

ST生化 (000403.SZ)

动态分析

血浆站建设加速推进，主业发展稳健

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2016 年半年报，2016 年 1-9 月公司实现营业收入 2.82 亿元，同比上升 10.65%，归母净利润 4229 万元，同比下降 20.93%，EPS 为 0.16 元。
- ◆ **血制品业务发展稳健，财务费用拖累公司利润**：从公司的业务结构来看，目前公司的收入绝大部分来自于子公司广东双林的血制品的销售，2016 年 1-6 月血制品实现收入 2.81 亿元，同比上升 10.57%，毛利率达到 52.65%，毛利率水平较去年同期相比下降 3.95%，主要由于新血站开发带来的前期费用，我们认为，随着新浆站采浆量的上升以及静丙、白蛋白等的提价，未来公司主业增长可期。从期间费用情况看，公司 2016 年 1-6 月销售费用 582 万元，同比上升 73.47%，销售费用的大幅上升主要是由于子公司广东双林销售产品增加，导致费用有所增加；管理费用 6869 万元，同比上升 18.10%；财务费用 1783 万元，同比上升 9.57%，财务费用较高主要由于债务问题所致，较高的财务费用严重拖累了公司的利润，肃清债务后公司的财务费用将得到缓解。
- ◆ **血浆站建设加速推进，量价齐升促增长**：献浆频次低、单次采浆量少、浆站建设审批严格、单次采浆成本等原因均导致血制品行业长期处于供不应求的状态，2014 年我国血液制品业总规模约 25 亿元，5 年 CAGR 达 26%，增速远高于医药平均水平，未来有望保持高速增长态势。2016 年上半年，公司积极推进血浆站的建设，广东双林取得了东源、鹤山、遂溪三家单采血浆有限公司的建站批复及廉江单采血浆有限公司的采浆许可证。广东双林上半年生产投浆 143.28 吨，完成全年目标 47.8%，入库收率及入库合格率稳步提升。未来公司仍将继续加速建设新的浆站，保证血浆的充足供应，为公司血液制品的发展提供基础。同时，公司血制品研发项目进展也在不断加速，Ⅷ因子已进入Ⅲ期临床试验阶段，预计 2017 年完成Ⅲ期临床试验，2018 年获得生产批文。未来，公司的血液制品将不断丰富，血浆利用率不断提升，公司业绩将进一步发展。
- ◆ **定增偿还所欠信达资产债务，摘帽进程有序进行**：2015 年 12 月，公司发布《非公开发行 A 股股票预案》，拟用部分款项偿还所欠信达资产债务，截至 2015 年 11 月，公司所欠信达资产债务金额为 3.85 亿元，因公司所欠信达资产的债务，信达资产申请法院冻结了公司所持子公司广东双林 100%股权、振兴电业 65.216%股权，对公司持续经营形成不利影响，通过定增偿清债务，将大大避免公司的核心资产广东双林被强制执行的风险，同时也为剥离振兴电业股权扫除了障碍，公司摘帽进程有序进行。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.51、0.93 和 1.47 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 40 元，相当于 2016 年 78 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：非公开发行进度不达预期，浆站建设不达预期，市场竞争加剧

医药 | 生物医药 III

投资评级 **增持-A(首次)**
 6 个月目标价 40 元
 股价(2016-08-31) 33.80 元

交易数据

总市值 (百万元) 9,213.12
 流通市值 (百万元) 6,331.83
 总股本 (百万股) 272.58
 流通股本 (百万股) 187.33
 12 个月价格区间 19.57/35.50 元

一年股价表现



	1M	3M	12M
升幅%	11.85	0.37	67.65
相对收益	16.55	13.38	77.72
绝对收益			

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsc.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsc.cn
 021-20655738

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	489.5	500.3	675.4	945.5	1,314.3
同比增长(%)	2.5%	2.2%	35.0%	40.0%	39.0%
营业利润(百万元)	100.3	68.3	191.8	297.8	513.0
同比增长(%)	70.3%	-31.9%	180.7%	55.3%	72.3%
净利润(百万元)	122.5	77.6	138.7	253.4	401.9
同比增长(%)	74.3%	-36.7%	78.8%	82.8%	58.6%
每股收益(元)	0.45	0.28	0.51	0.93	1.47
PE	75.2	118.8	66.4	36.4	22.9
PB	21.8	18.4	14.4	10.3	7.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、血制品业务发展稳健，财务费用拖累公司利润	4
(一) 血制品业务发展稳健，业绩拖累项影响减缓.....	4
(二) 销售费用大幅提升，财务费用拖累公司利润.....	4
二、血浆站建设加速推进，量价齐升促增长	5
(一) 血制品行业供不应求，发展空间大.....	5
(二) 血浆站建设加速推进，血制品研发项目进展加速	5
三、定增偿还所欠信达资产债务，摘帽进程有序进行	6
四、盈利预测	6
五、风险提示	6

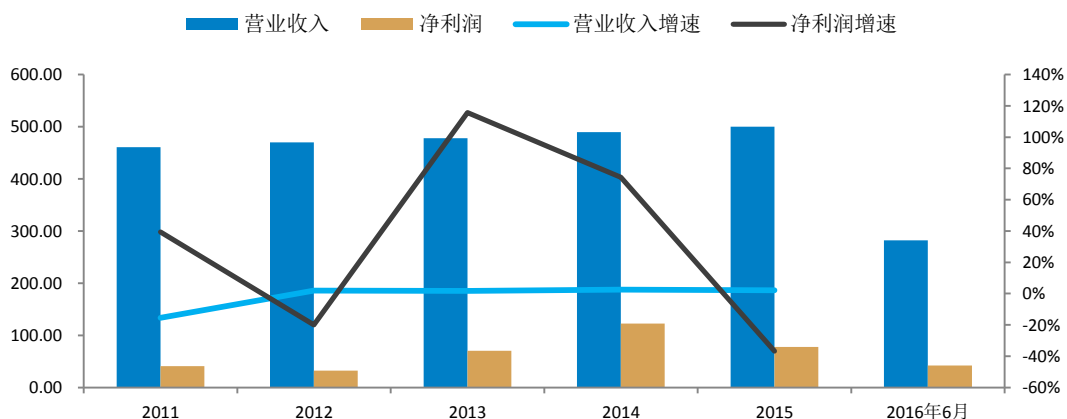
图表目录

图 1：公司历年收入与净利情况（单位：百万，%）	4
图 2：公司历年期间费用情况（单位：百万，%）	5

一、血制品业务发展稳健，财务费用拖累公司利润

公司发布 2016 年半年报，2016 年 1-9 月公司实现营业收入 2.82 亿元，同比上升 10.65%，归母净利润 4229 万元，同比下降 20.93%，EPS 为 0.16 元。

图 1：公司历年收入与净利情况（单位：百万，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

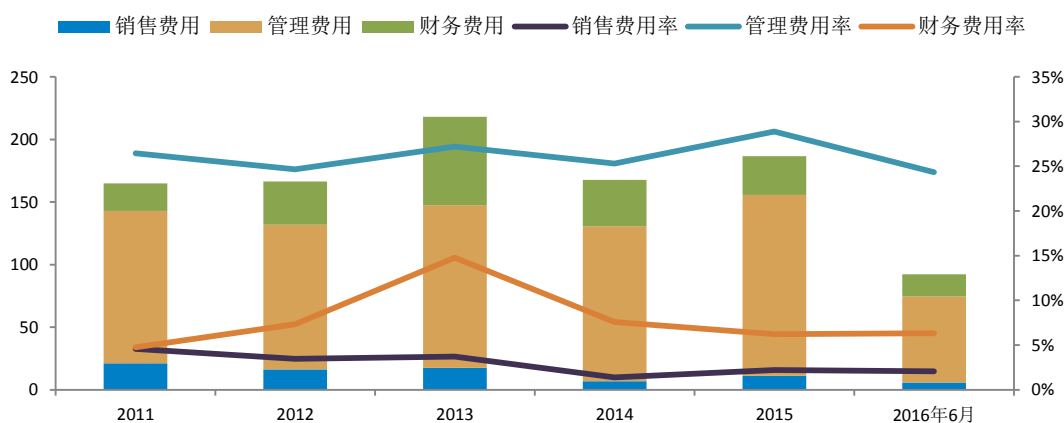
（一）血制品业务发展稳健，业绩拖累项影响减缓

从公司的业绩结构来看，目前公司的收入绝大部分来自于子公司广东双林的血制品的销售，2016 年 1-6 月血制品实现收入 2.81 亿元，同比上升 10.57%，毛利率达到 52.65%，毛利率水平较去年同期相比下降 3.95%，主要由于新血站开发带来的前期费用，我们认为，随着新浆站采浆量的上升以及静丙、白蛋白等的提价，未来公司主业增长可期。另一方面，子公司湖南唯康因 GMP 认证问题于 2014 年停产，2015 年湖南唯康完成了所有到期产品批文的再注册及换领批文工作并已复产，2015 年实现营业收入 513 万元，净利润-1965 万元，2016 年上半年湖南唯康新厂区建设项目的主体工程已全部完工，外墙装修基本完毕，即将进入内部装修阶段，湖南唯康新厂区投入生产后，有望今年实现利润的扭亏。

（二）销售费用大幅提升，财务费用拖累公司利润

从期间费用情况看，公司 2016 年 1-6 月销售费用 582 万元，同比上升 73.47%，销售费用的大幅上升主要是由于子公司广东双林销售产品增加，导致费用有所增加，管理费用 6869 万元，同比上升 18.10%；财务费用 1783 万元，同比上升 9.57%，财务费用较高主要由于债务问题所致，较高的财务费用严重拖累了公司的利润，肃清债务后公司的财务费用将得到缓解。

图 2：公司历年期间费用情况（单位：百万，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

二、血浆站建设加速推进，量价齐升促增长

（一）血制品行业供不应求，发展空间大

目前我国国内共有 34 家血液制品生产企业，但能维持正常生产的仅 20 余家，血浆采集 250 吨以上的企业仅为 6 家，行业集中度不断提高。国内市场供需失衡，增长属于粗放型，主要靠原料血浆供应，未来较长时间血液制品企业的竞争力将由血浆资源拥有量决定。

据统计，高收入国家居民人均血液制品用量超过 4IU；而中低收入国家，居民人均血液制品使用量低于 0.5IU，而 2010 年中国人均使用量约为 0.16IU，2013 年约为 0.22IU，随着人民生活水平的提高及老龄化的趋势，未来血液制品的需求量仍将保持持续稳定增长。然而献浆频次低、单次采浆量少、浆站建设审批严格、单次采浆成本都让国内血制品企业的发展面对着相对国外更大的制度制约，血制品业供不应求的状况将长期存在。2014 年我国血液制品业总规模约 25 亿元，5 年 CAGR 达 26%，增速远高于医药平均水平，我们认为随着血制品最高零售价的放开，预计未来血制品行业仍将保持较高的增长速度。

（二）血浆站建设加速推进，血制品研发项目进展加速

2016 年上半年，公司积极推进血浆站的建设，广东双林取得了东源、鹤山、遂溪三家单采血浆有限公司的建站批复及廉江单采血浆有限公司的采浆许可证。广东双林上半年生产投浆 143.28 吨，完成全年目标 47.8%，入库收率及入库合格率稳步提升。未来公司仍将继续加速建设新的浆站，保证血浆的充足供应，为公司血液制品的发展提供基础。

与此同时，公司的血制品研发项目进展也在不断加速。目前，公司的在研项目有人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原、高纯度静丙、凝血酶原复合物、凝血因子 IX、 α 1-蛋白酶抑制剂、复方山茛菪方、C1 酯酶抑制剂、重组干扰素和猪肺表面活性物质，其中 VIII 因子已经召开 III 期临床试验启动

会，获取组长单位伦理批件，目前已进入Ⅲ期临床试验阶段，预计 2017 年完成Ⅲ期临床试验，2018 年获得生产批文。未来，公司的血液制品将不断丰富，血浆利用率不断提升，公司业绩将进一步发展。

三、定增偿还所欠信达资产债务，摘帽进程有序进行

2015 年 12 月，公司发布《非公开发行 A 股股票预案》，拟向控股股东振兴集团给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、湖北、湖南、山东五省十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。

公司拟在广东、广西、湖北、湖南、山东五省新建十家单采血浆站，增加浆站资源，同时建设血液制品生产基地二期工程，每年将为公司新增 500 吨的血浆处理能力，进一步做大做强公司血液制品产品。

同时，公司拟投资 8.70 亿元用于细胞培养基工业化研发和生产线建设项目，进军生物制品产品链上游。细胞培养是单克隆抗体等治疗性蛋白、人用疫苗、兽用疫苗和免疫治疗细胞的主要生产方式，而细胞培养基又是蛋白药和疫苗生产中关键的原材料。目前国际细胞培养基工业市场年销售额约为 50 亿美元，并保持每年 10% 以上的增长速度，而中国市场上 95% 的培养基都需要依赖从美国进口，我国细胞培养基市场发展空间极大，公司率先进入该市场，有望率先进行布局并填补国内市场空缺。

截至 2015 年 11 月，公司所欠信达资产债务金额为 3.85 亿元，因公司所欠信达资产的债务，信达资产申请法院冻结了公司所持子公司广东双林 100% 股权、振兴电业 65.216% 股权，对公司持续经营形成不利影响，本次通过定增偿清债务，将大大避免公司的核心资产广东双林被强制执行的风险，同时也为剥离振兴电业股权扫除了障碍，公司摘帽进程有序进行。

四、盈利预测

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.51、0.93 和 1.47 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 40 元，相当于 2016 年 78 倍的动态市盈率。

五、风险提示

非公开发行进度不达预期，浆站建设不达预期，市场竞争加剧

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	489.5	500.3	675.4	945.5	1,314.3	年增长率					
减:营业成本	210.0	235.4	256.6	359.3	394.3	营业收入增长率	2.5%	2.2%	35.0%	40.0%	39.0%
营业税费	3.6	2.8	5.4	6.6	9.0	营业利润增长率	70.3%	-31.9%	180.7%	55.3%	72.3%
销售费用	6.7	11.1	16.4	19.0	29.2	净利润增长率	74.3%	-36.7%	78.8%	82.8%	58.6%
管理费用	123.9	144.5	183.2	256.3	364.1	EBITDA 增长率	14.8%	-19.8%	73.4%	35.3%	61.9%
财务费用	37.1	31.1	15.4	-0.6	-2.2	EBIT 增长率	6.1%	-27.6%	108.4%	43.5%	71.9%
资产减值损失	38.9	7.0	16.8	20.9	14.9	NOPLAT 增长率	6.3%	-27.5%	108.0%	43.6%	71.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.8%	9.9%	-22.6%	39.7%	-32.1%
投资和汇兑收益	30.9	-	10.3	13.7	8.0	净资产增长率	30.4%	14.6%	31.0%	35.0%	42.4%
营业利润	100.3	68.3	191.8	297.8	513.0						
加:营业外净收支	47.6	23.9	33.8	35.1	30.9	盈利能力					
利润总额	147.8	92.3	225.5	332.9	543.9	毛利率	57.1%	52.9%	62.0%	62.0%	70.0%
减:所得税	40.9	25.4	62.4	92.0	150.2	营业利润率	20.5%	13.7%	28.4%	31.5%	39.0%
净利润	122.5	77.6	138.7	253.4	401.9	净利润率	25.0%	15.5%	20.5%	26.8%	30.6%
						EBITDA/营业收入	37.5%	29.4%	37.8%	36.5%	42.5%
						EBIT/营业收入	28.1%	19.9%	30.7%	31.4%	38.9%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	61.6%	58.5%	46.4%	39.2%	33.5%
货币资金	43.7	51.6	115.8	131.8	785.5	负债权益比	160.3%	140.8%	86.6%	64.4%	50.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.57	0.61	0.89	1.39	2.05
应收帐款	32.1	39.9	53.9	74.4	109.0	速动比率	0.17	0.21	0.36	0.49	1.48
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	3.70	3.20	13.48	-493.90	-229.10
预付帐款	8.7	28.7	1.5	42.5	9.9	营运能力					
存货	243.9	267.6	281.0	497.6	353.7	固定资产周转天数	348	445	316	208	137
其他流动资产	19.4	19.3	18.9	19.2	19.2	流动营业资本周转天数	-78	-62	-61	-10	0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	234	272	234	235	280
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	22	26	25	24	25
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	169	184	146	148	117
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	876	885	680	535	482
固定资产	622.3	615.2	569.0	522.8	476.5	投资资本周转天数	489	514	353	264	186
在建工程	139.1	157.8	157.8	157.8	157.8						
无形资产	68.9	73.1	71.4	69.6	67.9	费用率					
其他非流动资产	15.7	12.0	15.4	12.3	11.7	销售费用率	1.4%	2.2%	2.4%	2.0%	2.2%
资产总额	1,193.8	1,265.3	1,284.7	1,528.0	1,991.2	管理费用率	25.3%	28.9%	27.1%	27.1%	27.7%
短期债务	185.0	215.0	-	-	-	财务费用率	7.6%	6.2%	2.3%	-0.1%	-0.2%
应付帐款	119.9	118.6	169.9	217.5	205.1	三费/营业收入	34.2%	37.3%	31.8%	29.0%	29.8%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	307.6	333.9	362.4	334.3	417.6	ROE	29.0%	15.5%	21.7%	28.4%	31.0%
长期借款	72.0	47.0	-	-	-	ROA	9.0%	5.3%	12.7%	15.8%	19.8%
其他非流动负债	50.7	25.3	63.8	46.6	45.2	ROIC	15.3%	10.6%	20.0%	37.2%	45.7%
负债总额	735.2	739.8	596.1	598.5	668.0	分红指标					
少数股东权益	35.8	25.0	49.5	37.0	28.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	272.6	272.6	272.6	272.6	272.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	150.3	227.9	366.5	620.0	1,021.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	458.6	525.5	688.6	929.5	1,323.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	106.9	66.8	138.7	253.4	401.9	EPS(元)	0.45	0.28	0.51	0.93	1.47
加:折旧和摊销	42.3	48.9	48.0	48.0	48.0	BVPS(元)	1.55	1.84	2.34	3.27	4.75
资产减值准备	38.9	7.0	-	-	-	PE(X)	75.2	118.8	66.4	36.4	22.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	21.8	18.4	14.4	10.3	7.1
财务费用	37.0	31.3	15.4	-0.6	-2.2	P/FCF	230.6	615.1	216.1	357.1	13.9
投资损失	-30.9	-	-10.3	-13.7	-8.0	P/S	18.8	18.4	13.6	9.7	7.0
少数股东损益	-15.6	-10.7	24.5	-12.5	-8.2	EV/EBITDA	51.7	64.3	35.9	26.4	15.2
营运资金的变动	-128.7	-90.0	117.5	-274.6	212.2	CAGR(%)	31.1%	80.6%	36.6%	31.1%	80.6%
经营活动产生现金流量	77.0	70.3	333.7	0.0	643.7	PEG	2.4	1.5	1.8	1.2	0.3
投资活动产生现金流量	6.6	-59.4	10.7	13.5	8.0	ROIC/WACC	1.5	1.0	1.9	3.5	4.4
融资活动产生现金流量	-56.0	-3.0	-280.3	2.6	1.9						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn