



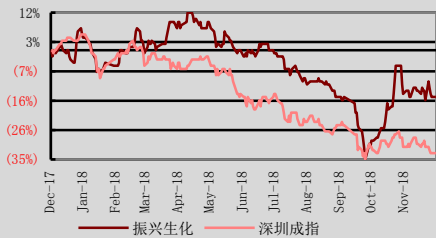
000403.SZ

增持

价格: 人民币 25.49

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.7)	(1.6)	(0.2)	(17.2)
相对深证成指	18.2	1.6	11.9	16.1

发行股数(百万)	273
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	6,762
3个月日均交易额(人民币 百万)	18
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
杭州浙民投天弘投资合伙企业	27

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2018年12月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

振兴生化

新征程新起点, 盈利能力具备较大改善空间

公司大股东更换, 彻底解决历史遗留问题, 核心资产双林生物非常优质, 吨浆利润有较大改善空间, 新产品和潜在外延带来积极弹性。首次覆盖给予增持评级。

支撑评级的要点

■ 血制品行业处于复苏的阶段。

以白蛋白为代表的血液制品行业渠道恢复畅通, 渠道和上市公司库存逐步消化, 行业进入弱复苏阶段。以白蛋白为代表的血制品非医保部分占比较大, 近期被纳入辅助用药名录并不改变行业整体供需关系。血制品行业仍具备较强的资源属性, 供需平衡属于紧平衡。

■ 大股东更换之后公司进入新的发展阶段。

核心资产双林生物非常优质, 拥有13个浆站, 2018年预计采浆量达到400吨。受限于历史上原大股东振兴集团的债务纠纷和公司治理问题, 双林生物一直无法全力发展。随着历史问题彻底解决, 新股东入主(浙民投、佳兆业分别为第一大和第二大股东), 两大股东虽然理念有分歧, 但在核心利益上一致(把公司做强做大), 公司迎来新的历史性发展机遇。

■ 公司吨浆利润有较大提升空间、新产品和潜在外延带来积极弹性。

2017年公司吨浆利润仅为33万元, 不仅远低于行业龙头(华兰约83万元/吨), 也低于行业平均水平(约50万元/吨)。随着公司经营走上正轨, 老产品生产得率持续提升, 新产品在2019-2020年有望获批上市(八因子凝血因子、纤维蛋白原), 经营过程中管控加强带来的跑冒滴漏的减少, 将带动公司利润率水平稳步提升。

评级面临的主要风险

■ 第一、二大股东理念分歧影响到公司正常经营, 管理改善低于预期。

估值

■ 假设2018-2020年投浆量保持年均15%的增长, 利润增速略高于收入增速。预计2018-2020年净利润1.15亿/2.29亿/3.38亿, 对应PE60倍/30倍/21倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	567	685	856	1,070	1,338
变动(%)	13	21	25	25	25
净利润(人民币 百万)	54	22	115	229	338
全面摊薄每股收益(人民币)	0.198	0.079	0.422	0.842	1.241
变动(%)	(30.5)	(59.9)	432.4	99.6	47.4
全面摊薄市盈率(倍)	128.9	321.7	60.4	30.3	20.5
价格/每股现金流量(倍)	111.2	(193.5)	20.3	486.0	12.2
每股现金流量(人民币)	0.23	(0.13)	1.26	0.05	2.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.8	45.3	32.3	19.8	13.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.084	0.168	0.248
股息率(%)	0.2	0.3	0.3	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	567	685	856	1,070	1,338
销售成本	(256)	(301)	(398)	(481)	(595)
经营费用	(180)	(230)	(251)	(249)	(280)
息税折旧前利润	132	155	208	341	463
折旧及摊销	(49)	(48)	(50)	(50)	(51)
经营利润 (息税前利润)	83	106	158	290	412
净利息收入/(费用)	(31)	(28)	(23)	(20)	(14)
其他收益/(损失)	17	(39)	1	0	0
税前利润	69	39	135	270	398
所得税	(24)	(29)	(20)	(41)	(60)
少数股东权益	(10)	(6)	0	0	0
净利润	54	22	115	229	338
核心净利润	40	(13)	115	229	338
每股收益 (人民币)	0.198	0.079	0.422	0.842	1.241
核心每股收益 (人民币)	0.145	(0.048)	0.422	0.842	1.241
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.084	0.168	0.248
收入增长(%)	13	21	25	25	25
息税前利润增长(%)	(17)	28	48	84	42
息税折旧前利润增长(%)	(10)	17	34	64	36
每股收益增长(%)	(31)	(60)	432	100	47
核心每股收益增长(%)	(37)	(133)	(974)	100	47

