



加码主业, 脱帽重生

- **事件:** 公司公告称拟向控股股东振兴集团非公开发行募集资金总额不超过 23 亿元, 扣除发行费用后拟用于: (1) 广东、广西等五省 10 家单采血浆站工程建设项目; (2) 血液制品生产基地二期工程建设项目; (3) 细胞培养基工业化研发和生产线建设项目; (4) 偿还所欠信达资产债务; (5) 补充流动资金。
- **加码主业, 血制品龙头正在崛起。** 1) 我国血制品供不应求的现象将长期存在, 行业处于持续景气状态, 最高零售价放开后, 我们预计血制品将会呈现每年 5%-10% 的阶梯式逐步提升, 给血制品企业贡献更多利润。2) 公司目前的 5 个成熟浆站合计采浆量 300 吨左右; 4 个在建浆站 2016 年有望投产; 此次定增还将新增 10 个浆站, 预计未来 3 年内新增浆站数约 20 个, 浆站总数将达到 30 个左右。随着新浆站的采浆, 公司未来投浆总量上升, 预计在建及筹建的浆站运营成熟后公司采浆量峰值超过 1000 吨, 有望成为国内血制品行业领头羊。
- **拟设立细胞培养基子公司, 进军生物制品产业链上游。** 1) 生物药是医药行业的未来发展趋势, 细胞培养基作为生产生物药的关键原材料, 产业地位十分重要, 前景值得看好。2) 目前国际整体细胞培养基工业市场的年销售额约 50 亿美元, 并以每年 10% 以上的速度增长。中国市场上 95% 的培养基都需要依赖从美国进口, 昂贵的进口原材料价格极大地拖累了中国生物制品企业的利润, 细胞培养基国产化的需求十分迫切。3) 我们认为公司在该领域的率先布局有望占领市场先机, 填补国内市场空缺。
- **偿还所欠信达资产债务, 有望解决历史遗留问题。** 截止 2015 年 9 月 30 日, 公司对信达资产的负债为 3.8 亿元。因该笔债务, 信达资产申请法院冻结了公司所持子公司广东双林、振兴电业股权。我们认为该笔债务的偿还将消除公司核心资产广东双林股权被强制执行的风险, 亦为剥离振兴电业股权、完成股改承诺扫清障碍。解决了历史遗留问题后公司将实现脱帽, 轻装上阵。
- **业绩预测与估值:** 暂不考虑细胞培养基放量的情况下, 我们预测公司 2015-2017 年摊薄后的 EPS 分别为 0.27 元、0.42 元和 0.66 元, 对应 PE 分别为 107 倍、69 倍、43 倍。从公司估值看, 当前的 5 个浆站采浆量约 300 吨, 博雅生物 15 年吨浆对应市值约 0.4 亿, 因此 ST 生化类比博雅对应市值至少 120 亿, 山西的 4 个浆站的投产及未来 3 年内新增的 20 个浆站都将为公司市值进一步提升打开的无限遐想, 且此次定增后公司将实现脱帽, 轻装上阵, 其优秀的血制品和细胞培养基资产将绽放光彩, 看好其长期发展。首次覆盖给予“买入”评级
- **风险提示:** 非公开发行失败风险、浆站建设进度不达预期风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	489.50	534.00	696.00	917.76
增长率	2.47%	9.09%	30.34%	31.86%
归属母公司净利润(百万元)	122.52	100.61	155.87	248.02
增长率	74.33%	-17.88%	54.91%	59.12%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.27	0.42	0.66
净资产收益率 ROE	23.31%	16.50%	5.03%	7.64%
PE	88	107	69	43
PB	23.45	19.58	3.58	3.31

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: 张肖星

电话: 021-68415020

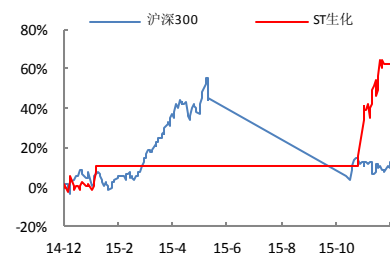
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林

电话: 023-67909731

邮箱: ctl@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)	2.73
流通 A 股(亿股)	1.82
52 周内股价区间(元)	17.2-29.98
总市值(亿元)	78.50
总资产(亿元)	12.32
每股净资产(元)	1.80

相关研究

盈利预测关键假设:

- 1) 主营膏药、敷料的湖南唯康 2014 年下半年已由于 GMP 证书到期而停产, 后期申请到新的 GMP 认证后复产, 在申请新的 GMP 认证前暂不考虑其收入成本;
- 2) 由于新产品放量时间不确定, 暂不考虑细胞培养基业务的收入成本, 仅考虑其研发投入;
- 3) 预计定增资金 2016 年到账, 偿还借款后公司资产结构优化, 财务费用将逐步减少
- 4) 偿还信达资产债务后公司将启动剥离振兴电业股权, 折旧费用的减少将降低管理费用;
- 5) 收入成本分拆情况如下表所示:

表 1: 公司各业务未来 3 年收入成本预测

万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	48950	53400	69600	91,776.0
yoy	2.47%	9.09%	30.34%	31.86%
营业成本	21005	22307	28355	34025
毛利率	57.09%	58.23%	59.26%	62.93%
血液制品				
投浆量	288	295	350	420
单位营收	167	180	198	218
收入	48170	53100	69300	91476
yoy	11.18%	10.23%	30.51%	32.00%
成本	20692	22302	28350	34020
毛利率	57.04%	58.00%	59.09%	62.81%
其它				
收入	232	300	300	300
成本	3	5	5	5

数据来源: 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)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	489.50	534.00	696.00	917.76	净利润	106.93	90.61	150.87	248.02
营业成本	210.05	223.07	283.55	340.25	折旧与摊销	42.29	55.55	67.35	93.68
营业税金及附加	3.57	5.34	6.96	9.18	财务费用	37.08	33.50	20.30	12.15
销售费用	6.70	7.31	9.52	12.56	资产减值损失	38.86	6.00	7.00	8.00
管理费用	123.87	133.50	160.08	192.73	经营营运资本变动	-1.76	12.00	-281.41	-30.21
财务费用	37.08	33.50	20.30	12.15	其他	-146.36	1.46	-8.15	-8.67
资产减值损失	38.86	6.00	7.00	8.00	经营活动现金流净额	77.04	199.12	-44.03	322.96
投资收益	30.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	31.46	-30.00	-900.00	-900.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-24.81	1.22	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	6.64	-28.78	-900.00	-900.00
营业利润	100.25	125.28	208.58	342.90	短期借款	-40.51	-75.44	-109.51	0.00
其他非经营损益	47.59	0.00	0.00	0.00	长期借款	-20.00	0.00	-25.00	0.00
利润总额	147.84	125.28	208.58	342.90	股权融资	0.03	0.00	2300.00	0.00
所得税	40.91	34.67	57.72	94.88	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	106.93	90.61	150.87	248.02	其他	4.43	-58.50	-20.30	-12.15
少数股东损益	-15.58	-10.00	-5.00	0.00	筹资活动现金流净额	-56.05	-133.94	2145.19	-12.15
归属母公司股东净利润	122.52	100.61	155.87	248.02	现金流量净额	27.64	36.40	1201.16	-589.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	43.70	80.10	1281.26	692.07	成长能力				
应收和预付款项	40.80	46.43	58.39	76.23	销售收入增长率	2.47%	9.09%	30.34%	31.86%
存货	243.88	251.55	322.92	389.42	营业利润增长率	70.31%	24.97%	66.49%	64.40%
其他流动资产	19.39	0.10	0.13	0.17	净利润增长率	67.07%	-15.26%	66.49%	64.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.50%	19.33%	38.21%	51.47%
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	761.42	743.81	1484.41	2198.67	毛利率	57.09%	58.23%	59.26%	62.93%
无形资产和开发支出	68.95	61.37	153.80	246.22	三费率	34.25%	32.64%	27.29%	23.69%
其他非流动资产	15.66	15.29	14.92	14.55	净利率	21.85%	16.97%	21.68%	27.02%
资产总计	1193.81	1198.65	3315.82	3617.33	ROE	23.31%	16.50%	5.03%	7.64%
短期借款	184.95	109.51	0.00	0.00	ROA	5.39%	8.96%	7.56%	4.55%
应付和预收款项	122.56	119.87	155.61	196.64	ROIC	13.44%	15.56%	12.84%	11.19%
长期借款	72.00	72.00	47.00	47.00	EBITDA/销售收入	36.69%	40.14%	42.56%	48.89%
其他负债	355.65	348.01	113.07	125.55	营运能力				
负债合计	735.16	649.39	315.69	369.19	总资产周转率	0.41	0.45	0.31	0.26
股本	272.58	272.58	373.41	373.41	固定资产周转率	1.03	0.87	0.86	0.71
资本公积	113.93	113.93	2313.10	2313.10	应收账款周转率	302.13	237.81	257.80	268.25
留存收益	36.39	137.00	292.87	540.88	存货周转率	0.88	0.89	0.96	0.94
归属母公司股东权益	422.89	523.51	2979.37	3227.39	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	95.63%	—	—	—
少数股东权益	35.76	25.76	20.76	20.76	资本结构				
股东权益合计	458.65	549.26	3000.13	3248.15	资产负债率	61.58%	54.18%	9.52%	10.21%
负债和股东权益合计	1193.81	1198.65	3315.82	3617.33	带息债务/总负债	34.95%	27.95%	14.89%	12.73%
					流动比率	0.57	0.72	7.63	4.26
					速动比率	0.17	0.24	6.15	2.83
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	179.62	214.34	296.24	448.72	每股收益	0.33	0.27	0.42	0.66
PE	87.78	106.89	69.00	43.36	每股净资产	1.23	1.47	8.03	8.70
PB	23.45	19.58	3.58	3.31	每股经营现金	0.21	0.53	-0.12	0.86
PS	21.97	20.14	15.45	11.72	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	44.96	37.04	32.10	22.50					
股息率	—	—	—	—					

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

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

zhhy@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