

收入稳健, 浆站建设加速推进

- **业绩总结:** 2015年公司实现营业收入5亿元(+2.2%)、扣非归母净利润5907万元(-3.1%)。
- **核心资产收入稳健, 业绩拖累项的影响将减轻。**从公司的业绩结构来看: 1) 广东双林实现营业收入5亿元(+2.3%)、净利润1.3亿元(-22.4%); 双林收入保持稳健, 净利润的下滑主要源自新浆站拓展带来的前期费用支出和狂犬免疫球蛋白价格的下滑, 随着新浆站采浆量上量与静丙、白蛋白等提价, 未来增长可期; 2) 湖南唯康已复产, 实现营业收入514万元、亏损1965万元, 预计16年正常经营后将扭亏; 3) 振兴电业亏损1253万元, 预计通过定增解除债务冻结后将剥离出上市公司; 4) 财务费用拖累税后利润2300万元左右, 肃清债务后财务压力将得到缓解。
- **浆站建设加速推进, 享血制品量价齐升机遇。**公司现在已运营的广西、山西的5个浆站合计采浆量约280吨; 山西的4个未投产浆站预计年内将有3个投产; 广东已获批3个浆站, 其中1个已开始采浆, 广东省浆站审批积极, 完成定增项目中的新增10个浆站是大概率事件; 预计未来2-3年内新增浆站约20个, 浆站总数将达到30个。在建及筹建的浆站经过2年运营成熟后公司采浆量峰值超过1200吨, 有望成为国内血制品行业领头羊。且随着血液制品产品线的完善, 血浆综合利用率将进一步提升, 按照血制品行业平均吨浆净利润70万元计算, 其净利润峰值很可能超过8亿。
- **定增摘帽有序进行, 优质资产将绽放光彩。**公司定增相关事宜正在有序推进, 此次定增旨在解决历史遗留贷款问题、浆站建设及未来3-5年培养基新产能的需求, 尤其是为偿还4亿贷款、剥离振兴电业股权、完成股改承诺扫清障碍, 最终实现脱帽, 轻装上阵, 核心资产将迎来重估契机。
- **盈利预测及评级:** 考虑定增, 预计公司2016-2018年摊薄后EPS分别为0.36元、0.59元、0.92元, 对应PE分别为82倍、51倍、33倍。从公司估值看, 预计2016年采浆量350吨, 对应市值至少130亿, 山西4个浆站的投产及未来有望新增的20个浆站都将为公司市值进一步提升打开无限遐想, 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, 维持“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。

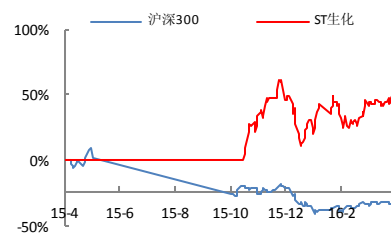
指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	500.27	592.39	748.36	940.82
增长率	2.20%	18.41%	26.33%	25.72%
归属母公司净利润(百万元)	77.56	135.49	218.51	342.81
增长率	-36.69%	74.69%	61.27%	56.89%
每股收益EPS(元)	0.21	0.36	0.59	0.92
净资产收益率ROE	12.72%	3.97%	6.01%	8.62%
PE	144	82	51	33
PB	21.21	3.79	3.56	3.25

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

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)	1.87
52周内股价区间(元)	20.5-32.94
总市值(亿元)	81.36
总资产(亿元)	12.65
每股净资产(元)	1.84

相关研究

1. ST生化(000403): 加码主业, 脱帽重生 (2015-12-18)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	500.27	592.39	748.36	940.82	净利润	66.84	116.76	188.30	295.42
营业成本	235.43	265.59	329.11	405.23	折旧与摊销	48.90	32.94	37.71	43.46
营业税金及附加	2.81	4.20	4.96	6.22	财务费用	31.10	23.66	5.05	6.62
销售费用	11.12	11.85	14.97	18.82	资产减值损失	7.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.47	159.95	172.12	141.12	经营营运资本变动	-25.18	-158.54	-54.69	-72.82
财务费用	31.10	23.66	5.05	6.62	其他	-58.36	2.58	-1.29	0.22
资产减值损失	7.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	70.31	17.40	175.07	272.90
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	21.69	50.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-81.08	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	-59.39	51.22	-130.00	-130.00
营业利润	68.32	127.15	222.15	362.82	短期借款	30.00	-114.95	0.00	0.00
其他非经营损益	23.94	32.80	32.31	31.08	长期借款	-25.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	92.26	159.95	254.46	393.89	股权融资	0.00	2300.00	0.00	0.00
所得税	25.42	43.19	66.16	98.47	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	66.84	116.76	188.30	295.42	其他	-7.98	-48.66	-5.05	-6.62
少数股东损益	-10.72	-18.73	-30.21	-47.39	筹资活动现金流净额	-2.98	2136.39	-5.05	-6.62
归属母公司股东净利润	77.56	135.49	218.51	342.81	现金流量净额	7.94	2205.02	40.03	136.28
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	51.64	2256.65	2296.68	2432.96	成长能力				
应收和预付款项	68.55	67.75	89.12	110.44	销售收入增长率	2.20%	18.41%	26.33%	25.72%
存货	267.63	299.33	372.83	459.13	营业利润增长率	-31.85%	86.11%	74.71%	63.32%
其他流动资产	19.32	0.02	0.03	0.03	净利润增长率	-37.49%	74.69%	61.27%	56.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-17.43%	23.89%	44.17%	55.87%
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	773.07	691.84	785.84	874.09	毛利率	52.94%	55.17%	56.02%	56.93%
无形资产和开发支出	73.13	71.66	70.20	68.74	三费率	37.32%	32.99%	25.67%	17.70%
其他非流动资产	11.98	11.73	11.48	11.23	净利率	13.36%	19.71%	25.16%	31.40%
资产总计	1265.31	3398.98	3626.18	3956.62	ROE	12.72%	3.97%	6.01%	8.62%
短期借款	214.95	100.00	100.00	100.00	ROA	5.28%	3.44%	5.19%	7.47%
应付和预收款项	131.53	151.60	191.64	236.75	ROIC	9.40%	13.09%	17.43%	24.39%
长期借款	47.00	47.00	47.00	47.00	EBITDA/销售收入	29.65%	31.02%	35.40%	43.89%
其他负债	346.34	158.13	156.98	146.90	营运能力				
负债合计	739.82	456.73	495.63	530.65	总资产周转率	0.41	0.25	0.21	0.25
股本	272.58	373.41	373.41	373.41	固定资产周转率	0.81	0.92	1.06	1.19
资本公积	113.93	2313.10	2313.10	2313.10	应收账款周转率	294.74	356.95	347.29	349.97
留存收益	113.95	249.44	467.95	810.76	存货周转率	0.92	0.93	0.97	0.97
归属母公司股东权益	500.46	2935.95	3154.46	3497.27	销售商品提供劳务收到现金营业收入	106.70%	—	—	—
少数股东权益	25.03	6.30	-23.91	-71.30	资本结构				
股东权益合计	525.49	2942.25	3130.55	3425.97	资产负债率	58.47%	13.44%	13.67%	13.41%
负债和股东权益合计	1265.31	3398.98	3626.18	3956.62	带息债务/总负债	35.41%	32.19%	29.66%	27.70%
					流动比率	0.61	6.83	6.52	6.55
					速动比率	0.21	6.05	5.64	5.55
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	148.31	183.75	264.91	412.90	每股收益	0.21	0.36	0.59	0.92
PE	143.71	82.26	51.01	32.51	每股净资产	1.41	7.88	8.38	9.17
PB	21.21	3.79	3.56	3.25	每股经营现金	0.19	0.05	0.47	0.73
PS	22.28	18.82	14.89	11.85	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	56.38	49.13	33.93	21.44					
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

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 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn