

强烈推荐-A (维持)

双林生物 000403.SZ

目标估值: N.A.
当前股价: 74.5 元
2020年07月03日

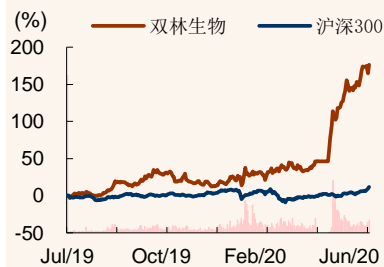
收购派斯菲科作价确定, 拟新建9个浆站

基础数据

上证综指	3091
总股本(万股)	27437
已上市流通股(万股)	27140
总市值(亿元)	204
流通市值(亿元)	202
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	19.5
资产负债率	45.5%
主要股东	杭州浙民投天弘投资
主要股东持股比例	27.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	131	174
相对表现	13	126	164



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《双林生物(000403)——与德源签署完整供浆协议, 血浆价格和年供浆量超预期》2020-06-24
- 2、《双林生物(000403)——发布重组预案, 与新疆德源合作扩充血浆资源》2020-05-15
- 3、《双林生物(000403)——一季度业绩超预期, 股权激励和资本运作助力发展》2020-04-30

李点典

liidian@cmschina.com.cn
S1090518100001

孙炜

sunwei7@cmschina.com.cn
S1090520030002

公司发布公告, 拟以 31.47 亿的作价收购派斯菲科 100% 的股份, 完成收购及配套融资后, 将以派斯菲科为主体新建 9 个浆站及搬迁 2 个浆站, 未来采浆大概率持续提升; 本次重组及配套融资完成后公司总股本 4.27 亿股, 当前股价对应市值 318 亿, 对应 21 年 pe 估值 50.6x (包括派斯菲科利润); 公司未来内生采浆增长有保证, 且有望通过并购整合跻身国内血制品龙头行列, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

事件:

- 1、公司发布公告, 拟以发行股份为主的形式收购派斯菲科 100% 的股权, 标的作价 31.47 亿, 发行价格为 31.47 元/股。
- 2、调整了派斯菲科利润承诺和对应增发股份的锁定期, 派斯菲科 20/21/22/23 年利润承诺分别为 0.75 亿/1.20 亿/1.80 亿/2.20 亿 (之前为 20/21/22 年分别为 0.85 亿/1.35 亿/2.20 亿), 派斯菲科原股东的股份限售期也做了相应的调整。
- 3、同时配套融资 16 亿, 发行价格为 29.86 元/股。募投项目包括单采血浆站新建及迁建项目 (募集资金使用 2.0 亿, 下同), 新产品研发项目 (3.5 亿), 信息化建设项目 (1.5 亿), 补流/偿债 (8.0 亿), 中介费用 (0.5 亿)。
- 4、单采血浆站新建及迁建项目将以派斯菲科为主体, 建设 9 个新浆站, 搬迁 2 个老浆站, 2021/2022/2023/2024 分别新建 2/3/2/2 个, 单个单采血浆站的新建和迁建周期预计为 1 年。搬迁 2 个浆站将于 2024 年实施。点评如下:
- 我们认为业绩承诺调整属于正常操作。派斯菲科下调了 20-22 年的业绩承诺, 但我们认为该调整为正常操作, 市场不用过度担心 (业绩的持续性、完成的信心等): 1、业绩承诺的期限有增加, 说明派斯菲科对自身持续成长的信心较强; 2、一般业绩承诺和标的整体估值相关, 我们估计派斯菲科的交易作价也相应有所调整, 该操作为并购中的正常行为。
- 我们认为派斯菲科估值较为便宜, 该笔收购对上市公司较为划算。以 20 年业

财务数据与估值

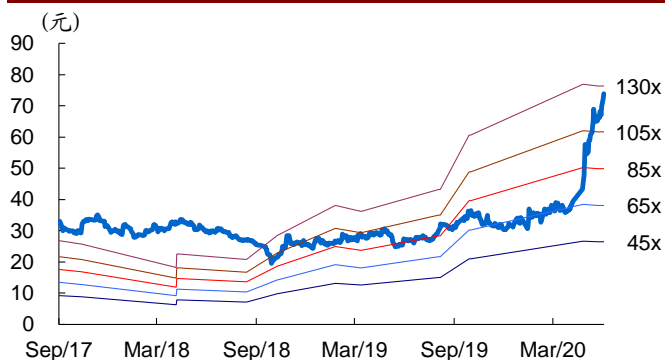
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	860	916	1189	1886	2116
同比增长	25%	6%	30%	59%	12%
营业利润(百万元)	93	180	317	594	714
同比增长	12%	93%	76%	87%	20%
净利润(百万元)	80	160	272	509	612
同比增长	270%	101%	69%	88%	20%
每股收益(元)	0.29	0.59	1.00	1.87	2.24
PE	254.1	126.6	74.8	39.9	33.2
PB	31.9	25.4	19.0	13.2	9.8

资料来源: 公司数据、招商证券

绩承诺值计算,对应派斯菲科 20 年动态 pe 为 42.0x。以双林生物停牌前 39.4 元/股的股价和当时的盈利预测计算(不含德源供浆),当时的 20 年动态 pe 为 46.5x,比方案中派斯菲科的 20 年动态 pe 要高,且派斯菲科 20 年动态 pe 还没考虑派斯菲科已经获得的黑龙江省的 9 个新浆站的批文的价值。

- **拟新建 9 个+搬迁 2 个浆站,内生采浆有望持续快速增长。**公司拟投资 2.7 亿(募投 2.5 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,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。2019 年度,派斯菲科采浆量达 240 余吨。
- **本次重组及配套融资完成后,浙民投仍为公司实际控制人,将继续推进公司血制品业务的做大做强。**完成重组和配套融资的新增股份发行后,公司总股本为 4.28 亿股。浙民投及一致行动人、航运健康、付绍兰及一致行动人分别持股 24.74%、18.95%、18.81%,可分别提名 7、3、3 名董事。浙民投可提名上市公司半数以上董事,能够实际控制上市公司董事会。
- **盈利预测:在不考虑派斯菲科并表的情况下,我们预计公司 20-22 年归母净利润增速分别为 69%/88%/20%,当前股本对应的 EPS 分别为 1.00/1.87/2.24 元。若考虑派斯菲科且以其业绩承诺计算,则 20-22 年公司备考归母净利润为 3.47 亿/6.29 亿/7.92 亿。完成重组及配套融资后总股本为 4.27 亿股,则当前股价对应市值 318 亿,备考利润对应 21 年 pe 估值为 50.6 倍。公司未来内生采浆增长有保证,且有望通过并购整合跻身国内血制品龙头行列,维持“强烈推荐-A”投资评级。**
- **风险提示:**产品销售不达预期,采浆不达预期,研发进度不达预期,收购资产进度不达预期,协议供浆不达预期,新建浆站进度不达预期。

图 2: 双林生物历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 双林生物历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	753	779	967	1489	1731
现金	155	111	152	196	717
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	130	205	266	422	473
应收款项	0	19	12	19	21
其它应收款	28	16	21	34	38
存货	390	405	486	771	860
其他	50	24	30	48	39
非流动资产	565	493	474	454	435
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	413	380	372	361	351
无形资产	70	73	66	59	53
其他	82	40	37	34	31
资产总计	1318	1272	1441	1943	2166
流动负债	668	440	342	381	356
短期借款	180	110	0	0	0
应付账款	43	32	39	62	69
预收账款	5	7	9	15	16
其他	440	291	294	305	298
长期负债	30	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	30	30	30	30	30
负债合计	698	470	372	411	386
股本	273	273	273	273	273
资本公积金	116	116	116	116	116
留存收益	249	411	683	1154	1689
少数股东权益	(18)	1	(3)	(11)	(21)
归属于母公司所有者权益	638	800	1072	1543	2078
负债及权益合计	1318	1272	1441	1943	2166

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	117	191	193	86	484
净利润	80	160	272	509	612
折旧摊销	59	55	54	51	48
财务费用	26	22	18	(20)	(20)
投资收益	(2)	(7)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(41)	(36)	(129)	(453)	(144)
其它	(5)	(3)	(15)	4	(6)
投资活动现金流	(10)	(30)	(24)	(24)	(24)
资本支出	(35)	(41)	(30)	(30)	(30)
其他投资	25	11	6	6	6
筹资活动现金流	(67)	(205)	(128)	(18)	(64)
借款变动	4	(184)	(110)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(38)	(76)
其他	(73)	(21)	(18)	20	(10)
现金净增加额	39	(44)	41	44	314

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	860	916	1189	1886	2116
营业成本	401	436	534	848	946
营业税金及附加	7	7	9	15	16
营业费用	146	145	150	260	280
管理费用	157	112	142	170	161
研发费用	29	15	15	15	15
财务费用	26	21	18	(20)	(20)
资产减值损失	7	(10)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	6	10	6	6	6
营业利润	93	180	317	594	714
营业外收入	7	11	3	3	3
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	98	189	317	594	714
所得税	23	31	50	93	112
净利润	75	158	267	501	602
少数股东损益	(5)	(3)	(4)	(8)	(10)
归属于母公司净	80	160	272	509	612

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	25%	6%	30%	59%	12%
营业利润	12%	93%	76%	87%	20%
净利润	270%	101%	69%	88%	20%
获利能力					
毛利率	53.3%	52.3%	55.1%	55.0%	55.3%
净利率	9.3%	17.5%	22.8%	27.0%	28.9%
ROE	12.5%	20.1%	25.3%	33.0%	29.4%
ROIC	11.2%	18.2%	26.3%	31.5%	27.6%
偿债能力					
资产负债率	53.0%	37.0%	25.8%	21.2%	17.8%
净负债比率	13.7%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.8	2.8	3.9	4.9
速动比率	0.5	0.9	1.4	1.9	3.2
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	1.0	0.7
存货周转率	1.0	1.1	1.2	1.4	1.2
应收帐款周转率	7.5	5.2	4.7	5.3	4.5
应付帐款周转率	9.8	11.6	15.1	16.9	14.5
每股资料 (元)					
EPS	0.29	0.59	1.00	1.87	2.24
每股经营现金	0.43	0.70	0.71	0.31	1.78
每股净资产	2.34	2.94	3.93	5.66	7.62
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.28	0.34
估值比率					
PE	254.1	126.6	74.8	39.9	33.2
PB	31.9	25.4	19.0	13.2	9.8
EV/EBITDA	123.7	83.7	52.9	32.9	27.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

孙 炜 医药行业首席分析师

复旦大学金融学硕士，4年卖方研究经验，3年医疗咨询和PE投资经历。2020年2月加入招商证券，曾先后在国金证券、CBC Group担任分析师。

李点典 医药生物行业分析师

香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。