

## 战略转型，决心打造高端生物医药产业平台

- 事件：**近期，我们就非公开发行A股及战略转型事项对公司进行了调研。
- 由传统行业向高端生物医药行业的战略大转型。**公司成立20多年来以产业投资为主业，其中就包括一些生物医药项目，当前主营业务是电力系统设备的生产与销售。公司经过多年对产业链的投资积累了丰富的经验，在近5年全球生物医药技术发生飞速发展的关键阶段选择进军高端生物医药行业，实现战略大转型。公司未来逐步将传统产业独立至新三板，建立一个以围绕抗肿瘤、重大疾病治疗药物开发为核心的高端生物医药开发大平台。
- 招贤纳士、整合一流资源，重点研发热点大分子药物。**对于一个传统行业公司转型高端生物医药行业，公司需要解决的核心就是人才与平台问题。公司集聚了一批在高端生物医药领域具有核心竞争力的顶尖人才，着力打造包括大分子药物、免疫细胞治疗、模式试验动物以及精准个体化医疗这四大平台。大分子单抗药物是目前全球医药市场附加值最高的药物，技术瓶颈与产品市场集中度极高，2014年全球抗肿瘤单抗药物市场规模高达278亿美元，排名前5的品种市占比高达86%；单抗药物研发与生产一直是国内医药企业的短板，公司总经理刘杰博士及技术总监董欣博士均具有多年的外企研发经历，精通大分子药物开发的各个流程，未来单抗药物有望在不久的将来成为公司首个重磅盈利产品。除此之外，公司另外一个重要新药研发目标是针对一些常见慢性疾病（如自身免疫疾病、丙肝等），目前各项目在稳步推进。
- 以基因编辑模式动物为基础，多项目研究齐开展。**公司与高翔教授领导的南京大学模式动物研究所合作，开发用于创新药物研发疾病小鼠模型市场。南大模式动物研究所是目前亚洲规模最大、实力最强的疾病小鼠模型生产基地，在全球具有很高的知名度，公司依托模式所为基地，开发全球新药研发所需小鼠市场。2014年全球最大模式动物公司Charles River的疾病小鼠模型销售额为79亿人民币，且公司已与Charles River签订合约，为其提供特殊小鼠模型。此外，公司将建立依托基因编辑技术为基础的人源性肿瘤细胞异种移植和人源肿瘤组织移植(PDTX)小鼠模型的精准和个体化医疗平台，通过基因编辑技术实现人体肿瘤细胞在小鼠体内增殖，最终实现在大样本小鼠模型之间进行治疗药物的筛选，从而得到最佳的治疗药物组合，为指导个体化用药提供精准依据。
- 打造先进的免疫细胞治疗平台。**公司控股江苏得康生物60%股权，涉足免疫细胞治疗，得康生物是国内排名前三的细胞治疗服务提供商，提供传统CIK、DC-CIK、NK等细胞治疗方法；公司同时与四川大学魏于全院士合作开发第四代CAR-T细胞治疗，为得康生物平台储备最新细胞治疗技术。
- 盈利预测及评级：**短期内公司业绩仍将由传统主业贡献，预计未来3年EPS分别为0.11元、0.05元、0.06元（暂不考虑此次定增）。由于公司目前尚处转型初期，产品梯队及研发周期尚不明确，暂不予以评级，建议持续关注。
- 风险提示：**新药研发风险、并购企业整合不达预期风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	801.92	897.19	1023.13	1130.78
增长率	2.28%	11.88%	14.04%	10.52%
归属母公司净利润(百万元)	26.09	118.11	50.31	57.44
增长率	113.60%	352.78%	-57.41%	14.17%
每股收益EPS(元)	0.03	0.11	0.05	0.06
净资产收益率ROE	2.73%	11.54%	4.60%	4.99%
PE	1000	221	518	454
PB	30.94	28.89	27.02	25.68

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

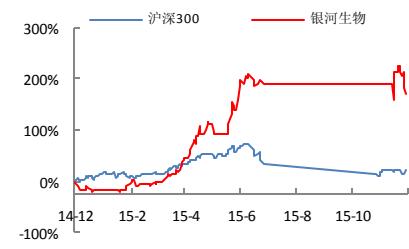
分析师：朱国广  
执业证号：S1250513070001  
电话：021-68413530  
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：施跃  
执业证号：S1250515080001  
电话：021-68413878  
邮箱：syue@swsc.com.cn

联系人：陈进  
电话：021-68416017  
邮箱：cj@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：西南证券

### 基础数据

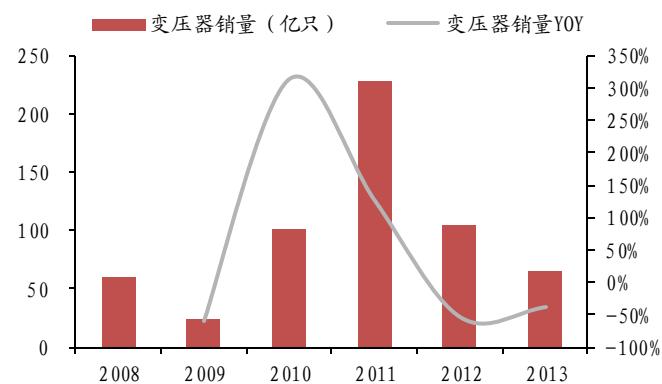
总股本(亿股)	11
流通A股(亿股)	6.98
52周内股价区间(元)	7.02-31.91
总市值(亿元)	275.53
总资产(亿元)	26.08
每股净资产(元)	1.83

### 相关研究

## 1. 转型背景

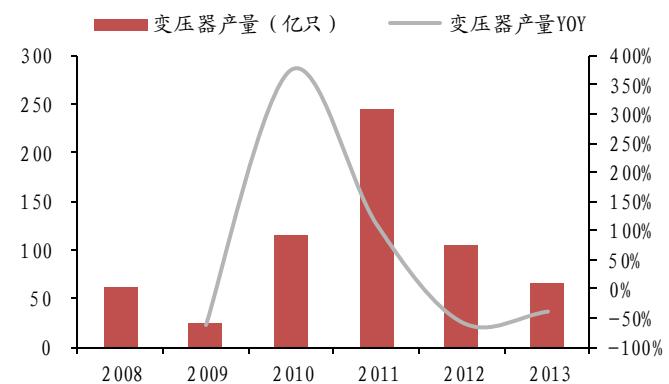
公司战略转型前主营输配电、控制设备制造及电子信息业，在变压器的细分行业特种变压器(包括整流变压器，牵引变压器)中有优势，其中整流变压器公司国内市场占有率高达60%，目前业绩主要由传统主业贡献。但由于近年来随着变压器行业竞争日益激烈、产能过剩现象严重、行业增速趋缓，公司未来逐步将传统产业独立至新三板，向生物医药产业转型，建立一个以围绕抗肿瘤、重大疾病治疗药物开发为核心的高端生物医药开发平台。

图 1：国内变压器销量下滑



数据来源: Wind, 西南证券

图 2：国内变压器产量下滑

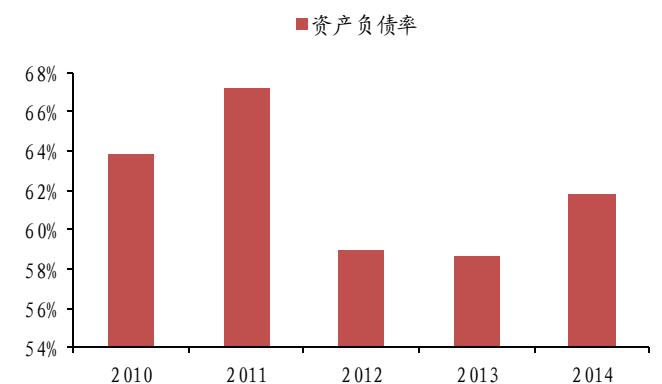


数据来源: Wind, 西南证券

## 2. 财务状况

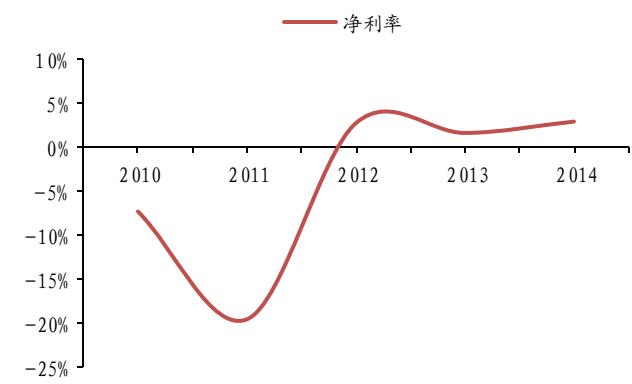
公司长期以来直接间接融资比例失衡，负债率和财务费用过高拖累业绩，净利率一直维持在较低水平。2015年3月公司完成非公开发行4亿股，扣除发行费用后实际募集资金净额11.4亿元，截止2015年9月30日，公司资产负债率已降至20.6%。此外，2015年内公司减持天成控股股票获取投资收益1亿元，收回国大诉讼所获赔偿的2866万元利息，资金状况有所改善。此次拟募集的75.5亿元资金也为公司的产业升级与产品结构调整创造了良好的条件，大股东银河集团承诺认购不低于公司非公开发行实际募集资金总额的30%（含），并承诺不参与竞价过程且接受最终确定的发行价格，彰显了对公司未来发展的信心。

图 3：公司资产负债率概况



数据来源: Wind, 西南证券

图 4：公司净利率概况



数据来源: Wind, 西南证券

### 3. 转型方向及优势

公司拟布局的领域主要有基因测序、单克隆抗体、针对基因突变的分子靶向药物、肿瘤免疫治疗、干细胞治疗，基本涵盖了精准医疗整个产业链。

我们认为在生物医药领域的核心竞争力主要体现在人才和技术上。

#### ➤ 人才

公司集聚了一批在高端生物医药领域具有核心竞争力的顶尖人才，如高翔教授（南京大学南京生物医药研究员院长，董事、首席科学家）、张素春教授（美国威斯康辛大学教授、干细胞专家）、孙兵教授（中科院上海生命科学园中法巴斯德研究院所长）刘杰博士（20余年 Merck 工作经历，从药品研发到上市均有经验）、时宏珍博士（国内较早从事肿瘤细胞免疫治疗，德康生物董事长、首席科学家）等十余人。

#### ➤ 技术

公司拥有强大的基因编辑技术、单克隆抗体药物开发技术、病人肿瘤异体移植技术，在药物研发效率上拥有天然的优势：

(1) 基于基因编辑的模式动物。公司与南京大学模式动物研究所合作，所长高翔教授亦为公司的首席科学家。南京大学模式动物研究所拥有约 45 万只、2800 型的人源化小鼠。公司在进行药物开发时可把人的基因导入小鼠，可用作人类抗基因组、人体免疫细胞、人体细胞生长发育因子基因、人类免疫检查点基因、人体肿瘤细胞、人体抗肿瘤靶点基因方面的研究。此外，基因编辑技术也为未来基因治疗的发展带来了希望。

图 5：南大模式动物所小鼠产品



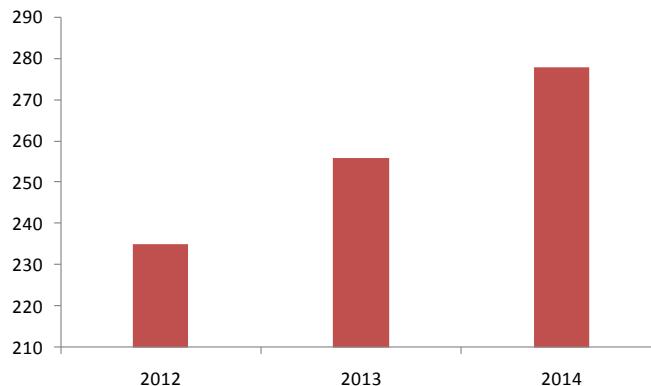
数据来源：南大模式动物所，西南证券

图 6：南大模式动物研究所合作伙伴

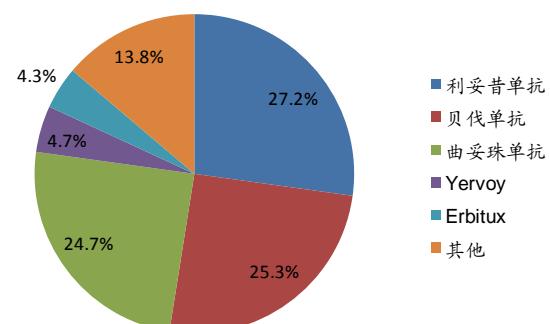
	
	
	
	
	

数据来源：南大模式动物所，西南证券

(2) 单克隆抗体药物开发技术。在单克隆抗体研发方面，公司拥有单细胞分离和测序技术（全人抗体）、酵母展示人类抗体库（高通量快速筛选）、羊驼纳米抗体库（单链抗体可用于 CAR-T 治疗）、多功能抗体开发技术、高表达工程细胞株构建和抗体纯化技术。大分子单抗药物是目前全球医药市场附加值最高的药物，技术瓶颈与产品市场集中度极高，2014 年全球抗肿瘤单抗药物市场规模高达 278 亿美元，排名前 5 的品种市占比高达 86%。放眼全球能够掌握单抗产品从研发到生产的公司屈指可数，核心生产技术仅仅被罗氏、安进、百健等极少数制药巨头掌握，公司拥有在单抗产品研发与生产领域的高端人才，强大技术背景或为未来在单抗领域的突破埋下了伏笔。

**图 7：2012-2014 全球抗肿瘤单抗市场规模（亿美元）**


数据来源：EvaluatePharm, 西南证券

**图 8：2014 年全球抗肿瘤单抗市场格局**


数据来源：EvaluatePharm, 西南证券

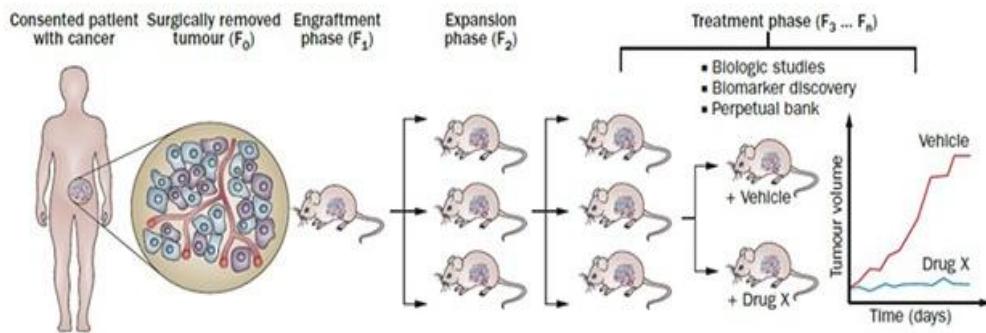
公司在单克隆抗体研发领域具有核心竞争力，目前已经拥有多个针对肿瘤与重大免疫疾病的在研项目。公司目前拥有 9 个新药研发项目，其中有 7 个项目是单克隆抗体，充分体现了公司在大分子药物研发领域的雄厚实力。

