



## 新浆站陆续获批, 股权争夺战起

### 投资要点

- **事件:** 公司公告称终止筹划重大资产重组并复牌, 并承诺至少未来 1 个月内不再筹划重大资产重组。
- **新浆站获批有望增厚业绩, 摘帽持续向前推进, 股权争夺或将导致控制权易主。** 公司自 6 月 21 日下午起停牌, 期间发生了一系列事件对上市公司的股权和基本面产生影响。**1) 股权争夺:** 收购人浙民投天弘投资发出要约收购, 拟以 36.00 元/股 (较最近收盘价 30.93 元/股溢价 16%) 在要约收购方案发布后的 30 个自然日内收购上市公司总股本的 27.49%, 即 7492 万股, 要约收购期限届满后, 收购人及其一致行动人 (浙民投、浙民投实业共计持有上市公司总股本的 2.51%) 将最多持有上市公司总股本的 29.99%, 将超过公司当前最大股东振兴集团 (持股 22.61%)。要约期间届满后, 如预约要约的股份数量低于 6132 万股 (总股本的 22.50%), 则要约收购不生效, 一致行动人将在公告之日起 12 个月内减持目前持有的 2.51% 股权; 如预约要约的股份数量不低于 6132 万股 (总股本的 22.50%), 则要约收购生效。**2) 重大资产重组:** 停牌期间拟收购山西康宝、海博畜牧, 但由于未在核心条款达成一致意见而终止。**3) 资产剥离:** 振兴电业的 65.216% 股权完成过户, 再加上股权分置改革方案完成, 公司摘帽持续向前推进, 有望迎来资产重估。**4) 浆站拓展:** 获得石楼和隰县浆站的采浆许可证, 公司自 2016 年以来新增 6 个浆站 (广东的东源、廉江、遂溪, 山西的和顺、石楼、隰县) 可以采浆, 在原有 5 个浆站的基础上增幅达到 120%, 将显著提升公司的采浆量和盈利水平。我们认为上述事项对公司的影响主要包括:**1) 从业绩来看,** 浆站增加有望显著提升公司收入和盈利水平, 推动公司业务增长;**2) 从摘帽来看,** 随着振兴电业股权完成过户, 有望推动摘帽进度持续推进, 或将迎来价值重估;**3) 从股权来看,** 此次要约收购价格比最近收盘价溢价 16%, 如顺利完成可能会导致控制权易主和治理结构变化, 或将推动公司股价上涨。
- **浆站建设加速推进, 新产品有望逐步获批。** 公司浆站拓展快速推进, 广西的 5 个成熟浆站的年采浆量在 300 吨左右; 广东已获批 4 个浆站 (其中东源、廉江、遂溪已获得采浆许可证), 另外还有 6 个浆站处于申请阶段; 山西 4 个浆站 (其中和顺、石楼、隰县已获得采浆许可证) 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。公司的血制品以白蛋白和免疫球蛋白为主, 凝血因子中的 8 因子和纤原处于研发过程中, 随着产品陆续获批有望进一步提升血浆综合利用率和盈利能力, 推动业绩持续增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.37 元、0.56 元、0.86 元, 对应 PE 分别为 84 倍、55 倍、36 倍。公司摘帽持续推进, 浆站拓展和盈利能力提升带来业绩高增长, 且要约收购存在溢价套利空间。鉴于重大资产重组终止并在一个月内不继续提出, 未来能否继续提出也未可知, 考虑到该事项对公司当前面临的股权争夺可能会产生一定影响, 且公司股权停牌多日后如复牌可能面临一定的价格波动风险。
- **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; 要约收购或发生变化的风险。

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	153.20	234.42
增长率	-30.51%	87.17%	51.87%	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	156	84	55	36
PB	15.42	13.39	11.15	8.89

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: 周平

执业证号: S1250517080004

电话: 023-67791327

邮箱: zp@swsc.com.cn

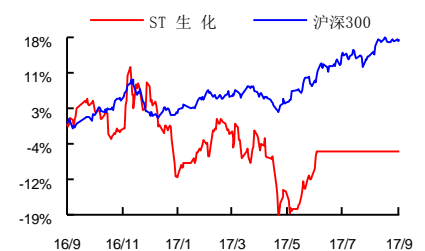
分析师: 张肖星

执业证号: S1250517080003

电话: 021-68415020

邮箱: zxixing@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)	2.01
52 周内股价区间(元)	26.49-36.9
总市值(亿元)	84.31
总资产(亿元)	13.16
每股净资产(元)	2.20

### 相关研究

1. ST 生化 (000403): 采浆量快速增长, 摘帽在即有望迎来价值重估 (2017-04-26)
2. 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)
3. ST 生化 (000403): 定增向前推进, 有望摘帽迎来价值重估 (2016-11-30)

**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	125.98	192.77
营业成本	249.57	285.29	339.63	430.49	折旧与摊销	53.02	36.06	39.64	43.80
营业税金及附加	6.02	5.71	7.37	9.84	财务费用	30.83	32.88	33.53	33.96
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	-50.16	24.95	-0.13	5.25
财务费用	30.83	32.88	33.53	33.96	其他	-22.73	2.48	-6.24	-5.63
资产减值损失	7.21	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>62.49</b>	<b>184.34</b>	<b>197.78</b>	<b>275.16</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>150.80</b>	<b>-93.44</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>55.15</b>	<b>100.01</b>	<b>158.95</b>	<b>250.44</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>68.78</b>	<b>113.63</b>	<b>172.57</b>	<b>264.07</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.46	30.68	46.59	71.30	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	44.32	82.95	125.98	192.77	其他	-24.15	-55.88	-33.53	-33.96
少数股东损益	-9.58	-17.92	-27.22	-41.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-62.10</b>	<b>-55.88</b>	<b>-33.53</b>	<b>-33.96</b>
归属母公司股东净利润	53.90	100.87	153.20	234.42	<b>现金流量净额</b>	<b>151.18</b>	<b>35.01</b>	<b>64.25</b>	<b>141.20</b>
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	237.84	302.08	443.28	<b>成长能力</b>				
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	361.64	437.06	561.70	营业利润增长率	-19.27%	81.33%	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%	87.17%	51.87%	53.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-6.28%	21.55%	37.38%	41.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	505.38	573.27	637.58	697.72	毛利率	56.02%	58.09%	60.08%	61.06%
无形资产和开发支出	71.89	70.25	68.60	66.96	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%	17.44%
<b>资产总计</b>	<b>1243.32</b>	<b>1391.06</b>	<b>1607.94</b>	<b>1958.88</b>	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%	15.81%	20.77%	27.44%
长期借款	24.00	24.00	24.00	24.00	EBITDA/销售收入	24.50%	24.82%	27.28%	29.68%
其他负债	369.47	397.05	462.84	576.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>696.41</b>	<b>761.19</b>	<b>852.10</b>	<b>1010.27</b>	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	1.39	1.60	1.91
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	421.91	656.33	存货周转率	0.78	0.78	0.80	0.82
归属母公司股东权益	554.35	655.23	808.42	1042.84	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	-94.23	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>546.91</b>	<b>629.87</b>	<b>755.84</b>	<b>948.61</b>	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	1607.94	1958.88	带息债务/总负债	32.17%	29.43%	26.29%	22.17%
					流动比率	0.93	0.97	1.05	1.19
					速动比率	0.43	0.45	0.50	0.60
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.20	0.37	0.56	0.86
					每股净资产	2.01	2.31	2.77	3.48
					每股经营现金	0.23	0.68	0.73	1.01
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	139.00	168.96	232.12	328.21					
PE	156.43	83.58	55.03	35.97					
PB	15.42	13.39	11.15	8.89					
PS	14.86	12.38	9.91	7.63					
EV/EBITDA	60.61	49.52	35.77	24.87					
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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn