

# 振兴生化 (000403): 业绩符合预期, 经营持续改善

## ——振兴生化 (000403) 2019年中报点评

2019年08月27日

推荐/首次

振兴生化 公司报告

### 报告摘要:

#### 事件:

2019年8月23日, 公司发布2019年中报, 实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为4.02亿元、7756万元、6243万元, 同比增速分别为-5.81%、16.26%、1.67%。

#### 观点:

**收入端持续恢复, 盈利逐季好转明显。**1) 19H1收入同比-5.8%, 主要由于18年去库存后部分产品略有缺货所致; 分季度来看, 19Q2单季收入同比+7.9%, 与19Q1单季同比-18.9%相比, 收入端随血制品行业回暖持续恢复。2) 19H1归母净利润与扣非后归母净利润分别实现增长, 主要得益于公司报告期内精简组织架构、减少跑冒滴漏带来经营费用的有效降低, 盈利能力快速提高。(19H1销售费率、财务费率稳定, 管理费率12%相对去年同期18%大幅降低) 3) 分季度来看, 19Q2单季扣非归母净利润4674万元(近年来单季最高), 同比+40%, 相对19Q1单季同比-44%, 盈利逐季好转明显。

**公司问题逐步解决, 经营改善有望持续。**公司此前受治理管理等因素影响, 经营状况较差, 盈利水平与成熟企业差距明显, 2018年血制品吨浆利润在30万元/吨左右, 相比行业平均水平50-60万元/吨仍有较大提升空间。我们认为受市场担忧的管理等问题正在有效解决, 公司经营改善有望持续。1) 加强管理有效减少跑冒滴漏, 较高费用水平快速降低; 2) 剥离不良资产, 唯康药业已申请破产, 子公司亏损对盈利的负向影响消除; 3) 产品线逐步拓宽, 血浆综合利用率有望提高, 高毛利品种有望抬高整体盈利水平, 目前产品较少(6个品种), 在研品种逐步收获(人凝血因子VIII已报产, 人纤维蛋白原已完成临床, 人凝血酶原复合物已开展临床, 人纤维蛋白粘合剂已申报临床)。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	685.38	859.84	1,019.45	1,218.93	1,458.31
增长率(%)	20.79%	25.46%	18.56%	19.57%	19.64%
归母净利润(百万元)	21.60	79.98	169.95	244.87	352.08
增长率(%)	-65.60%	391.58%	120.05%	45.43%	44.70%
净资产收益率(%)	3.89%	12.54%	21.04%	23.26%	25.07%
每股收益(元)	0.08	0.29	0.62	0.90	1.29
PE	375.25	102.32	48.15	33.42	23.24
PB	14.74	12.83	10.13	7.77	5.83

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介:

公司是一家主营血液制品的生产和销售的企业, 主要产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白。

### 交易数据

52周股价区间(元)	30.02-27
总市值(亿元)	81.83
流通市值(亿元)	81.48
总股本/流通A股(万股)	27258/27140
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.34

### 52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

### 胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

研究助理: 殷一凡

010-66554041

yinyf@dxzq.net.cn

**核心资产质地优秀, 采浆规模仍具空间:** 公司 2018 年采浆量接近 400 吨, 采浆规模位于行业中上, 且仍具提升空间。1) 核心资产广东双林质地优秀, 目前 13 个单采血浆站中有 6 个系近三年新开浆站, 尚未达到采浆峰值, 同时 2 个浆站尚未采浆, 具备增量空间; 2) 增设新浆站工作正在积极洽谈, 在北方省份已取得 5 个县级建站批复和 1 个市级建站批复, 支撑采浆规模持续增加。

**股东持股成本较高, 提供股价安全边际:** 2017 年, 大股东浙民投要约收购公司 27.49% 股权 (36 元/股), 经后续增持与委托投票, 目前合计拥有公司 31.37% 投票权; 二股东佳兆业经其控制的航运健康通过协议转让获得公司 18.57% 股权 (43.2 元/股), 经信达深分委托投票, 目前合计拥有公司 22.61% 投票权。大股东二股东合计拥有近 55% 的投票权, 且相对于目前 30 元/股左右股价持股成本较高, 为公司股价提供了较好的安全边际。

**公司盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.7 亿元、2.4 亿元、3.5 亿元, EPS 为 0.62 元、0.90 元、1.29 元, 对应 PE 为 48x、33x、23x。我们认为公司历史问题正在有效解决, 跑冒滴漏的减少带来经营费用快速下降, 产品线逐步拓宽有望提高血浆综合利用率同时高毛利品种有望提高整体盈利水平, 核心资产广东双林质地优厚, 采浆规模仍具空间, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 历史问题解决不及预期, 经营改善不及预期, 产品研发进度不及预期, 行业竞争加剧。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	689	753	872	1017	1188	<b>营业收入</b>	685	860	1019	1219	1458
货币资金	146	155	183	219	262	<b>营业成本</b>	295	401	462	535	618
应收账款	100	130	154	184	221	营业税金及附加	6	7	8	10	12
其他应收款	19	28	33	40	47	营业费用	78	146	143	158	175
预付款项	8	5	1	-3	-8	管理费用	189	157	143	146	146
存货	379	390	449	519	600	财务费用	28	26	15	17	7
其他流动资产	6	3	0	-3	-7	研发费用	0	29	34	41	48
<b>非流动资产合计</b>	631	565	528	494	459	资产减值损失	10.50	7.06	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	448	413	380	347	314	投资净收益	0.00	1.86	0.00	0.00	0.00
无形资产	70	70	65	61	58	加:其他收益	4.75	4.54	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	42	3	0	0	0	<b>营业利润</b>	84	93	215	312	452
<b>资产总计</b>	1321	1318	1400	1511	1647	营业外收入	0.02	7.06	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	700	668	597	468	258	营业外支出	39.23	2.94	0.00	0.00	0.00
短期借款	200	180	371	257	63	<b>利润总额</b>	44	98	215	312	452
应付账款	39	43	49	57	66	所得税	29	23	50	72	105
预收款项	20	5	-13	-35	-61	<b>净利润</b>	15	75	165	240	347
一年内到期的非流	24	0	0	0	0	少数股东损益	-6	-5	-5	-5	-5
<b>非流动负债合计</b>	78	30	18	18	18	归属母公司净利润	22	80	170	245	352
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	685	860	1019	1219	
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	778	698	615	486	276	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-13	-18	-23	-28	-33	营业收入增长	20.79%	25.46%	18.56%	19.57%	19.64%
实收资本(或股本)	273	273	273	273	273	营业利润增长	51.64%	11.75%	129.77%	45.43%	44.70%
资本公积	114	116	116	116	116	归属于母公司净利润	112.48%	44.09%	112.48%	44.09%	43.78%
未分配利润	108	188	358	603	955	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	555	638	808	1053	1405	毛利率(%)	56.98%	53.33%	54.65%	56.13%	57.61%
<b>负债和所有者权益</b>	1321	1318	1400	1511	1647	净利率(%)	2.22%	8.72%	16.18%	19.68%	23.80%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.64%	1.64%	6.07%	12.14%	16.21%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	3.89%	12.54%	21.04%	23.26%	25.07%
<b>经营活动现金流</b>	-36	117	118	174	250	<b>偿债能力</b>					
净利润	15	75	165	240	347	资产负债率(%)	59%	53%	44%	32%	17%
折旧摊销	116.24	116.57	0.00	33.04	33.04	流动比率	0.98	1.13	1.46	2.17	4.61
财务费用	28	26	15	17	7	速动比率	0.44	0.54	0.71	1.06	2.28
应收账款减少	0	0	-24	-30	-36	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	-18	-22	-26	总资产周转率	0.53	0.65	0.75	0.84	0.92
<b>投资活动现金流</b>	-36	-10	-4	-7	-7	应收账款周转率	13	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.74	20.90	22.00	22.94	23.73
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.29	0.62	0.90	1.29
<b>筹资活动现金流</b>	-15	-67	-85	-132	-200	每股净现金流(最新)	-0.32	0.14	0.11	0.13	0.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.04	2.34	2.96	3.86	5.15
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	375.25	102.32	48.15	33.42	23.24
资本公积增加	0	3	0	0	0	P/B	14.74	12.83	10.13	7.77	5.83
<b>现金净增加额</b>	-87	39	29	36	43	EV/EBITDA	36.27	34.83	31.37	22.45	16.10

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：胡博新

药学专业，9 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

### 研究助理：殷一凡

医药生物行业研究员，北京大学药剂学硕士、药学学士，2018 年水晶球第六名团队核心成员，2018 年加盟东兴证券研究所，重点关注 CRO、生物药领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。