



000403.SZ

增持

市场价格：人民币 27.19

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	11.4	4.0	(6.6)	(9.3)
相对深证成指	(21.9)	(2.8)	0.6	(10.9)

发行股数(百万)	273
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	7,411
3个月日均交易额(人民币 百万)	36
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
杭州浙民投天弘投资合伙企业(有限合伙)	27

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

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

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

振兴生化

管理改善值得重点关注，经营拐点隐现

2018年年报和2019年Q1的业绩较差的原因在于去年4季度以来加大学术推广带来的销售费用的上升、管理费用的一次性计提、以及仍然较高的利息支出。但从收入端来看已经呈现持续的稳步增长的态势。着眼2019年，随着市场推广的效益逐步体现，内部管控效益体现，业绩有望呈现前低后高的局面，拐点隐现。长期来看，公司内生加外延持续打开空间，维持增持评级，持续重点跟踪。

支撑评级的要点

- **基础核心资产依然优质，且护城河日益加深。**2018年公司采浆量为400吨，公司目前拥有的13个浆站中尚有2个还未采浆，在已经采浆的浆站中，仅4个成熟浆站贡献的采浆量就超过300吨，另外有6个为近三年新开浆站，采浆量还在持续爬坡中，并且公司还在持续洽谈增设新浆站。我们判断仅靠内生增长，未来采浆量便能突破800吨，同时公司并不排除外延的方式来扩张浆站资源。
- **最差的情况已经过去，经营拐点隐现。**2018Q4-2019Q1由于市场推广的增加以及历史遗留问题带来的管理费用一次性计提，利润承压。但大趋势向上的局面逐步出现，从收入端来看，2018Q4单季收入达到2.26亿元，已经达到近5年以来的最高值。从利润端来看：2018年双林生物净利润为1.15亿元，吨浆利润约为32万元，低于行业平均水平（约50万元/吨）。随着老产品生产得率持续提升，新产品逐步获批上市（凝血因子VIII、纤维蛋白原），经营中加强管控带来的跑冒滴漏的减少，将带动吨浆利润水平稳步提升。目前子公司湖南唯康药业已经申请破产（2018年亏损1188万），未来将不再对合并报表带来拖累。2019年的业绩将呈现前低后高的局面，经营拐点有望在年中出现。
- **管理改善值得期待，内生加外延打开空间。**管理层充分认识到：国内血制品企业在长期供不应求市场环境中，一直安于现状，在工艺水平、产品种类及临床推广能力方面和海外巨头相去甚远，从而导致了中国血制品产品消费结构性的落后。尤其是静丙、凝血因子类、纤原等产品在人均消费量远低于发达国家。公司将抓住契机，打通到终端医院的直销渠道、加强学术推广，推动行业从资源型向科技型转变。新的管理层逐步稳定，未来不排除进一步通过外延并购做大做强血液制品业务，管理改善值得期待。

估值

- 预计2019-2021年净利润预测至2.17亿、3.05亿、4.02亿，同比+171.1%、40.5%、32.0%。对应市盈率34倍、24倍、18倍，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 公司管理改善的进度、深度、持续性低于预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	685	860	1,053	1,300	1,604
变动(%)	21	25	23	23	23
净利润(人民币 百万)	22	80	217	305	402
全面摊薄每股收益(人民币)	0.079	0.293	0.796	1.118	1.476
变动(%)	(59.9)	270.3	171.1	40.5	32.0
全面摊薄市盈率(倍)	343.2	92.7	34.2	24.3	18.4
价格/每股现金流量(倍)	(206.4)	63.5	28.3	35.9	15.9
每股现金流量(人民币)	(0.13)	0.43	0.96	0.76	1.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.3	39.0	21.3	16.3	12.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	685	860	1,053	1,300	1,604
销售成本	(301)	(408)	(463)	(545)	(656)
经营费用	(230)	(261)	(253)	(322)	(408)
息税折旧前利润	155	191	338	433	540
折旧及摊销	(48)	(49)	(53)	(54)	(57)
经营利润 (息税前利润)	106	142	285	378	483
净利息收入/(费用)	(28)	(26)	(30)	(20)	(10)
其他收益/(损失)	(39)	6	0	0	0
税前利润	39	122	255	358	473
所得税	(29)	(23)	(38)	(54)	(71)
少数股东权益	(6)	(5)	0	0	0
净利润	22	80	217	305	402
核心净利润	(26)	105	217	305	402
每股收益 (人民币)	0.079	0.293	0.796	1.118	1.476
核心每股收益 (人民币)	(0.095)	0.386	0.796	1.118	1.476
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	21	25	23	23	23
息税前利润增长(%)	28	33	101	33	28
息税折旧前利润增长(%)	17	23	77	28	25
每股收益增长(%)	(60)	270	171	40	32
核心每股收益增长(%)	(165)	(506)	106	40	32

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	39	122	255	358	473
折旧与摊销	48	49	53	54	57
净利息费用	28	26	30	20	10
运营资本变动	(90)	(39)	227	(271)	250
税金	(13)	(52)	(38)	(54)	(71)
其他经营现金流	(48)	11	(265)	99	(253)
经营活动产生的现金流	(36)	117	262	206	465
购买固定资产净值	(2)	(0)	14	14	14
投资减少/增加	0	2	0	0	0
其他投资现金流	(34)	(12)	(30)	(27)	(28)
投资活动产生的现金流	(36)	(10)	(16)	(13)	(14)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(23)	(44)	(104)	(2)	(4)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	8	(50)	(83)	(123)	(231)
融资活动产生的现金流	(15)	(67)	(134)	(22)	(14)
现金变动	(87)	39	111	171	437
期初现金	203	146	155	266	437
公司自由现金流	(72)	106	246	194	451
权益自由现金流	(67)	88	171	211	457

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	163	158	275	447	882
应收帐款	138	200	116	294	233
库存	379	390	614	542	806
其他流动资产	8	5	34	17	22
流动资产总计	689	753	1,039	1,300	1,943
固定资产	486	457	422	384	344
无形资产	70	70	66	64	61
其他长期资产	52	13	39	35	29
长期资产总计	608	540	527	483	434
总资产	1,321	1,318	1,581	1,788	2,378
应付帐款	39	43	83	53	105
短期债务	200	180	50	50	50
其他流动负债	461	444	554	482	626
流动负债总计	700	668	686	585	781
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	78	30	49	52	44
股本	273	273	273	273	273
储备	283	365	582	887	1,289
股东权益	555	2,905	855	1,159	1,561
少数股东权益	(13)	(18)	(18)	(18)	(18)
总负债及权益	1,321	1,318	1,581	1,788	2,378
每股帐面价值 (人民币)	2.04	10.66	3.14	4.25	5.73
每股有形资产 (人民币)	1.78	10.40	2.89	4.02	5.51
每股净负债/(现金)(人民币)	0.20	0.09	(0.76)	(1.38)	(2.99)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.6	22.2	32.1	33.3	33.7
息税前利润率(%)	15.5	16.5	27.1	29.1	30.1
税前利润率(%)	5.7	14.2	24.2	27.6	29.5
净利率(%)	3.2	9.3	20.6	23.4	25.1
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.5	2.2	2.5
利息覆盖率(倍)	3.8	5.5	9.5	18.9	48.3
净权益负债率(%)	10.0	0.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.6	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	343.2	92.7	34.2	24.3	18.4
核心业务市盈率(倍)	(286.6)	70.5	34.2	24.3	18.4
市净率(倍)	13.3	2.6	8.7	6.4	4.7
价格/现金流(倍)	(206.4)	63.5	28.3	35.9	15.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.3	39.0	21.3	16.3	12.2
周转率					
存货周转天数	423.9	343.9	395.7	387.4	375.1
应收帐款周转天数	50.5	71.9	54.9	57.6	60.0
应付帐款周转天数	21.8	17.5	21.8	19.0	17.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	3.9	4.6	11.5	30.3	29.6
资产收益率(%)	2.1	8.7	16.7	19.1	19.7
已运用资本收益率(%)	0.7	1.0	2.7	7.3	7.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测