

投资评级：推荐（首次）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

从业证书编号:S1070116100012

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

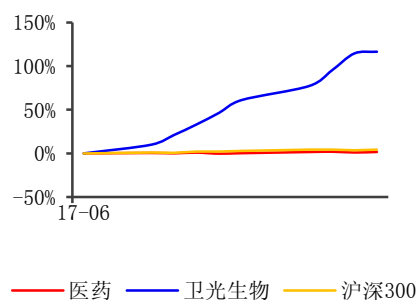
从业证书编号:S1070115090023

市场数据

目前股价	78.26
总市值（亿元）	84.52
流通市值（亿元）	21.13
总股本（万股）	10,800
流通股本（万股）	2,700
12个月最高/最低	80.50/33.14

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	679.36	815.24	978.28
(+/-%)	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	199.80	250.10	307.27
(+/-%)	30.39%	25.18%	22.86%
摊薄 EPS	1.850	2.316	2.845
PE	42.30	33.79	27.51

股价表现


数据来源：贝格数据

业绩增长稳健，估值优势明显

——卫光生物（002880）公司动态点评

投资建议

我们认为，在现行政策下，国内血液制品供需失衡的现象将会持续，行业增长趋势较为明确，卫光生物利用募集资金进行单采浆站改造项目，预计未来有望带动采浆量稳步增长，进而支撑其业绩稳健增长。

相对于竞争对手，公司当前品种数量偏少，仅有9个，血浆综合利用率偏低是导致其综合毛利率低于行业平均水平的主要原因，公司积极研发新产品，逐步丰富产品线，未来整体盈利水平存在较大的提升空间。

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为6.79亿、8.15亿、9.78亿，实现归母净利润分别为2.00亿、2.50亿、3.07亿，EPS分别为1.85元、2.32元、2.85元，对应29日收盘，估值水平分别为42X、34X、28X，具备估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

投资要点
■ 投资要点 1：国有血液制品企业

卫光生物（前身为深圳市卫武光明生物制品有限公司）是国家级高新技术企业，创建于1985年，由深圳市光明集团有限公司和国药中生武汉生物制品研究所有限责任公司合资组建。

公司2017年6月16日首发上市，深圳市光明集团有限公司持股比例65.25%，实控人为深圳市光明新区管委会。

■ 投资要点 2：业绩增长稳健

公司主要业务为血液制品的生产、销售和研发，招股说明书披露显示，拥有7个浆站，已经取得3个大类9个产品21种规格血液制品产品批准文号。2016年公司采浆量为319.52吨，投浆量为267.42吨，同期主营业务收入为5.66亿，实现归母净利润为1.53亿，核心业务较为突出。

对比公司2014-2016年采浆量及投浆量情况，我们预计公司2017年在320吨左右，较2016年增长接近20%。公司拟投入5,235.73万元进行单采血浆站改扩建项目，建成后，公司的采浆环境将显著改善，血浆站的采集能力有望进一步提升，支撑其业绩稳健增长。

■ 投资要点 3：盈利能力有望持续提升

公司2016年综合毛利率约为47.39%，低于同类上市公司55%-65%的水平（血液制品业务），我们认为，公司当前品种数量较少，血浆利用率偏低，是导致其毛利率低于行业平均水平主要原因。

公司在招股说明书中披露，目前正在开发凝血因子VIII因子等项目、

相关报告

凝血酶原复合物等更多产品。29 日晚间，公司公告收到《药品补充审评批件》，获得组织胺人免疫球蛋白产品批件，伴随新品种的获批，产品线进一步丰富，未来存在较大的盈利水平提升空间。

■ 投资要点 4: 估值具有明显优势

截止 29 日收盘，公司股价为 78.26 元，总市值 84.52 亿（流通市值 21.13 亿），相对 2016 年估值水平为 55X（摊薄后），对比细分板块同类企业的估值水平，具有明显估值优势。

■ 风险提示: 产业政策变化; 产品价格波动风险; 新产品研发风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	501	566	679	815	978	成长性					
营业成本	268	298	350	416	494	营业收入增长	10.6%	13.0%	20.0%	20.0%	20.0%
销售费用	12	13	14	16	17	营业成本增长	6.3%	11.1%	17.5%	18.8%	18.8%
管理费用	55	66	80	96	115	营业利润增长	25.2%	21.2%	34.7%	26.1%	23.5%
财务费用	24	17	3	-4	-8	利润总额增长	23.6%	23.2%	31.0%	25.2%	22.9%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	24.2%	22.7%	30.4%	25.2%	22.9%
营业利润	139	169	227	286	353	盈利能力					
营业外收支	7	11	8	8	8	毛利率	46.5%	47.4%	48.5%	49.0%	49.5%
利润总额	146	179	235	294	361	销售净利率	24.9%	27.1%	29.4%	30.7%	31.4%
所得税	21	26	35	44	54	ROE	31.7%	30.3%	15.2%	16.2%	16.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	23.6%	22.3%	25.7%	21.5%	22.2%
净利润	125	153	200	250	307	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	2.4%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%
					(百万)	管理费用/营业收入	11.0%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
流动资产	319	343	746	841	1178	财务费用/营业收入	4.8%	3.1%	0.4%	-0.5%	-0.9%
货币资金	33	-34	343	379	702	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收和预付款项	9	16	12	21	18	所得税/利润总额	14.3%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	277	362	391	441	457	应收账款周转率	133.91	53.79	103.03	58.45	91.41
其他流动资产	0	0	0	0	0	存货周转率	0.97	0.82	0.90	0.94	1.08
非流动资产	449	468	699	830	781	流动资产周转率	1.15	1.13	0.60	0.63	0.59
固定资产	353	374	614	754	714	总资产周转率	0.65	0.70	0.47	0.49	0.50
资产总计	768	812	1445	1671	1959	偿债能力					
流动负债	231	188	17	15	22	资产负债率	48.7%	37.6%	9.3%	7.9%	7.1%
短期借款	220	178	0	0	0	流动比率	1.15	1.50	12.89	15.10	18.64
应付和预收款项	11	10	17	15	22	速动比率	0.15	-0.08	6.14	7.19	11.40
非流动负债	143	117	117	117	117	每股指标 (元)					
长期借款	0	76	76	76	76	EPS	1.16	1.42	1.85	2.32	2.85
负债合计	374	305	134	132	139	每股净资产	2.86	3.65	4.69	12.14	14.26
股东权益	394	506	1312	1540	1820	每股经营现金流	1.24	1.39	1.17	2.28	2.28
股本	81	81	351	351	351	每股经营现金/EPS	0.00	0.98	0.63	0.98	0.80
留存收益	269	382	564	792	1073	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0	0	0	0	0	PE	67.70	55.16	42.30	33.79	27.51
负债和权益总计	768	812	1445	1671	1959	PEG	2.60	2.11	0.79	0.73	0.70
现金流量表					(百万)	PB	21.47	16.69	6.44	5.49	4.64
经营活动现金流	150	126	246	247	384	EV/EBITDA	31.73	27.84	89.42	76.36	59.86
其中营运资本减少	88	67	574	97	329	EV/SALES	13.29	11.65	40.14	33.42	27.54
投资活动现金流	-82	-55	-293	-193	-43	EV/IC	9.37	8.67	24.52	20.67	20.85
其中资本支出	0	2	0	0	0	ROIC/WACC	0.24	0.22	0.25	0.21	#DIV/0!
融资活动现金流	-80	-110	424	-18	-19	REP	39.64	38.84	96.46	97.31	#DIV/0!
净现金总变化	-12	-39	377	36	323						

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

陈晨: 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高新技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>