**表 1：公司在研新药项目**

项目代号	适应症	药物种类
YH101	非小细胞肺癌、乳腺癌等	单抗
YH102	预防癌症骨转移及已发生实体瘤骨转移后相关骨骼事件的预防等	单抗
YH103	胃癌等	单抗
YH104	胃癌等	单抗
YH105	非小细胞肺癌等	小分子靶向药物
YH106	乳腺癌和胰腺癌等	小分子靶向药物
YH201	丙型肝炎	单抗及疫苗
YH202	类风湿关节炎	单抗
YH203	骨质疏松症	单抗

数据来源：公司公告、西南证券

(3) 基于模式动物的 PDTX(病人肿瘤组织异体移植)技术。PDTX 为精准医疗的技术平台，其原理为通过病人肿瘤组织移植（一个病人，N 个小鼠）来研究个体化治疗。可用于开发研究分子诊断、临床数据、药物研发。南京银河生物医药有限公司在 PDTX 的设计、建模、检测服务等领域拥有雄厚的技术实力和极高业界知名度，并与诸多国内外科研机构和知名的药企建立了合作关系。

**图 9: PDTX 参与抗肿瘤新药研发与药物临床应用**


数据来源：文献调研、西南证券

#### 4. 盈利预测与估值

我们对公司未来 3 年盈利的关键假设如下表所示。由于药物研发周期较长，暂不考虑新药产生的收益，仅考虑可能发生的研发支出。且由于本次定增具体方案尚未出具，暂不考虑本次募集资金对公司产生的财务影响。

短期内公司业绩仍将由传统主业贡献。预计未来 3 年 EPS 分别为 0.11 元、0.05 元、0.06 元。由于公司目前尚处向生物医药的转型初期，产品梯队及研发周期尚不明确，暂不予以评级，建议持续关注。

**表 2: 盈利预测关键假设**

万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	80192	89719	102313	113078
yoY	2.28%	11.88%	14.04%	10.52%
营业成本	58709	64425	71079	78045
毛利率	26.79%	28.19%	30.53%	30.98%
电气设备				
收入	49817	53305	55970	58768
yoY	-7.29%	7.00%	5.00%	5.00%
成本	38581	41045	43097	45252
毛利率	22.56%	23.00%	23.00%	23.00%
电子元器件				
收入	17262	17780	19558	21514
yoY	18.72%	3.00%	10.00%	10.00%
成本	8399	8534	9388	10327
毛利率	51.34%	52.00%	52.00%	52.00%
软件开发系统集成				
收入	7142	8570	9856	11334
yoY	1.20%	20.00%	15.00%	15.00%

万元	2014A	2015E	2016E	2017E
成本	6704	8056	9265	10654
毛利率	6.13%	6.00%	6.00%	6.00%
其它				
收入	5971	7463	9329	11661
yoY	94.16%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	5025	6120	7650	9562
毛利率	15.83%	18.00%	18.00%	18.00%
德康生物				
收入		1800	4000	5000
成本		270	600	750
南京银河生物				
收入		800	1200	1800
成本		400	600	900
赛安生物				
收入			2400	3000
成本			480	600

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)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	801.92	897.19	1023.13	1130.78	净利润	23.00	104.13	44.35	50.64
营业成本	587.09	644.25	710.79	780.45	折旧与摊销	47.18	43.94	45.67	47.45
营业税金及附加	3.84	4.29	4.90	5.41	财务费用	61.30	22.56	23.32	24.50
销售费用	75.07	76.26	86.97	96.12	资产减值损失	42.64	5.00	5.00	5.00
管理费用	110.98	148.04	173.93	192.23	经营营运资本变动	72.90	-141.14	-64.27	-68.24
财务费用	61.30	22.56	23.32	24.50	其他	-197.59	-125.00	-45.00	-45.00
资产减值损失	42.64	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	49.43	-90.50	9.07	14.34
投资收益	114.78	120.00	40.00	40.00	资本支出	31.63	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	85.47	120.00	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	117.10	80.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>35.80</b>	<b>116.79</b>	<b>58.22</b>	<b>67.07</b>	短期借款	128.60	-35.90	9.03	20.92
其他非经营损益	-2.56	40.27	9.15	9.02	长期借款	-110.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>33.23</b>	<b>157.06</b>	<b>67.38</b>	<b>76.09</b>	股权融资	-86.81	0.00	17.82	0.00
所得税	10.24	52.93	23.02	25.45	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>23.00</b>	<b>104.13</b>	<b>44.35</b>	<b>50.64</b>	其他	14.10	-175.84	-23.32	-24.50
少数股东损益	-3.09	-13.98	-5.96	-6.80	筹资活动现金流净额	-54.11	-211.74	3.52	-3.58
归属母公司股东净利润	26.09	118.11	50.31	57.44	<b>现金流量净额</b>	112.46	-222.24	12.59	10.76
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
货币资金	311.96	89.72	102.31	113.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	747.40	800.57	915.47	1015.27	销售收入增长率	2.28%	11.88%	14.04%	10.52%
存货	329.28	361.33	398.65	437.72	营业利润增长率	99.40%	226.26%	-50.15%	15.20%
其他流动资产	2.31	2.58	2.95	3.26	净利润增长率	85.89%	352.78%	-57.41%	14.17%
长期股权投资	11.23	11.23	11.23	11.23	EBITDA 增长率	19.25%	27.04%	-30.59%	9.28%
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	385.45	387.55	387.91	386.50	毛利率	26.79%	28.19%	30.53%	30.98%
无形资产和开发支出	238.34	232.46	226.59	220.71	三费率	30.84%	27.51%	27.78%	27.67%
其他非流动资产	178.82	178.66	178.50	178.34	净利率	2.87%	11.61%	4.33%	4.48%
<b>资产总计</b>	<b>2204.78</b>	<b>2064.10</b>	<b>2223.62</b>	<b>2366.12</b>	ROE	2.73%	11.54%	4.60%	4.99%
短期借款	519.00	483.10	492.13	513.05	ROA	1.04%	5.04%	1.99%	2.14%
应付和预收款项	531.81	469.06	549.09	611.36	ROIC	5.78%	7.78%	4.14%	4.45%
长期借款	63.96	63.96	63.96	63.96	EBITDA/销售收入	17.99%	20.43%	12.43%	12.29%
其他负债	247.21	145.33	153.62	162.29	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1361.99</b>	<b>1161.46</b>	<b>1258.80</b>	<b>1350.66</b>	总资产周转率	0.37	0.42	0.48	0.49
股本	699.21	1027.33	1027.33	1027.33	固定资产周转率	2.02	2.33	2.66	2.95
资本公积	310.30	-17.82	0.00	0.00	应收账款周转率	1.68	1.76	1.81	1.76
留存收益	-234.76	-116.65	-66.34	-8.91	存货周转率	1.83	1.87	1.87	1.87
归属母公司股东权益	819.03	892.87	960.99	1018.43	销售商品提供劳务现金营业收入	68.52%	—	—	—
少数股东权益	23.76	9.78	3.83	-2.97	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>842.79</b>	<b>902.65</b>	<b>964.82</b>	<b>1015.45</b>	资产负债率	61.77%	56.27%	56.61%	57.08%
负债和股东权益合计	2204.78	2064.10	2223.62	2366.12	带息债务/总负债	42.80%	47.10%	44.18%	42.72%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	1.13	1.21	1.26	1.28
EBITDA	144.28	183.29	127.21	139.02	速动比率	0.86	0.86	0.90	0.93
PE	999.52	220.75	518.30	453.97	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	30.94	28.89	27.02	25.68	<b>每股指标</b>				
PS	32.51	29.06	25.48	23.06	每股收益	0.03	0.11	0.05	0.06
EV/EBITDA	124.41	143.78	207.13	189.62	每股净资产	0.82	0.88	0.94	0.99
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.05	-0.09	0.01	0.01
					每股股利	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  
邮箱：research@swsc.com.cn

### 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

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn