

采浆量快速增长，摘帽在即有望迎来价值重估

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 实现营业收入 5.7 亿元 (+13%)、归母净利润 5390 万元 (-31%)、扣非后归母净利润 4098 万元 (-31%)。
- **血制品收入符合预期, 费用增加拖累业绩。** 1) 公司的收入基本符合预期, 其中血制品业务实现收入 5.7 亿元 (+15%), 主要是受益于公司血浆量增长, 采浆量达到 302 吨 (+11%)、投浆量达到 304 吨 (+13%), 推动血制品收入提升。目前子公司广东双林有 8 个浆站正常采浆, 其中三个新浆站(廉江、东源、遂溪)从 2016 年开始采浆, 另外鹤山浆站已经获批有望在 2017 年获得采浆许可证启动采浆。另外广东双林在广东还有 6 个浆站处于申请阶段; 山西 4 个浆站有望在 2017 年获得采浆许可证; 公司在广西、湖北、湖南、山东等省份也在申请浆站。公司有望在 3-5 年内使浆站数量达到 20 个以上, 随着新浆站陆续获批和采浆量提升, 年采浆量有望突破 1000 吨。此外公司还有凝血因子 VIII、凝血酶原复合物等产品在研有望陆续获批。采浆量增长和血浆利用效率提高将推动血制品业务迎来收入和毛利率持续提升, 进入业绩上升通道。2) 公司利润增速低于我们预期, 主要是因为费用投入增加导致利润下滑。核心业务广东双林实现净利润 1.1 亿(-10%), 母公司净利润为 -5923 万(-21%)。期间费率提升 7.21pp 至 44.53%, 其中销售费用增加 3843 万元(同比增长 345%, 销售费用率提升 6.51pp), 其中新增学术推广费 3757 万元, 主要是因为公司开始组建直接掌握终端的销售团队和探索学术推广新模式, 未来将逐步形成自营为主、经销商为辅的模式, 导致推广费用大幅度增加; 管理费率 and 财务费率分别为 30.37% 和 5.43%, 与 2015 年基本持平。规模效应推动公司的综合毛利率提升 3.08pp 至 56.02%, 净利率下降 5.55pp 至 7.81%。
- **股权分置改革落实, ST 摘帽在即迎来资产重估。** 之前公司摘帽核心障碍在于股改承诺尚未完成, 一方面是股权分置改革, 公司已于近期完成股权分置改革; 另一方面是大股东承诺剥离振兴电业的 65.2% 股权, 大股东通过深圳信达已向公司支付 1.0 亿元债权转让款, 正在履行振兴电业股权剥离程序。因此股权分置改革和振兴电业剥离基本完成, 符合摘帽程序, 有望在近期摘帽迎来资产重估。
- **盈利预测与投资建议。** 由于公司年报业绩低于预期, 我们下调公司盈利预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.37 元、0.56 元、0.86 元, 对应 PE 分别为 86 倍、57 倍、37 倍。考虑到公司摘帽在即有望迎来价值重估, 浆站拓展和盈利能力提升带来业绩高速增长, 我们维持“买入”评级。参照可比公司给予公司 2017 年吨浆市值 3000 万元, 360 吨浆对应市值为 108 亿, 对应目标价位 39.56 元。
- **风险提示:** 浆站获批情况或不及预期风险; 新产品开发或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	567.44	680.79	850.75	1105.65
增长率	13.43%	19.98%	24.97%	29.96%
归属母公司净利润(百万元)	53.90	100.87	153.19	234.40
增长率	-30.51%	87.16%	51.86%	53.02%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.37	0.56	0.86
净资产收益率 ROE	8.10%	13.17%	16.67%	20.32%
PE	161	86	57	37
PB	15.88	13.79	11.49	9.15

数据来源: Wind, 西南证券

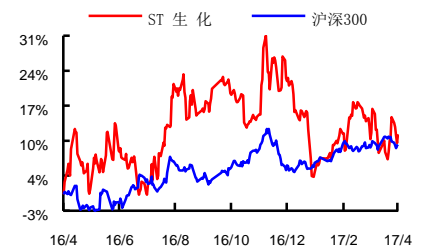
西南证券研究发展中心

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

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@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)	2.73
流通 A 股(亿股)	2.00
52 周内股价区间(元)	28.14-36.9
总市值(亿元)	85.78
总资产(亿元)	13.22
每股净资产(元)	2.05

相关研究

1. ST 生化 (000403): 摘帽有望迎来价值重估, 血制品量价齐升高速增长 (2017-04-13)
2. ST 生化 (000403): 定增向前推进, 有望摘帽迎来价值重估 (2016-11-30)
3. ST 生化 (000403): 收入稳健, 浆站建设加速推进 (2016-04-27)

