

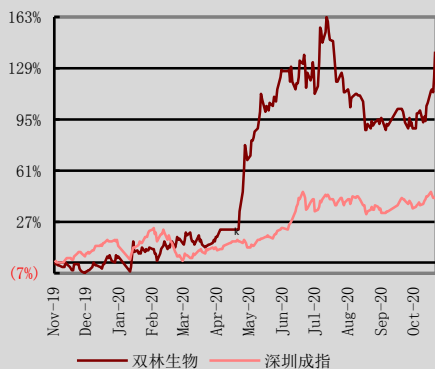
000403.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 42.44

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	139.4	24.1	9.4	132.3
相对深证成指	110.1	24.4	5.9	90.3

发行股数(百万)	492
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	20,899
3个月日均交易额(人民币 百万)	106
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11月24日收市价为标准

相关研究报告

《双林生物》 20200703
 《双林生物》 20200430
 《振兴生化》 20191019

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

外部扩张助力公司进入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修订稿等。

支撑评级的要点

- **资产重组稳步推进, 行业新龙头有望出现。**本次重组中: 哈尔滨派斯菲科100%股权的交易价格为33.47亿元, 发行股份数量为191,595,895股。同时配套融资16亿, 用于新建血浆站、新产品研发、信息化建设、以及补充流动资金和偿还债务。派斯菲科目前有9个产品和10家浆站。浆站分布于黑龙江和四川, 并已获得在9个县(市)设置新浆站的许可, 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。
- **新疆德源助力供浆, 采浆量有望进入头部行列。**双林生物与新疆德源签署了战略合作协议, 新疆德源保证在未来5年内向双林生物供浆900吨以上, 平均每年向双林生物调浆180吨以上, 有望使双林生物的采浆量达到千吨级别, 从而进入行业第一梯队。新疆德源的下属5个浆站已经于2020年4月开始向公司供浆。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。派斯菲科高纯静丙等产品研发顺利, 合并后可利用上市公司的融资平台、资金规模优势等加速研发。
- **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。另外派斯菲科2020-2022的业绩承诺税后净利润分别为: 7500万元、1.2亿元、1.8亿元。

估值

- 根据公司财务报告, 在不考虑资产重组增厚业绩的情况下, 我们预测公司将在2020、2021、2022年实现的净利润分别为2.09亿元、3.52亿元、4.76亿元, 每股收益EPS分别为0.42元、0.71元、0.97元, 对应PE101.05倍、59.77倍、43.75倍。

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、派斯菲科重组方案不过审风险、以及采浆量不及预期风险。

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	997	1,392	1,693
变动(%)	25	6	9	40	22
净利润(人民币 百万)	80	160	209	352	476
全面摊薄每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.424	0.715	0.967
变动(%)	270.3	100.6	(28.0)	68.6	35.3
全面摊薄市盈率(倍)	144.6	72.1	100.1	59.8	43.8
价格/每股现金流量(倍)	99.2	60.6	41.7	(500.7)	29.1
每股现金流量(人民币)	0.43	0.70	1.02	(0.08)	1.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	109.8	79.1	62.9	42.4	31.9
每股股息(人民币)	0.000	0.121	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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	997	1,392	1,693
销售成本	(408)	(444)	(452)	(596)	(699)
经营费用	(261)	(208)	(220)	(312)	(372)
息税折旧前利润	191	264	325	484	622
折旧及摊销	(49)	(46)	(49)	(50)	(52)
经营利润(息税前利润)	142	218	276	434	570
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	246	414	560
所得税	(23)	(31)	(37)	(62)	(84)
少数股东权益	(5)	(3)	0	0	0
净利润	80	160	209	352	476
核心净利润	95	186	209	352	476
每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.424	0.715	0.967
核心每股收益(人民币)	0.349	0.681	0.424	0.715	0.967
每股股息(人民币)	0.000	0.121	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	25	6	9	40	22
息税前利润增长(%)	33	54	26	57	31
息税折旧前利润增长(%)	23	39	23	49	28
每股收益增长(%)	270	101	(28)	69	35
核心每股收益增长(%)	(467)	95	(38)	69	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	246	414	560
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)	213	(342)	265
税金	(52)	(58)	(37)	(62)	(84)
其他经营现金流	11	(2)	0	(122)	(86)
经营活动产生的现金流	117	191	501	(42)	718
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	(33)	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)	(129)	(80)	(123)	(231)
融资活动产生的现金流	(67)	(205)	(69)	(25)	(9)
现金变动	39	(44)	415	(84)	692
期初现金	146	155	111	526	442
公司自由现金流	106	161	484	(59)	701
权益自由现金流	88	112	472	(44)	712

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	540	454	1,149
应收帐款	200	239	143	441	283
库存	390	405	499	627	695
其他流动资产	5	4	14	4	17
流动资产总计	753	779	1,195	1,525	2,144
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	1,660	1,937	2,515
应付帐款	43	32	65	51	84
短期债务	180	110	50	50	50
其他流动负债	444	298	475	425	492
流动负债总计	668	440	590	526	625
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	30	30	46	35	37
股本	273	273	492	492	492
储备	365	528	520	872	1,348
股东权益	638	2,905	1,012	1,364	1,841
少数股东权益	(18)	1	1	1	1
总负债及权益	1,318	1,272	1,660	1,937	2,515
每股帐面价值(人民币)	2.34	10.66	2.06	2.77	3.74
每股有形资产(人民币)	2.08	10.39	1.91	2.62	3.59
每股净负债/(现金)(人民币)	0.09	n.a.	(0.95)	(0.78)	(2.18)

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	32.6	34.8	36.7
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	24.7	29.8	33.1
净利率(%)	9.3	17.5	21.0	25.3	28.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.8	2.0	2.9	3.4
利息覆盖率(倍)	5.5	10.5	9.2	21.7	57.0
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	1.2	1.7	2.3
估值					
市盈率(倍)	144.6	72.1	100.0	59.8	43.8
核心业务市盈率(倍)	121.8	62.3	100.1	59.4	43.9
市净率(倍)	18.1	4.0	20.6	15.3	11.3
价格/现金流(倍)	99.2	60.6	41.7	(500.7)	29.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	109.8	79.1	62.9	42.4	31.9
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	20.6	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	13.4	9.1	10.7	29.6	29.7
资产收益率(%)	8.7	14.4	16.0	20.5	21.8
已运用资本收益率(%)	2.6	2.1	2.6	7.0	7.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测