\$130.3

资料来源：公司资料、招商证券(香港) 预测

## 2. 市盈率和动态市盈分析

我们使用市盈率估值法得到2016年市盈率为30倍。我们将泰邦生物与：1) A股血浆制品龙头企业，例如华兰生物(002007 CH), 目前市盈率为2016年预测盈利的37倍；2) 国际血浆制造公司，例如：CSL(CSL AU)，目前市盈率为21倍。

我们的目标价格对应2015/16年的动态市盈率分别为1.25/0.95倍。与市盈率估值方法类似，我们使用相同的比较数据，得到相同行业A股公司和国际上市公司均为2015年两倍动态市盈率。我们认为动态市盈率更具有参考价值，鉴于CBPO明确的长期增长可预见性。同样值得一提的是：我们对于其主要产品的提价持保守态度，鉴于近期出台关于取消相关价格上限的政策离具体实施还需一段时间。

图表 28: 同业估值比较

Name	中文名	Stock Code	Mkt Cap (HK\$m)	P/E			P/B			PEG			Gross Margin (%)		
				14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E
China Biologic Products	泰邦生物	CBPO US	23,643.2	39.8	32.5	25.6	10.9	6.8	5.1	1.41	1.24	0.95	67.1	63.3	64.0
<b>A-share peers</b>															
Hualan Biologic	华兰生物	002007 CH	38,686	35.9	44.9	36.8	9.7	7.7	6.6	2.71	1.79	1.71	61.6	63.9	64.1
Jiangxi Boya Biologic	博雅生物	300294 CH	n.a	43.7	n.a.	n.a.	5.3	n.a.	n.a.	1.65	n.a.	n.a.	61.4	62.0	63.0
Beijing Tiantan	北京天坛	600161 CH	25,786	50.4	47.3	41.2	6.9	n.a.	n.a.	5.10	4.80	4.19	57.4	58.0	59.0
平均				61.0	46.1	40.7	6.3	7.7	6.6						
加权平均				64.4	45.9	40.1	6.3	3.8	3.2						
<b>Hong Kong peers</b>															
CSPC Pharma	石药集团	1093 HK	45,019	31.9	26.6	21.2	5.0	4.7	4.1	1.05	0.74	0.82	38.2	41.8	44.5
Sino Biopharm	中国生物制药	1177 HK	43,287	23.0	24.8	21.1	5.3	5.2	4.3	0.45	1.53	1.21	76.4	76.7	76.1
Lee's Pharm	李氏大药厂	950 HK	8,148	31.9	32.1	25.0	6.6	6.9	5.7	1.13	1.34	0.82	70.2	n.a.	n.a.
Luye Pharma	绿叶制药	2186 HK	27,665	39.6	25.0	18.9	5.4	3.8	3.4	0.42	0.63	0.57	84.7	84.0	84.0
平均				31.6	27.1	21.5	5.6	5.1	4.4						
加权平均				30.5	26.0	20.9	5.6	5.2	4.4						
<b>International peers</b>															
Baxter International	百特	BAX US	292,196	17.2	17.6	17.1	4.9	3.1	2.9	3.81	n.m.	5.62	48.9	48.8	49.1
CSL Ltd	CSL 有限公司	CSL AU	245,035	23.2	22.8	20.8	9.4	10.3	8.1	3.53	5.08	2.29	51.2	52.5	52.6
GRIFOLS SA	基立福公司	GRF SM	99,739	24.2	19.9	18.3	na	4.6	4.0	0.75	1.34	1.53	na	49.2	49.7
平均				21.6	20.1	18.7	7.2	6.0	5.0						
加权平均				20.6	20.0	18.7	5.9	6.1	5.1						

资料来源：彭博，招商证券(香港)预测

## 风险分析

**政策性风险。**公司很大程度受到政府对血浆行业的政策调整影响。其中包括限制血液制品，推迟新采浆站或新产品的审批等。

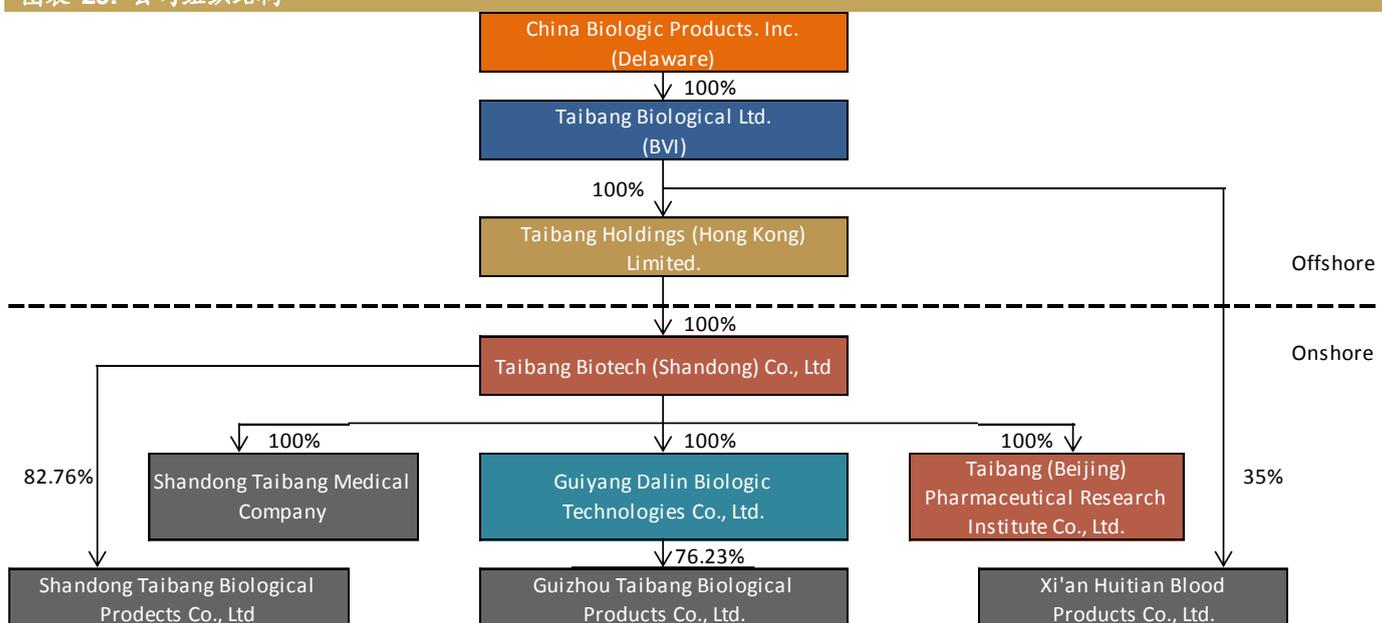
**系统性风险。**产品的价格受限于国家发改委规定的省级招标系统，对公司的利润率有压力。

**原材料风险。**包括原材料货源不足，以及原材料供应中断或原材料价格上涨导致各项经营成本上升。

**新产品开发风险。**泰邦生物的增长部分依赖于公司研发的新产品。研发失败或者研发进度延缓都将拖累公司未来的增长前景。

附录

图表 29: 公司组织结构



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图表 30: 管理团队

姓名	职务	年龄	职责	背景	任命日期	加入日期
高小英先生 (David)	董事会主席兼首席执行官	63	制定、实施和管理企业的发展战略以及管理总体营运	20余年企业管理经验, 在医药健康和科技行业的经验尤其丰富 麻省理工学院 MBA 学位, 德国汉诺威大学机械工程硕士学位, 北京理工大学机械工程学士学位	2012年5月	2012年
杨明先生	董事会主席兼首席执行官	43	财务、会计、金融、税务、审计、内部控制和投资者关系事务	6年企业财务管理经验和11年会计师事务所审计经验, 曾任毕马威会计师事务所高级经理 中国注册会计师	2012年8月	2012年
尹明先生,	高级副总裁	36	N.A	获得中华人民共和国人事部会计师资格	2012年8月	2008年
庞广礼先生	山东泰邦总经理	N.A	N.A	30余年中国血液制品行业经验	N.A	1985年
杨刚先生	副总裁, 贵州泰邦总经理	50	N.A	20余年中国血液制品行业经验	N.A	2012年
赵军先生,	西安回天总经理	N.A	N.A	30余年中国血液制品行业经验	N.A	1986年

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图表 31: 在研产品

在研产品	用途	研究进展	阶段	丰富的产品
静脉注射人乙肝免疫球蛋白(pH4)	用于乙型肝炎预防。与抗生素搭配使用,可提高对某些严重的细菌或病毒感染的疗效。	已向国家食品药品监督管理局申请正式的生产许可证及产品认证,预计在2015年投产。	4	 <p>人血白蛋白 静脉注射人免疫球蛋白 破伤风人免疫球蛋白 狂犬病人免疫球蛋白 肌肉注射人免疫球蛋白 人血白蛋白 乙型肝炎人免疫球蛋白 凝血因子八 人凝血酶原复合物 胎盘多肽</p>
人纤维蛋白原	治疗纤维蛋白原缺乏症以及增加纤维蛋白原浓度。	国家食品药品监督管理局正在审阅临床试验方案,预计2016年投产。	3	
人类巨细胞病毒免疫球蛋白	预防和治疗巨细胞病毒感染,尤其是用于预防活性病毒在免疫抑制患者中的复制,如器官移植患者。	新药生产工艺的实验已扩大至车间,预计在2015年申请临床试验。	1	
静脉注射人免疫球蛋白(人体),辛酸盐/层析提纯及20 nm病毒过滤	治疗原发性免疫球蛋白缺乏症;继发性免疫球蛋白缺乏症;以及自身免疫性疾病。	正在向国家食品药品监督管理局总局申请临床实验。预计在2015年进行临床试验。	2	
人抗凝血酶III	用于治疗与外科或产科治疗相关的遗传性抗凝血酶III缺乏以及血栓栓塞。	已向国家食品药品监督管理局申请临床试验。预计在2015年进行临床试验。	2	

资料来源:公司资料、招商证券(香港)

图表 32: 发展历程

2002	• 山东泰邦生物制品有限公司成立
2006-2008	• 收购多家血浆采集基地,通过改造生产线实现了产能翻番
2008-2011	• 通过两次股权交易完成收购贵州泰邦生物制品有限公司54%的股权
2009	• 收购西安回天血液制品有限责任公司35%的股权
2011	• 在山东省宁阳县建立血浆采集基地
2013	• 在山东省曹县建立血浆采集基地
2014	• 实现对贵州泰邦的绝对控股权(76.2%)
2014	• 取得在河北省新建两家血浆采集基地的政府批准

资料来源:公司资料、招商证券(香港)

图表 33: 同行比较

Name	中文名	Code	Currency	Mkt Cap (million)	PE			PB			
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	
KANGMEI PHARMACEUTICAL CO-A	康美药业	600518	CH	RMB	105,428	46.1	36.0	28.3	3.3	2.5	5.9
JIANGSU HENGRUI MEDICINE C-A	恒瑞医药	600276	CH	RMB	96,486	63.5	47.2	36.5	8.2	7.1	9.8
SHANGHAI FOSUN PHARMACEUTI-A	复星医药	600196	CH	RMB	81,641	40.5	32.4	27.0	3.1	2.9	4.5
YUNNAN BAIYAO GROUP CO LTD-A	云南白药	000538	CH	RMB	80,271	32.0	26.8	22.2	8.3	5.9	5.8
SHANGHAI PHARMACEUTICALS-A	上海医药	601607	CH	RMB	72,081	30.5	26.9	23.4	1.4	1.4	2.6
TASLY PHARMACEUTICAL GROUP-A	天士力	600535	CH	RMB	60,561	42.5	34.2	27.3	12.4	8.8	8.9
BEIJING TONGRENTANG CO-A	同仁堂	600085	CH	RMB	58,233	73.0	64.7	55.4	6.3	5.3	9.5
JOINTOWN PHARMACEUTICAL-A	九州通	600998	CH	RMB	53,926	91.2	87.5	73.4	4.2	3.8	6.5
LEPU MEDICAL TECHNOLOGY-A	乐普医疗	300003	CH	RMB	41,875	98.9	71.4	55.8	4.8	6.1	11.3
XIZANG HAISSCO PHARMACEUTIC-A	海思科	002653	CH	RMB	41,212	90.8	61.5	48.3	n.a	8.8	14.8
DONG-E-E-JIAOCO LTD-A	东阿阿胶	000423	CH	RMB	40,301	29.5	24.6	20.8	5.4	4.1	5.5
HUNAN ER-KANG PHARMACEUTI -A	尔康制药	300267	CH	RMB	39,994	139.7	51.8	40.0	7.0	11.1	10.3
CHINA NATIONAL ACCORD MEDI-B	一致药业	200028	CH	RMB	38,286	24.0	20.2	16.3	3.4	2.2	2.8
SHENZHEN SALUBRIS PHARM-A	信立泰	002294	CH	RMB	38,274	36.8	29.1	24.4	7.7	6.1	7.8
AIER EYE HOSPITAL GROUP CO-A	爱尔眼科	300015	CH	RMB	38,261	123.0	92.6	70.5	8.2	8.9	16.0
JILIN AODONG MEDICINE INDU-A	吉林敖东	000623	CH	RMB	37,540	26.6	21.4	16.1	n.a	2.5	2.6
HUALAN BIOLOGICAL ENGINEER-A	华兰生物	002007	CH	RMB	37,494	69.6	54.8	45.3	5.7	5.7	9.4
JIANGSU YUYUE MEDICAL EQU-A	鱼跃医疗	002223	CH	RMB	35,525	119.3	87.7	68.0	8.4	7.6	16.6
CHINA RESOURCES SANJIU MED-A	华润三九	000999	CH	RMB	35,407	34.1	29.1	26.1	4.2	3.3	4.6
SICHUAN KELUN PHARMACEUTIC-A	科伦药业	002422	CH	RMB	35,280	35.3	27.4	22.5	2.2	2.0	3.1
HUADONG MEDICINE CO LTD-A	华东医药	000963	CH	RMB	33,544	44.4	29.6	23.5	7.7	10.1	10.4
SHIJIAZHUANG YILING PHARMA-A	以岭药业	002603	CH	RMB	32,710	92.2	70.5	55.6	4.6	3.6	6.6
BEIJING SL PHARMACEUTICAL -A	双鹭药业	002038	CH	RMB	32,381	46.6	37.5	30.3	9.3	5.7	8.4
HARBIN GLORIA PHARMACEUTIC-A	誉衡药业	002437	CH	RMB	30,154	65.4	45.4	35.9	5.2	n.a.	8.3
GUIZHOU YIBAI PHARMACEUTIC-A	益佰制药	600594	CH	RMB	27,409	56.9	42.0	34.7	6.2	3.9	7.2
ZHEJIANG CONBA PHARMACEUTI-A	康恩贝	600572	CH	RMB	27,362	40.7	38.9	32.3	8.6	4.4	5.6
<b>Simple Average</b>						<b>63.3</b>	<b>45.8</b>	<b>37.1</b>	<b>6.0</b>	<b>5.2</b>	<b>4.8</b>
<b>Weighted Average</b>						<b>60.6</b>	<b>42.2</b>	<b>34.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.1</b>

Name	中文名	Code	Currency	Mkt Cap (million)	PE			PB			
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	
SINOPHARM GROUP CO-H	国药控股	1099	HK	HK\$	103,766	27.0	23.0	18.8	2.3	2.2	2.6
SHANGHAI PHARMACEUTICALS-H	上海医药	2607	HK	HK\$	90,200	21.6	19.4	17.3	n.a	1.4	1.8
GUANGZHOU BAIYUNSHAN PHARM-H	白云山	874	HK	HK\$	67,066	27.6	24.9	21.0	4.1	3.1	3.1
CSPC PHARMACEUTICAL GROUP LT	石药集团	1093	HK	HK\$	46,023	36.3	27.1	21.6	5.5	5.0	4.7
SINO BIOPHARMACEUTICAL	中国生物制药	1177	HK	HK\$	45,906	30.3	26.8	22.7	6.3	5.3	5.3
SIHUAN PHARMACEUTICAL HLDGS	四环医药	460	HK	HK\$	45,706	24.1	17.1	14.0	6.4	n.a.	3.5
CHINA MEDICAL SYSTEM HOLDING	康哲药业	867	HK	HK\$	30,892	23.1	23.2	17.8	6.1	4.6	4.0
SHANDONG WEIGAO GP MEDICAL-H	山东威高	1066	HK	HK\$	29,231	21.7	19.9	17.1	2.9	2.3	2.2
CHINA TRADITIONAL CHINESE ME	中国中药	570	HK	HK\$	28,673	32.8	25.5	20.1	2.9	2.9	3.6
LUYE PHARMA GROUP LTD	绿叶制药	2186	HK	HK\$	27,100	32.2	24.2	18.2	5.5	5.4	3.6
TONG REN TANG TECHNOLOGIES-H	同仁堂科技	1666	HK	HK\$	18,443	32.0	27.5	23.8	3.3	2.9	3.8
PHOENIX HEALTHCARE GROUP CO	凤凰医疗	1515	HK	HK\$	13,307	45.6	40.7	31.3	5.3	5.9	5.8
HUA HAN BIO-PHARMACEUTICAL H	华瀚生物制药	587	HK	HK\$	12,385	26.5	20.0	16.0	2.2	1.2	1.4
CHINA SHINWAY PHARMACEUTICA	神威药业	2877	HK	HK\$	11,380	12.9	12.2	11.8	1.9	1.6	1.7
SHANGHAI FUDAN-ZHANGJIANG-H	复旦张江	1349	HK	HK\$	10,873	73.5	62.8	49.5	n.a	7.4	10.7
BEIJING TONG REN TANG CHINES	同仁堂国药	8138	HK	HK\$	10,514	35.9	29.0	23.3	7.0	6.0	6.0
CHINA ANIMAL HEALTHCARE LTD	中国动物保健	940	HK	HK\$	10,223	22.1	18.1	14.0	5.1	n.a.	3.6
THE UNITED LABORATORIES INTE	联邦制药	3933	HK	HK\$	9,908	14.5	15.7	13.3	1.4	1.1	1.3
LIJUN INTL PHARMACETL HLDG	利君国际	2005	HK	HK\$	8,757	14.4	13.5	11.0	4.1	3.2	2.6
JINTIAN PHARMACEUTICAL GROUP	金天医药集团	2211	HK	HK\$	8,560	14.4	12.1	10.7	1.9	1.6	2.2
LEE'S PHARMACEUTICAL HLDGS	李氏大药厂	950	HK	HK\$	7,914	38.1	31.1	24.2	1.9	6.6	6.6
CHINA PIONEER PHARMA HOLDING	中国先锋医药	1345	HK	HK\$	7,320	21.9	16.7	13.3	6.0	5.8	4.2
CONSUN PHARMACEUTICAL GROUP	康臣药业	1681	HK	HK\$	6,020	22.9	18.2	14.7	4.3	3.3	3.0
PW MEDTECH GROUP LTD	普华和顺	1358	HK	HK\$	6,016	27.2	18.2	14.4	n.a	2.2	2.0
BLOOMAGE BIOTECHNOLOGY	华熙生物科技	963	HK	HK\$	5,597	27.5	21.0	16.0	7.1	4.5	5.0
AUSTAR LIFESCIENCES LTD	奥星生命科技	6118	HK	HK\$	1,758	16.1	13.5	11.6	1.9	1.6	2.2
<b>Simple Average</b>						<b>27.8</b>	<b>23.1</b>	<b>18.8</b>	<b>5.8</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>
<b>Weighted Average</b>						<b>27.7</b>	<b>23.3</b>	<b>19.2</b>	<b>4.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 财务预测表

### 资产负债表

单位:百万美元	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
现金及短期投资	151	144	222	375	438
存货	89	101	191	160	257
其他流动资产	8	15	15	15	15
<b>流动资产总计</b>	<b>264</b>	<b>280</b>	<b>453</b>	<b>579</b>	<b>745</b>
物业、厂房及设备	73	80	91	105	122
其他资产	47	56	56	56	56
其他无形资产	3	3	3	3	3
<b>非流动资产总计</b>	<b>139</b>	<b>167</b>	<b>178</b>	<b>191</b>	<b>208</b>
<b>资产总计</b>	<b>404</b>	<b>447</b>	<b>631</b>	<b>770</b>	<b>954</b>
应付账款	4	5	8	7	10
短期银行贷款	10	58	58	58	58
应付所得税	4	8	10	12	15
其他流动负债	45	50	50	50	50
<b>流动负债合计</b>	<b>63</b>	<b>121</b>	<b>125</b>	<b>127</b>	<b>133</b>
长期债务	30	40	34	29	23
递延税项	3	3	3	3	3
其他负债	3	8	8	8	8
<b>非流动负债合计</b>	<b>36</b>	<b>51</b>	<b>45</b>	<b>40</b>	<b>34</b>
<b>负债合计</b>	<b>100</b>	<b>172</b>	<b>170</b>	<b>167</b>	<b>167</b>
少数股东权益	66	63	91	127	173
优先股	0	0	0	0	0
普通股权益	238	212	369	477	614
<b>权益合计</b>	<b>304</b>	<b>275</b>	<b>460</b>	<b>604</b>	<b>787</b>
每股账面值(美元)	11.0	10.7	17.4	22.8	29.8

### 现金流量表

单位:百万美元	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
税前利润	92	123	136	175	224
折旧摊销	7	8	10	12	14
营运资金变动前经营利润	87	108	121	155	197
其他经营活动资金流	-13	-15	-91	29	-99
<b>经营活动现金流</b>	<b>74</b>	<b>94</b>	<b>30</b>	<b>184</b>	<b>98</b>
资本支出	-20	-17	-21	-25	-31
已收利息	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-26</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>
长期借贷	30	40	34	29	23
普通股股息(现金)	0	0	0	0	0
优先股息(现金)	0	0	0	0	0
其他来源—融资	3	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-39</b>	<b>-143</b>	<b>68</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
汇率变动影响	4	-1	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>10</b>	<b>-63</b>	<b>78</b>	<b>153</b>	<b>62</b>
<b>净现金 - 年末余额</b>	<b>144</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>158</b>	<b>312</b>

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测

### 利润表

单位:百万美元	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
营业收入	203	243	291	356	434
收入成本	-65	-80	-107	-128	-152
<b>毛利</b>	<b>138</b>	<b>163</b>	<b>184</b>	<b>228</b>	<b>282</b>
销售、一般及行政开支	-47	-43	-50	-59	-69
研发开支	-4	-4	-6	-7	-9
<b>经营利润</b>	<b>87</b>	<b>111</b>	<b>128</b>	<b>162</b>	<b>204</b>
利息收入	4	7	5	9	14
利息开支	-1	-4	-6	-5	-5
税前利润	92	123	136	175	224
所得税	-16	-27	-24	-31	-40
少数股东权益	-22	-25	-28	-36	-46
净利润(GAAP)	55	71	84	107	137
<b>净利润(非GAAP)</b>	<b>59</b>	<b>76</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>152</b>
每股盈利(美元) - 摊薄(GAAP)	1.98	2.76	3.16	4.07	5.20
<b>每股盈利(美元) - 摊薄(非GAAP)</b>	<b>2.14</b>	<b>2.94</b>	<b>3.60</b>	<b>4.58</b>	<b>5.77</b>
每股股息(美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

### 主要财务比率

	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10.0%	19.6%	19.7%	22.2%	22.0%
毛利	9.4%	18.4%	12.9%	23.6%	23.9%
经营利润	16.7%	27.9%	15.2%	26.1%	26.3%
净利润(非GAAP)	22.9%	28.1%	26.0%	27.0%	26.0%
摊薄每股盈利(非GAAP)	19.6%	37.5%	22.5%	27.0%	26.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	67.8%	67.1%	63.3%	64.0%	65.0%
EBITDA 利润率	47.5%	56.1%	50.3%	51.3%	52.7%
经营利润率	42.7%	45.7%	44.0%	45.4%	47.0%
净利率	26.9%	29.2%	28.7%	30.2%	31.7%
<b>营运能力</b>					
存货日数	458	433	500	500	500
应收贸易账款日数	26	28	28	28	28
应付账款日数	20	21	21	21	21
<b>财务比率</b>					
流动比率(x)	4.2	2.3	3.6	4.6	5.6
速动比率(x)	2.6	1.4	2.0	3.2	3.6
物业、厂房及设备折旧(%)	9.9%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
ROA	14.6%	16.9%	15.1%	15.7%	16.0%
ROE	19.4%	27.4%	20.7%	20.0%	19.4%
<b>估值比率</b>					
市净率(x)	9.8	10.9	6.8	5.1	4.0
市盈率(x)	54.7	39.8	32.5	25.6	20.3

## 投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828