

定增向前推进, 有望摘帽迎来价值重估

投资要点

- **事件:** 公司发布公告称拟向控股股东出售振兴电业股权并发布定增预案修订稿。
- **股改承诺即将完成, 定增有望顺利推进。** 公司于 2015 年 12 月 18 日首次发布定增预案, 近期发布修订稿拟向控股股东定增募集资金不超过 23 亿元, 发行价不低于 22.81 元/股, 新增股本不超过 1 亿股, 股本摊薄比例不超过 37%, 控股股东持股比例将从 22.61% 提升至 43.51%。此次事件标志着公司完成股改承诺、启动定增方案、摘帽等一系列事件有望顺利开展。1) 控股股东负有多笔到期未清偿债务及经济诉讼, 目前正在与信达资产等资金方谈判, 将在申报定增方案前降低债务规模。2) 定增完成后, 公司将通过募集资金和自有资金偿还信达资产的债务, 从而解除子公司广东双林和振兴电业被冻结的股权, 保证持续经营能力。3) 公司拟作价 4613 万元将振兴电业的 65.216% 股权出售给控股股东, 从而完成股改承诺, 为公司顺利摘帽扫清了障碍; 且振兴电业对公司负有 8678 万元债务, 也将由控股股东偿还。股权出售和债务收回后, 公司将获得 1.3 亿元资金。4) 公司定增募集资金还将用于启动 10 个单采浆站建设+血制品生产企业二期建设以及细胞培养基工程建设项目, 从而提升血制品和细胞培养基生产能力, 为后续业绩增长奠定了基础。我们认为公司此次发布定增修订稿标志着各方利益机制基本理顺, 有望实现控股股东、上市公司、债权人之间的三赢局面, 定增有望顺利推行。
- **浆站建设加速推进, 享血制品量价齐升机遇。** 1) 血制品为供需失衡的卖方市场, 价格压制放开后或迎阶梯式提价。2) 公司广西、山西的 5 个浆站合计采浆量约 280 吨; 山西的 4 个浆站预计 2017 年投产; 此次定增还将新增 10 个浆站, 预计未来 2-3 年内新增浆站约 20 个, 浆站总数将达到 30 个。预计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, 吨浆净利润约 70 万元, 其净利润峰值很可能超过 8 亿。
- **盈利预测及评级:** 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 99 倍、62 倍、39 倍。考虑到公司定增和摘帽有望顺利推进, 血制品业绩释放在即, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 非公开发行或失败的风险; 浆站获批进度或不及预期的风险; 新产品开发或低于预期的风险。

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	218.52	342.87
增长率	-36.69%	74.68%	61.29%	56.90%
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%	6.02%	8.62%
PE	173	99	62	39
PB	25.59	4.57	4.30	3.92

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: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.73
流通 A 股(亿股)	1.88
52 周内股价区间(元)	21.85-36.9
总市值(亿元)	98.16
总资产(亿元)	13.22
每股净资产(元)	2.05

相关研究

1. ST 生化 (000403): 收入稳健, 浆站建设加速推进 (2016-04-27)
2. 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)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	500.27	592.39	748.36	940.82	净利润	66.84	116.76	188.31	295.47
营业成本	235.43	265.59	329.11	405.23	折旧与摊销	48.90	52.75	57.52	63.27
营业税金及附加	2.81	4.20	4.96	6.22	财务费用	31.10	23.66	5.03	6.56
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	-60.49	-163.06	-64.22	-84.23
财务费用	31.10	23.66	5.03	6.56	其他	-23.05	-15.07	1.65	1.69
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	15.04	188.29	282.74
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	222.17	362.88	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	159.94	254.48	393.96	股权融资	0.00	2300.00	0.00	0.00
所得税	25.42	43.18	66.16	98.49	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	66.84	116.76	188.31	295.47	其他	-7.98	-48.66	-5.03	-6.56
少数股东损益	-10.72	-18.73	-30.21	-47.40	筹资活动现金流净额	-2.98	2136.39	-5.03	-6.56
归属母公司股东净利润	77.56	135.49	218.52	342.87	现金流量净额	7.94	2202.65	53.26	146.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	51.64	2254.28	2307.55	2453.74	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	321.50	401.59	497.84	营业利润增长率	-31.85%	86.11%	74.73%	63.34%
其他流动资产	19.32	0.02	0.03	0.03	净利润增长率	-37.49%	74.68%	61.29%	56.90%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-17.43%	37.25%	39.87%	51.98%
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	672.20	746.57	815.18	毛利率	52.94%	55.17%	56.02%	56.93%
无形资产和开发支出	73.13	71.49	69.86	68.23	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%	31.41%
资产总计	1265.31	3398.98	3626.18	3956.68	ROE	12.72%	3.97%	6.02%	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%	13.07%	17.51%	24.73%
长期借款	47.00	47.00	47.00	47.00	EBITDA/销售收入	29.65%	34.36%	38.04%	45.99%
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	0.94	1.10	1.27
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	467.96	810.83	存货周转率	0.86	0.82	0.86	0.86
归属母公司股东权益	500.46	2935.94	3154.47	3497.34	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	-71.31	资本结构				
股东权益合计	525.49	2942.25	3130.56	3426.03	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	3956.68	带息债务/总负债	35.41%	32.19%	29.66%	27.70%
					流动比率	0.61	6.88	6.61	6.68
					速动比率	0.21	6.04	5.66	5.59
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.36	0.59	0.92
					每股净资产	1.41	7.88	8.38	9.18
					每股经营现金	0.19	0.04	0.50	0.76
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	148.31	203.56	284.71	432.71					
PE	173.36	99.24	61.53	39.22					
PB	25.59	4.57	4.30	3.92					
PS	26.88	22.70	17.97	14.29					
EV/EBITDA	67.70	55.66	39.61	25.72					
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

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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn