

**000403.SZ**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 74.5

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	133.7	17.5	101.5	173.1
相对深证成指	118.4	7.1	81.0	144.6

发行股数(百万)	274
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	20,441
3个月日均交易额(人民币 百万)	231
净负债比率(%) (2020E)	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, 中银证券  
 以2020年7月2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: 生物制品

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

## 双林生物

### 内生+外延推动公司跃升血制品行业第一梯队

公司公告收购哈尔滨派斯菲科的重组方案(草案)等。

**支撑评级的要点**

- 资产重组稳步推进, 行业新龙头出现。**本次重组方案为: 增发股份购买哈尔滨派斯菲科100%股权(对价31.47亿元, ), 同时配套融资16亿。重组完成之后总股本扩大55.98%至4.28亿股。派斯菲科目前有10家浆站, 分布于黑龙江和四川, 并已获得在9个县(市)设置浆站的许可, 本次募投资金其中一部分将用于开设以上9个新浆站。同时考虑到两家公司均在积极拓展新的浆站浆源, 3年之后上市公司体系内有望突破37家浆站。同时考虑到新疆德源每年稳定调浆180吨以上, 中长期采浆量有望达到1490-1870吨, 从而进入行业第一梯队。此外公司前期与新疆德源签订框架协议, 约定双方将合作进一步开拓新的浆站。
- 合并带来协同效应, 吨浆利润持续提升。**从产品结构来看, 除了白蛋白和静丙等常规品种外, 双林生物在特免产品具备比较优势, 派斯菲科在人纤维蛋白原产品具备比较优势。派斯菲科的人纤维蛋白原生产技术行业领先, 两者产品结构协同效应突出。双林本部凝血因子VIII已经获批上市, 2020年下半年开始逐步贡献增量, 提升吨浆净利润率, 未有有望达到80万/吨左右。
- 股权激励考核条件为纯内生, 彰显信心。**本次股权激励范围为核心骨干41人, 采用限制性股票+股票期权的方式, 限制性股票和股票期权的总数量为410万份(其中205万股为限制性股票, 205万股为期权), 限制性股票首次授予的价格为19.61元/股, 授予的股票期权的首次行权价格为39.22元/份。业绩考核方面, 2020-2022年触发授予条件的下限业绩为: 1.62亿元、3.00亿元、4亿元; 2020-2022年达到足额100%授予条件的业绩为: 2.00亿元、3.70亿元、5.00亿元。本次业绩考核条件并不包含重组并购带来的并表收益, 完全来自内生增长。公司将占一半的激励份额采用以现期期权授予的方式, 以及对于2022年较高的内生业绩考核要求充分体现了管理层对于未来长期的信心。

**估值**

- 暂不考虑重组增厚业绩, 预计20-22年EPS0.84/1.40/1.89(原预测值0.83/1.36/1.74, 上调原因是考虑调浆量超出预期以及新产品上市速度快于预期), 对应PE89倍/53倍/39倍, 维持**增持**评级

**评级面临的主要风险**

- 管理改善低于预期; 行业监管风险、整合风险、新疆德源诉讼风险等。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	860	916	1,077	1,504	1,829
变动(%)	25	6	18	40	22
净利润(人民币 百万)	80	160	228	382	515
全面摊薄每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.835	1.400	1.890
变动(%)	270.3	100.6	41.9	67.7	35.0
先前预测每股收益(人民币)			0.832	1.359	1.738
调整幅度(%)			0.36	3.02	8.75
全面摊薄市盈率(倍)	253.9	126.6	89.2	53.2	39.4
价格/每股现金流量(倍)	174.1	106.4	45.6	59.7	29.5
每股现金流量(人民币)	0.43	0.70	1.63	0.12	2.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	107.4	77.3	57.8	38.6	29.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.	0.	0	0	0.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 交易方案：发行股份+配套融资。

上市公司拟向哈尔滨派斯菲科原股东发行股份，购买哈尔滨派斯菲科 100% 股权，收购资产标的对价为 31.47 亿元，拟发行价格为 31.47 元/股，拟发行数量为 1.00 亿股。

同时公司配套募集资金 16 亿元，（拟发行不超过 5358.34 万股，拟发行价格：29.86 元/股），配套募集资金中：佳兆业（航运健康）认购不超过 9 亿，派斯菲科的大股东（付绍兰）认购不超过 3.5 亿，配套融资增发股份锁定期为 18 个月。产业资本参与大部分份额充分体现其长期信心。

本次重组及配套融资完成之后，浙民投及一致行动人持有公司股份由 31.22% 变为 24.74%，佳兆业（航运健康）及一致行动人持有公司股份由 18.57 变为 18.95%，付绍兰及一致行动人持股比例达到 18.81%。重组完成之后，董事会席位将增加至 13 位，其中浙民投提名 7 人，佳兆业提名 3 人、派斯菲科原大股东提名 3 人。本次重组方案中，派斯菲科 2020-2023 年业绩承诺为：0.75 亿、1.2 亿、1.8 亿、2.2 亿，超出业绩承诺部分由上市公司和派斯菲科高管团队分配。

## 配套募集资金到位之后，新设浆站速度将加快。

配套募集资金投向：单采血浆站新建及迁建项目、新产品研发项目、信息化建设项目及补充上市公司及标的公司流动资金、偿还债务，其中用于补充流动资金、偿还债务的比例将不超过募集配套资金总额的 50%。

单采血浆站新建及迁建项目总投资金额为 2.7 亿，用于派斯菲科在黑龙江省甘南县、拜泉县、肇东市、龙江县、巴彦县、依安县、尚志市、桦南县、庆安县 9 个县市新建 9 个单采血浆站，并将派斯菲科现有的伊春市单采血浆站迁址至铁力市，将现有的鸡西市单采血浆站迁址至鸡东县，以增加派斯菲科的浆站资源，项目建设周期预计为 4 年，待上述 11 个浆站全部新建及迁建完成并开始正常运营后，预计 2025 年将实现年采浆量 270 吨。

新产品研发项目用于“人凝血酶原复合物”、“人凝血因子Ⅷ”、“高纯静注人免疫球蛋白”、“静注巨细胞病毒人免疫球蛋白”、“静注合胞病毒人免疫球蛋白”和“静注手足口病毒人免疫球蛋白”的研发。项目总体实施周期预计为 64 个月。

## 浆源分析：中长期采浆量有望达到 1490-1870 吨

国内血制品行业集中度相对偏低，目前呈现第一梯队千吨级血制品公司，第二梯队快速追赶的竞争格局。长远来看，参照国外成熟市场及中国疫苗行业发展，未来血制品行业将走上政府政策引导下的行业整合之路，行业集中度将明显提高，行业整合是必经之路，适时推动外延式并购及整合势在必行。根据公司历史公告可知道，双林生物大股东浙民投先投资派斯菲科，再控股双林生物，可以看出浙民投对于血液制品行业的布局已经持续多年。

图表 1. 部分血液制品企业采浆情况（2019 年）

企业名称	采浆量：吨	单采血浆站：家	血浆站平均采浆量	血制品业务收入：万元
天坛生物	1,706	58	29	327,323.01
华兰生物	1,000	25	42	264,382.54
上海莱士	1,230	41	30	258,474.92
博雅生物	372	12	31	103,443.93
卫光生物	396	8	50	81,159.59
博晖创新生物	280	11	25	30,635.98
泰邦生物	1,113	19	58	307,343
双林生物	400	11	36	90,796.76

资料来源：公司公告、中银证券

## 派斯菲科

根据官网和天眼查数据，哈尔滨派斯菲科目前有 11 家浆站，分布于：四川内江、伊春、海伦、五常、鸡西、明水、宾县、肇州、望奎、勃利、兰西。此外，黑龙江省卫生部门已向派斯菲科签发《关于单采血浆站设置备选地点的通知》，允许派斯菲科在 9 个县及县级市中设置单采血浆站，中长期来看：派斯菲科的血浆站的数量会达到 20 个以上。上市公司双林生物拥有 13 家单采血浆站，同时仍有拓展浆站的能力（已获得北方省份 4 个县级批文），中期看：上市公司体系（双林+派斯菲科）将有超过 37 个的单采血浆站。

派斯菲科 2019 年采浆量 240 吨，此前高峰期（2017 年）采浆量接近 300 吨。预计 2022 年采浆量有望突破 400 吨。长期来看，假设成熟期单采血浆站年采浆量平均达到 30-40 吨，21 个血浆站总体采浆量有望突破 630-840 吨。

图表 2. 派斯菲科采浆投浆情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
采浆量 (吨)	153	216	270	-	240	300	350	400
增速(%)		41.18	25.00	-	-	25.00	16.67	14.29
投浆量 (吨)						240	300	375
增速(%)							25.00	25.00

资料来源：万得医药数据库、中银证券

图表 3. 派斯菲科收入情况

单位：万元	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
人血白蛋白	3,915.57	26.82	23,439.31	66.80	7,524.71	71.86
免疫球蛋白	10,285.45	70.44	11,076.32	31.57	1,660.05	15.85
凝血因子类	399.94	2.74	574.22	1.64	1,287.27	12.29

资料来源：公司公告、中银证券

## 广东双林

广东双林目前拥有 13 个血浆站，主要分布在广东、广西和山西，其中 6 个是在 2016、2017 年建成投产，近几年浆站数量逐渐扩张。此外，公司已经在北方省份取得了 4 个县级建站批复。广东双林 2019 年采浆量达到 400 吨，其中广西 4 个浆站贡献 300 吨的采浆，采浆量最大的浆站年采浆超过 100 吨。公司近年来重点培育山西浆站，山西人口达到 3729 万人，广西人口 4960 万人，山西浆站采浆潜力不低。到 2022 年双林体系采浆量有望达到 550 吨左右。长期来看，假设成熟期单采血浆站年采浆量平均达到 40-50 吨，广东双林体系中期超过 17 个血浆站，广东双林采浆量将达到 680-850 吨。

## 新疆德源

公司与新疆德源生物工程有限公司签订《关于浆站开拓的合作框架协议书》，约定新疆德源将其下属部分浆站临时设置给广东双林，合作请示已经获得新疆维吾尔自治区卫生健康委员会的批复，新疆德源下属泽普县单采血浆站、疏勒县单采血浆站、新和县单采血浆站、策勒县单采血浆站、昆玉市单采血浆站五个浆站已临时设置给广东双林。根据公司官网和 Wind 医药数据库，新疆德源拥有 13 个单采血浆站（分布在策勒县、泽普县、疏勒县、吉木萨尔县、新和县、伽师县、和硕县、呼图壁县、沙湾县、托里县、布尔津县、温宿县、昆玉市），但目前形成销售的仅有白蛋白，因此可以推断新疆德源拥有较为富余的血浆。根据合作协议，新疆德源未来每 5 年内，每年给双林供浆 180 吨以上。除调浆以外，公司与新疆德源还签订《关于浆站开拓的合作框架协议书》，双方将合作进一步开拓新的浆站。目前新疆德源与泰邦生物尚有诉讼关系，若诉讼得以妥善解决，不排除后续公司与新疆德源有进一步深层次合作的可能性。

中期来看（3-5年），公司采浆能力有望达到 1310-1690 吨，考虑到新疆德源每年 180 吨的调浆，实际年采集血浆量有望达到 1490-1870 吨。

图表 4. 双林本部+德源采浆投浆情况

广东双林本部采浆量								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
采浆量	273	302	349	376	403	423	474	535
增速(%)		10.64	15.57	8.00	7.00	5.00	12.00	13.00
投浆量	269	304	323	349	373	392	439	496
增速(%)		13.09	6.22	8.00	7.00	5.00	12.00	13.00
血浆站数	5	8	11	13	13	13	14	15
血浆站平均采浆量	54	38	32	29	31	33	34	36
德源调浆								
采浆量	0	0	0	0	0	180	180	180
增速(%)							0.00	0.00
广东双林本部+德源调浆合计								
采浆量	273	302	349	376	403	603	654	715
增速(%)		10.66	15.57	8.00	7.00	49.69	8.42	9.42
投浆量	269	304	323	349	373	477	573	624
增速(%)		13.09	6.22	8.00	7.00	28.00	20.00	9.00

资料来源：公司公告、中银证券

图表 5. 振兴生化血浆站分布

血浆站	地点	投产时间
廉江双林	广东	2016年3月正式采浆
东源双林	广东	2016年7月正式采浆
和顺县双林	山西	2017年5月正式采浆
隰县双林	山西	2017年8月正式采浆
罗城双林	广西	
鹤山双林	广东	取得采浆许可，正在建设
石楼县双林	山西	2017年7月正式采浆
宜州双林	广西	
武宣双林	广西	
临县双林	山西	
扶绥双林	广西	
遂溪双林	广东	2016年10月正式采浆
坦洲双林	广东	取得采浆许可，正在建设

资料来源：公司公告、中银证券

## 产品结构协同效应突出、合并报表吨浆利润持续提升

### 产品结构协同效应突出

双林的主要品种是白蛋白、静丙、狂免、破免、乙免，其中狂免、破免是双林的优势品种，在研产品线：人凝血因子已经获得生产批件，预计 2020 年下半年形成上市销售、人纤维蛋白原完成 III 期临床试验，人凝血酶原复合物处于临床研究阶段。此外，公司获得人纤维蛋白粘合剂临床试验批件。

派斯菲科的主要品种是白蛋白、静丙、狂免、破免、乙免、人纤维蛋白原。其中人纤维蛋白原是派斯菲科的优势品种，而双林的纤维蛋白原尚未上市。另外，派斯菲科的凝血因子 VIII 也处在临床研究阶段中。

从行业监管大趋势来看，原材料及半成品组分调拨壁垒有望在监管机构和各级政府的指导下有序、稳步放开，集团内血浆的综合利用率还将会进一步提升。



根据万得医药数据库，2019年派斯菲科和双林生物的批签发情况对比如下：白蛋白（折合10g）99.7万瓶、98.87万瓶；静丙（折合2.5g）43.85万瓶、47.8万瓶。此外双林2019年狂免批签发120.97万瓶（折合200IU），派斯菲科纤维蛋白原2019年批签发量达到3.85万瓶（折合0.5g）。

## 吨浆利润持续提升，中长期有望达到80万/吨左右

双林生物2019年全年平均吨浆净利润达到40万/吨，2019年年底吨浆净利润约45万/吨。浙民投入主之后，随着公司管理水平的持续提升，跑冒滴漏逐步下降，2020年广东双林仍将享受到管理效益提升之后带来的红利，吨浆利润逐步提升至45-50万/吨。考虑到凝血因子VIII在2020年下半年上市，纤维蛋白原有望在2021年上市，2022年吨浆利润水平有望达到70万/吨的行业中上水平。长期来看，随着规模效应的逐步显现，吨浆利润有望提升到80万/吨左右（进一步是否能提升到80万/吨以上取决于公司规模、工艺水平、产品丰富程度、内部管理精细化程度）。

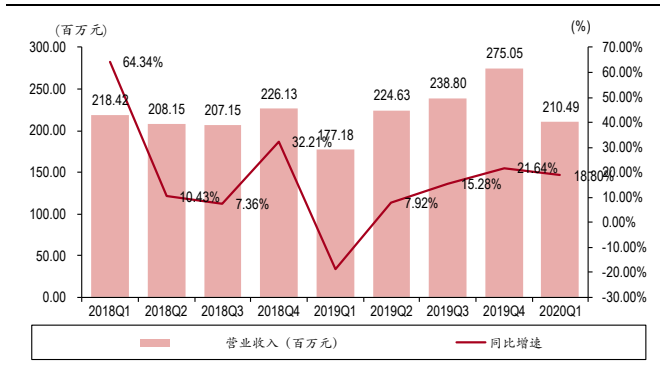
派斯菲科的生产线规格高（在全行业内处于领先水平），拥有从德国美国等发达国家引进的世界一流的生产设备，具有国际领先的生产工艺，公司产品的生产过程是在全封闭自动控制的条件下进行。派斯菲科经过2018-2019年的恢复生产，目前的产能利用率也在逐步提升。吨浆利润也将逐步提升。

## 2019年历史拐点确立，2020年进阶出击

2019年公司实现营业收入9.15亿元（同比+6.47%），实现归母净利润1.60亿元（同比+100.60%），扣非归母净利润1.42亿元（同比+104.84%），经营净现金流1.90亿元（同比+63.62%）。2020年Q1实现营业收入2.10亿元（同比+18.80%），归母净利润2,499万元（同比+2.64%），扣非归母净利润（+71.59%），经营净现金流4,747万元（去年同期-1,686万元）。

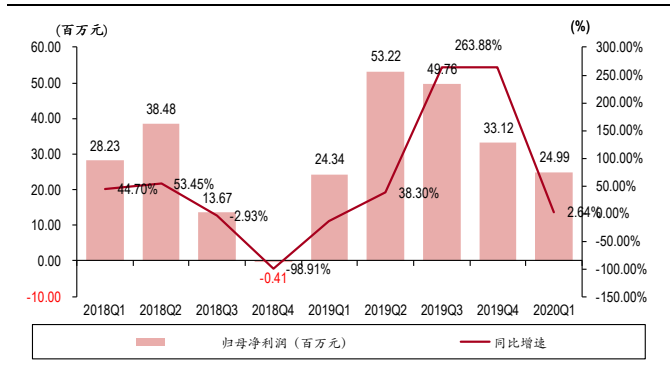
分季度来看，浙民投正式接手公司管理运营之后（2019Q1），公司业绩迅速提升，单季度净利润和扣非归母净利润来看：2019Q2和Q3的实现近几年来的新高，2019Q4达到次新高的水平，基本可以确定2019年Q1前后为公司历史拐点。从增长的加速度来看，2019Q4-2020Q1看似有所下降，但2019年Q1以来公司经营净现金流/净利润的指标一直很出色，连续4个季度回款速度持续超过收入确认速度，我们预计2020年Q2开始收入和利润的确认会呈现更加积极的状态，2020年进阶再出击。

图表 6. 公司单季度营业收入



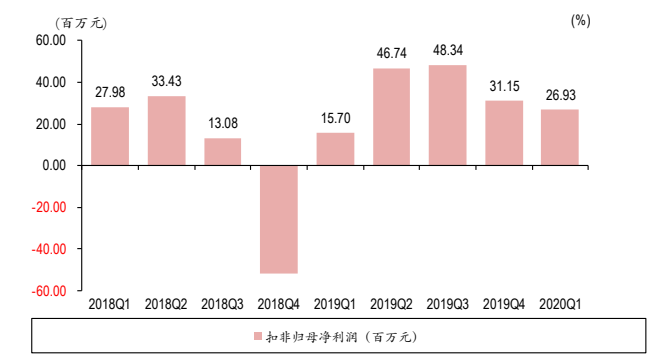
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 公司单季度归母净利润



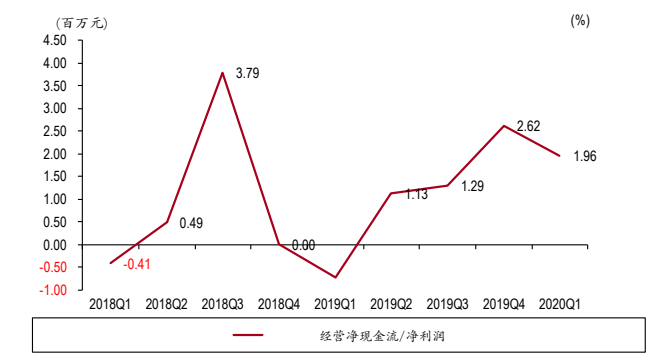
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 公司单季度扣非净利润



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 公司单季度经营净现金流情况



资料来源：万得，中银证券

2019年公司采浆首次突破400吨，目前拥有13个单采血浆站，已在采11个，其中有6个系近3年开设的新浆站，新浆站采浆量在持续爬坡阶段。同时公司正在积极洽谈增设新浆站，预计公司未来几年血浆规模将较快提升。产品研发方面：公司同时拥有人凝血因子VIII、人纤维蛋白原、人凝血酶原复合物临床试验批件，临床试验批件增至4个创历史新高。其中，人凝血因子VIII在已经获得生产批件，预计2020年下半年上市形成销售；人纤维蛋白原完成临床试验；人凝血酶原复合物处于临床试验阶段。此外，公司获得人纤维蛋白粘合剂临床试验批件。

销售方面，针对行业普遍薄弱的静丙终端推广环节，公司成立上海营销中心，针对江浙沪医药行业高价值市场开展静丙的学术推广工作。同时公司积极为现有的特免类产品和未来即将上市的小因子类产品的院内销售做好铺垫和准备工作，夯实长期可持续竞争能力。管理方面，2019年公司积极清理历史遗留问题，快速甩掉历史包袱；推动总部和子公司两级架构合并，精简组织架构，提高组织决策效率；强化精细化管理能力，杜绝跑冒滴漏。从更为长远的角度来看：管理精细化+工艺持续优化使得公司老产品（白蛋白、静丙、狂免、破免）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），公司吨浆利润水平将由2018年的32万/吨逐步提升到70-80万/吨。

行业方面，2020年Q1受新冠疫情影响，静丙发货量较同期有明显的增长，但由于各级医疗机构的停摆，白蛋白和特免等产品的需求受到短暂影响，供给方面采浆量亦有明显收缩。从Q2的情况来看，各地采浆逐步恢复正常，但全年全行业采浆收缩基本成为定局。同时考虑到全球疫情严重，使得进口白蛋白有可能出现供给紧缩的局面；即便考虑到国内各企业的存浆，今年的整体投浆量也是呈现较为紧张的局面。总体上，随着各级医疗机构的恢复诊疗，血制品的需求也会逐步恢复正常，总体上行业仍然呈现紧平衡的状态。

### 股权激励方案彰显信心、考核条件为纯内生增长。

本次股权激励范围为核心骨干41人，采用限制性股票+股票期权的方式，限制性股票和股票期权的总数量为410万份（其中205万股为限制性股票，205万股为期权），限制性股票首次授予的价格为19.61元/股，授予的股票期权的首次行权价格为39.22元/份。

业绩考核方面，2020-2022年触发授予条件的下限业绩为：1.62亿元、3.00亿元、4亿元；2022年达到足额100%授予条件的业绩为：2.00亿元、3.70亿元、5.00亿元。本次业绩考核条件并不包含重组并购带来的并表收益，完全来自内生增长。

公司将占比一半的激励份额采用以现价期权授予的方式，以及对于2022年较高的内生业绩考核要求充分体现了管理层对于未来长期的信心。

图表 10. 公司股权激励考核条件

考核年度	业绩考核要求	目标值 (B)
	触发值 (A)	亿元
2020	1.62	2.00
2021	3.00	3.70
2022	4.00	5.00

公司当年实际完成净利润 (X)

各考核年度对应公司层面可解除限售比例 (M)

当 $X < A$ 时	$M = 0\%$
当 $A \leq X < B$ 时	$M = (X \div B) \times 100\%$
当 $X \geq B$ 时	$M = 100\%$

资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测与估值。

假设条件：

1. 广东双林采浆量 2020-2022 年为 423 吨、478 吨、545 吨；德源调浆 2020-2022 年贡献 180 吨、180 吨、180 吨。
2. 凝血因子 VIII 在 2020 年下半年上市，2021 年开始明显贡献部分增量。
3. 新冠疫情影响采浆和终端需求 1 个季度。
4. 暂不考虑派斯菲科并表带来的业绩增厚。

由于新疆德源调浆量超出预期、新产品上市速度快于预期，我们上调盈利预测。暂不考虑重组带来的业绩增厚，仅考虑内生业绩，预计 2020-2022 年净利润预测值 2.28 亿元/3.82 亿元/5.15 亿元，EPS0.84/1.40/1.89（原预测值 0.83/1.36/1.74 元），对应市盈率 89 倍/53 倍/39 倍，维持**增持**评级。

如果考虑 2021 年资产重组完成，以派斯菲科最低业绩承诺标准来计算，合并之后 2021-2022 年的最低净利润要求为：5.02 亿/6.95 亿，总股本扩大为 4.28 亿股，则摊薄之后 2021-2022 年 EPS 为 1.17/1.62 元，对应 EPS 为 64 倍/46 倍。

图表 11. 主要血液制品公司市盈率

公司名称	股票代码	2020 年市盈率 (E)	2021 年市盈率 (E)	2022 年市盈率 (E)
华兰生物	002007.SZ	52.17	44.49	38.18
天坛生物	600161.SH	62.31	52.10	42.63
博雅生物	300294.SZ	32.56	25.78	23.39
双林生物	000403.SZ	89.21	53.20	39.42
<b>平均值</b>		<b>59.06</b>	<b>43.89</b>	<b>35.91</b>

资料来源：万得，中银证券

备注：华兰、天坛、博雅市盈率预测值来自万得一致预期

## 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；行业监管风险；整合管理不及预期风险。

新疆德源目前与泰邦生物尚有诉讼，若诉讼结果对新疆德源不利，有可能会对公司与新疆德源的合作产生一定影响。

## 附录

图表 12. 七家血制品公司平均吨浆收入

(万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
上海莱士	180	174	118	174	242	253	182	153	210
华兰生物	221	170	200	195	187	177	192	240	264
天坛生物	176	167	199	199	173	189	176	187	192
博雅生物	219	239	223	222	196	207	232	258	278
双林生物	214	170	158	178	180	187	195	214	226
卫光生物		189	193	197	198	175	181	181	204
泰邦生物			219	225	247	254	237	253	276

资料来源：公司公告、中银证券。

备注：以采浆量为基准计算（与报告正文用投浆量为基准计算有所不同）

图表 13. 七家血制品公司平均吨浆净利

(万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
上海莱士	63	58	34	63	82	98	58	(128)	49
华兰生物	95	65	96	99	86	80	82	86	91
天坛生物	54	40	44	47	46	59	59	57	52
博雅生物	72	79	73	68	73	75	80	93	76
双林生物	80	58	47	59	45	38	33	20	40
卫光生物		42	43	41	47	45	46	41	43
泰邦生物			83	89	95	96	54	92	89

资料来源：公司公告、中银证券。

备注：备注：以采浆量为基准计算（与报告正文用投浆量为基准计算有所不同）

图表 14. 七家血制品公司年采浆量

(吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
上海莱士	315	381	419	739	810	890	1,050	1,180	1,230
华兰生物	337	425	480	550	723	1,025	1,080	1,000	1,000
天坛生物	370	340	459	480	584	640	862	1,568	1,706
博雅生物	90	95	110	133	175	256	320	350	372
双林生物	214	253	274	271	273	302	349	400	400
卫光生物		159	184	230	253	320	340	374	396
泰邦生物			519	581	681	796	829	998	1,113

资料来源：相关公司年报、万德、中银证券

图表 15. 七家血制品公司单浆站平均采浆量

(吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
上海莱士	35	35	35	26	26	27	29	29	30
华兰生物	34	35	34	34	31	45	45	42	42
天坛生物	23	21	29	30	32	34	39	32	29
博雅生物	23	24	22	22	22	26	27	29	31
双林生物	43	51	55	54	55	38	32	36	36
卫光生物		23	26	33	36	46	49	47	50
泰邦生物			52	48	52	57	55	59	59

资料来源：相关公司年报、万德、中银证券



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	860	916	1,077	1,504	1,829
销售成本	(408)	(444)	(488)	(644)	(755)
经营费用	(261)	(208)	(242)	(341)	(406)
息税折旧前利润	191	264	347	519	668
折旧及摊销	(49)	(46)	(49)	(50)	(52)
经营利润(息税前利润)	142	218	298	469	616
净利息收入/(费用)	(26)	(21)	(30)	(20)	(10)
其他收益/(损失)	6	16	0	0	0
税前利润	122	213	268	449	606
所得税	(23)	(31)	(40)	(67)	(91)
少数股东权益	(5)	(3)	0	0	0
净利润	80	160	228	382	515
核心净利润	95	186	228	382	515
每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.835	1.400	1.890
核心每股收益(人民币)	0.349	0.681	0.835	1.400	1.890
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	25	6	18	40	22
息税前利润增长(%)	33	54	37	57	31
息税折旧前利润增长(%)	23	39	31	50	29
每股收益增长(%)	270	101	42	68	35
核心每股收益增长(%)	(467)	95	23	68	35

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	122	213	268	449	606
折旧与摊销	49	46	49	50	52
净利息费用	26	21	30	20	10
运营资本变动	(39)	(29)	211	(350)	268
税金	(52)	(58)	(40)	(67)	(91)
其他经营现金流	11	(2)	(72)	(68)	(156)
经营活动产生的现金流	117	191	445	34	689
购买固定资产净值	(0)	3	16	17	17
投资减少/增加	2	7	0	0	0
其他投资现金流	(12)	(40)	(33)	(35)	(34)
投资活动产生的现金流	(10)	(30)	(16)	(17)	(17)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(44)	(70)	(42)	(5)	1
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(23)	(162)	(83)	(123)	(231)
融资活动产生的现金流	(67)	(205)	(72)	(25)	(9)
现金变动	39	(44)	357	(9)	662
期初现金	146	155	111	468	459
公司自由现金流	106	161	429	17	672
权益自由现金流	88	112	417	31	682

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	158	131	481	471	1,137
应收帐款	200	239	173	457	325
库存	390	405	571	644	783
其他流动资产	5	4	15	4	18
流动资产总计	753	779	1,241	1,576	2,263
固定资产	457	388	356	323	288
无形资产	70	73	72	73	73
其他长期资产	13	13	26	18	19
长期资产总计	540	474	455	413	380
总资产	1,318	1,272	1,706	1,988	2,634
应付帐款	43	32	73	53	93
短期债务	180	110	50	50	50
其他流动负债	444	298	497	429	518
流动负债总计	668	440	620	532	661
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	30	30	46	35	37
股本	273	273	273	273	273
储备	365	528	755	1,137	1,652
股东权益	638	2,905	1,028	1,410	1,925
少数股东权益	(18)	1	1	1	1
总负债及权益	1,318	1,272	1,706	1,988	2,634
每股帐面价值(人民币)	2.34	10.66	3.77	5.17	7.06
每股有形资产(人民币)	2.08	10.39	3.51	4.90	6.79
每股净负债/(现金)(人民币)	0.09	n.a.	(1.50)	(1.46)	(3.89)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.2	28.9	32.2	34.5	36.5
息税前利润率(%)	16.5	23.8	27.7	31.2	33.7
税前利润率(%)	14.2	23.2	24.9	29.9	33.1
净利率(%)	9.3	17.5	21.1	25.4	28.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.8	2.0	3.0	3.4
利息覆盖率(倍)	5.5	10.5	9.9	23.5	61.6
净权益负债率(%)	4.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.9	1.1	1.8	2.2
估值					
市盈率(倍)	253.9	126.6	89.2	53.2	39.4
核心业务市盈率(倍)	213.7	109.4	89.2	53.2	39.4
市净率(倍)	31.8	7.0	19.8	14.4	10.6
价格/现金流(倍)	174.1	106.4	45.6	597.6	29.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	107.4	77.3	57.8	38.6	29.0
周转率					
存货周转天数	343.9	326.9	364.9	344.7	344.9
应收帐款周转天数	71.9	87.6	70.0	76.5	78.0
应付帐款周转天数	17.5	15.0	17.7	15.2	14.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	13.4	9.1	11.6	31.3	30.9
资产收益率(%)	8.7	14.4	17.0	21.6	22.7
已运用资本收益率(%)	2.6	2.1	2.8	7.5	7.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371