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	69	39	135	270	398
折旧与摊销	49	48	50	50	51
净利息费用	31	28	23	20	14
运营资本变动	(2)	(90)	75	(57)	93
税金	(34)	(13)	(20)	(41)	(60)
其他经营现金流	(50)	(48)	79	(229)	72
经营活动产生的现金流	62	(36)	343	14	568
购买固定资产净值	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
投资减少/增加	3	0	1	0	0
其他投资现金流	149	(34)	3	4	4
投资活动产生的现金流	151	(36)	3	2	2
净增权益	0	0	(23)	(46)	(68)
净增债务	(40)	(23)	46	(4)	(2)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(22)	(19)	(76)	(123)	(235)
融资活动产生的现金流	(62)	(15)	(0)	(70)	(84)
现金变动	151	(87)	345	(54)	486
期初现金	52	203	146	491	437
公司自由现金流	213	(72)	346	16	570
权益自由现金流	204	(67)	415	32	582

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	210	163	509	454	940
应收帐款	51	138	123	204	205
库存	320	379	270	515	455
其他流动资产	11	8	17	14	25
流动资产总计	593	689	919	1,187	1,625
固定资产	505	486	438	389	341
无形资产	72	70	66	62	58
其他长期资产	50	52	52	52	52
长期资产总计	628	608	556	504	452
总资产	1,243	1,321	1,497	1,704	2,083
应付帐款	43	39	69	61	100
短期债务	200	200	250	250	250
其他流动负债	392	461	497	520	584
流动负债总计	635	700	816	831	934
长期借款	24	0	0	0	0
其他长期负债	38	78	47	54	60
股本	273	273	273	273	273
储备	282	283	375	558	829
股东权益	554	2,905	647	831	1,101
少数股东权益	(7)	(13)	(13)	(13)	(13)
总负债及权益	1,243	1,321	1,497	1,704	2,083
每股帐面价值 (人民币)	2.03	10.66	2.37	3.05	4.04
每股有形资产 (人民币)	1.77	10.40	2.13	2.82	3.83
每股净负债/(现金)(人民币)	0.08	0.20	(0.89)	(0.69)	(2.47)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.3	22.6	24.2	31.8	34.6
息税前利润率(%)	14.6	15.5	18.4	27.1	30.8
税前利润率(%)	12.1	5.7	15.8	25.2	29.8
净利率(%)	9.5	3.2	13.4	21.4	25.3
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.0	1.1	1.4	1.7
利息覆盖率(倍)	2.7	3.8	6.8	14.3	29.1
净权益负债率(%)	3.9	1.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.8	0.8	1.3
估值					
市盈率(倍)	128.9	321.7	60.4	30.3	20.5
核心业务市盈率(倍)	175.5	(528.3)	60.4	30.3	20.5
市净率(倍)	12.6	2.4	10.8	8.4	6.3
价格/现金流(倍)	111.2	(193.5)	20.3	486.0	12.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.8	45.3	32.3	19.8	13.6
周转率					
存货周转天数	419.9	423.9	298.0	297.8	297.8
应收帐款周转天数	29.3	50.5	55.8	55.8	55.8
应付帐款周转天数	28.2	21.8	23.1	22.3	22.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	10.2	1.2	6.5	31.0	35.0
资产收益率(%)	4.3	2.1	9.5	15.4	18.5
已运用资本收益率(%)	1.7	0.3	1.4	5.9	7.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测