关键假设：

假设 1：由于新浆站陆续获批和现有浆站采浆量提升，血制品采浆量将保持快速增长，2017-2019 年采浆量增速分别为 19%、25%、29%；

假设 2：随着规模效应显现和因子类产品陆续获批，血制品毛利率逐步提升，2017-2019 年毛利率分比为 58%、60%、61%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	567.4	680.8	850.8	1105.7
	增速	13%	20%	25%	30%
	毛利率	56%	58%	60%	61%
血制品	收入	566.1	679.3	849.1	1103.8
	增速	15%	20%	25%	30%
	毛利率	56%	58%	60%	61%
其他	收入	1.5	1.7	1.8	1.5
	增速	10%	10%	10%	10%
采浆量 (吨)	浆量	302	360	450	580
	增速	11%	19%	25%	29%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	567.44	680.79	850.75	1105.65	净利润	44.32	82.95	125.97	192.75
营业成本	249.57	285.29	339.63	430.49	折旧与摊销	53.02	27.72	31.30	35.46
营业税金及附加	6.02	5.71	7.37	9.84	财务费用	30.83	32.88	33.54	33.98
销售费用	49.55	54.46	59.55	66.34	资产减值损失	7.21	5.00	5.00	5.00
管理费用	172.31	197.43	246.72	309.58	经营营运资本变动	-29.86	27.86	4.29	12.64
财务费用	30.83	32.88	33.54	33.98	其他	-43.04	6.77	-5.00	-6.96
资产减值损失	7.21	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	62.49	183.19	195.10	272.88
投资收益	3.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	261.82	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-111.02	6.56	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	150.80	-93.44	-100.00	-100.00
营业利润	55.15	100.01	158.94	250.42	短期借款	-14.95	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.63	13.63	13.63	13.63	长期借款	-23.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	68.78	113.63	172.56	264.05	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.46	30.68	46.59	71.29	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	44.32	82.95	125.97	192.75	其他	-24.15	-55.88	-33.54	-33.98
少数股东损益	-9.58	-17.92	-27.22	-41.64	筹资活动现金流净额	-62.10	-55.88	-33.54	-33.98
归属母公司股东净利润	53.90	100.87	153.19	234.40	现金流量净额	151.18	33.86	61.56	138.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	202.82	236.68	298.24	437.14	成长能力				
应收和预付款项	62.37	76.34	93.06	121.75	销售收入增长率	13.43%	19.98%	24.97%	29.96%
存货	320.36	354.45	424.20	542.79	营业利润增长率	-19.27%	81.32%	58.93%	57.56%
其他流动资产	7.03	0.57	0.71	0.93	净利润增长率	-33.69%	87.16%	51.86%	53.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-6.28%	15.55%	39.32%	42.94%
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	505.38	581.41	653.85	722.13	毛利率	56.02%	58.09%	60.08%	61.06%
无形资产和开发支出	71.89	70.45	69.01	67.58	三费率	44.53%	41.83%	39.94%	37.07%
其他非流动资产	73.46	71.15	68.85	66.54	净利率	7.81%	12.18%	14.81%	17.43%
资产总计	1243.32	1391.06	1607.93	1958.86	ROE	8.10%	13.17%	16.67%	20.32%
短期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	ROA	3.56%	5.96%	7.83%	9.84%
应付和预收款项	102.93	140.14	165.25	209.54	ROIC	7.97%	15.80%	20.69%	27.26%
长期借款	24.00	24.00	24.00	24.00	EBITDA/销售收入	24.50%	23.59%	26.30%	28.93%
其他负债	369.47	397.05	462.84	576.72	营运能力				
负债合计	696.41	761.19	852.10	1010.27	总资产周转率	0.45	0.52	0.57	0.62
股本	272.58	272.58	272.58	272.58	固定资产周转率	1.04	1.38	1.57	1.84
资本公积	113.93	113.93	113.93	113.93	应收账款周转率	403.76	409.30	400.99	416.75
留存收益	167.84	268.72	421.90	656.30	存货周转率	0.80	0.83	0.85	0.87
归属母公司股东权益	554.35	655.23	808.41	1042.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.36%	—	—	—
少数股东权益	-7.44	-25.36	-52.58	-94.22	资本结构				
股东权益合计	546.91	629.86	755.83	948.59	资产负债率	56.01%	54.72%	52.99%	51.57%
负债和股东权益合计	1243.32	1391.06	1607.93	1958.86	带息债务/总负债	32.17%	29.43%	26.29%	22.17%
					流动比率	0.93	0.95	1.03	1.16
					速动比率	0.43	0.45	0.50	0.59
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	139.00	160.61	223.78	319.87	每股收益	0.20	0.37	0.56	0.86
PE	161.13	86.09	56.69	37.05	每股净资产	2.01	2.31	2.77	3.48
PB	15.88	13.79	11.49	9.15	每股经营现金	0.23	0.67	0.72	1.00
PS	15.30	12.76	10.21	7.85	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	62.43	53.68	38.25	26.33					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn