

强烈推荐-A (首次)

天坛生物 600161.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 39.4 元
2017年03月24日

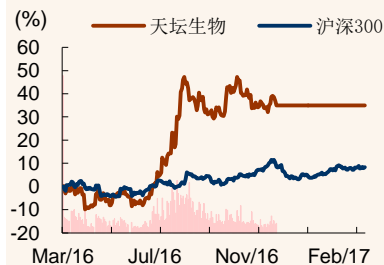
疫苗业务剥离，央企优势被低估

基础数据

上证综指	3249
总股本(万股)	51547
已上市流通股(万股)	51547
总市值(亿元)	203
流通市值(亿元)	203
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	7.2
资产负债率	59.4%
主要股东	中国生物技术股份有
主要股东持股比例	53.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		1	31
相对表现		-5	24



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理

李点典

li diandian@cmschina.com.cn

天坛生物今日复牌，已完成剥离疫苗业务，预计4季度启动注入集团血制品业务。我们看好血制品国家队的政府资源优势，未来5年采浆量有望翻番，吨浆净利润也有望持续提升，目前吨浆市值低于华兰生物和博雅生物，给予强烈推荐-A评级。

- 事件: 天坛生物今日复牌，停牌期间，公司主要完成3件事情: 1、以18亿元向大股东中生股份剥离亏损的疫苗业务。14亿元出售北研所100%股权，4亿元出售长春祈健51%股权; 2、以3.6亿元向大股东中生股份收购血制品企业贵州中泰80%股权; 3、大股东中生股份无偿划转3.67%的股份给国新控股。
- 我们预期公司重组的进度: 去年2月中生股份承诺注入集团血制品资产并剥离亏损的疫苗业务; 今年1季度已经完成疫苗的剥离。上海所、兰州所、武汉所的血制品业务已经完成资产分拆、血制品公司注册、三证分离(生产许可证、GMP认证、生产文号)，但是，土地和房产的分离较慢，三大所的血制品和疫苗业务过去共用一张土地证，需要去国土局进行备案分拆。另外，分拆完成之后，还需正常运营一段时间再注入上市公司。我们估计今年4季度有望启动血制品业务的注入，明年3月之前将完成重组。我们估计重组完成之后，天坛生物持有成都蓉生(血制品平台)的比例由90%下降至65~70%。
- 看好血制品国家队的政府资源优势，未来5年采浆量有望翻番。中生股份旗下血制品公司去年采浆量1100多吨，计划未来5年内生增长至2400吨，再并购600吨，市场认为很难做到，但我们认为，央企的政府资源优势远远强于民营企业，在血制品板块整合之后，国药集团牵头去各省谈判新建浆站，一定比民营企业自己运作更有效果，预计未来5年每年有望新建5个浆站(去年中生股份新建浆站3个)。另外，当前45个浆站(不包括3个新浆站)贡献1100多吨，平均采浆量24吨，仍有较大提升空间。
- 吨浆净利润将逐年提升。我们估计成都蓉生去年吨浆净利润69万元，今年下半年有望获批八因子批文，明年将提升到85万元。重组之后，天坛生物的血制品批文将非常齐全，虽然过去三大所的吨浆净利润较低，但是，我们估计公司未来有望获批集团内血浆调拨，生产工艺将优化，而且重组之后效率也有望提升，整体吨浆净利润有望达80万元以上。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1827	1618	2000	1420	2850
同比增长	-1%	-11%	24%	-29%	101%
营业利润(百万元)	285	182	300	534	870
同比增长	-47%	-36%	65%	78%	63%
净利润(百万元)	128	10	256	449	536
同比增长	-65%	-92%	2464%	75%	19%
每股收益(元)	0.30	0.02	0.50	0.87	1.04
PE	129.5	2035.0	79.4	45.2	37.9
PB	8.6	10.5	9.5	8.0	6.8

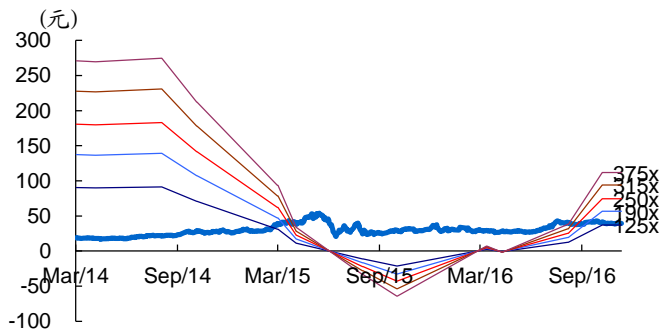
资料来源: 公司数据、招商证券

此次重组，并不仅仅是为了解决同业竞争，更重要的是寻求发展。过去在中生股份几个所，血制品业务地位弱于疫苗，但是重组完成之后，血制品业务整合并上市，地位大大提升，表明了集团发展血制品的决心。以成都蓉生作为血制品平台，更是为了将来内部血浆调拨方便。另外，我们认为管理层激励问题将来有望解决。国药集团是央企的国企改革试点，港股上市的国药控股已经进行股权激励，A 股的四家企业已经完成或即将完成重组，进行管理层激励的可能性都较大。当然，我们判断，即使天坛生物进行管理层激励，也将是在明年重组完成之后。

首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。预计 2016~2018 年 EPS 0.50/0.87/1.04 元，由于血制品业务明年 1 季度才注入上市公司，因此 2018 年业绩才较为反映真实业绩；我们认为当前情况下，适合按每吨浆的市值给予公司估值。按 2016 年中生股份采浆量 1100 吨，如果重组后天坛生物持有成都蓉生 65% 股权，可以计算天坛生物当前每吨浆对应市值 2800 万元，低于华兰生物的 3300 万元和博雅生物的 5300 万元（博雅非血制品业务按 30 倍估值算）。当然，我们更看好的是天坛生物重组后，投浆量持续增长，经营效率提升空间大，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

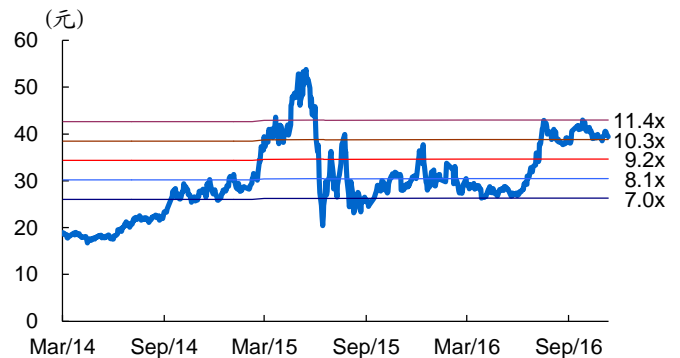
风险提示：重组进度低于预期；新批浆站低于预期；浆站违规风险。

图 1：天坛生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：天坛生物历史 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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2080	1758	1611	1193	3278
现金	953	564	170	681	2298
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	48	62	76	54	109
应收款项	218	150	163	116	233
其它应收款	25	18	23	16	32
存货	814	944	1144	303	557
其他	20	20	35	23	49
非流动资产	3936	3874	3652	3448	3260
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2235	2611	2410	2224	2053
无形资产	198	192	173	156	140
其他	1503	1071	1069	1068	1068
资产总计	6015	5632	5263	4641	6538
流动负债	2551	1423	1830	770	905
短期借款	208	330	839	0	0
应付账款	43	46	56	34	77
预收账款	102	178	218	61	70
其他	2198	869	717	676	757
长期负债	1247	1973	973	973	1973
长期借款	1044	1780	780	780	1780
其他	202	193	193	193	193
负债合计	3798	3396	2803	1743	2878
股本	515	515	515	515	515
资本公积金	161	152	152	152	152
留存收益	1264	1274	1470	1858	2332
少数股东权益	277	295	323	373	662
归属于母公司所有者权益	1941	1942	2138	2525	2999
负债及权益合计	6015	5632	5264	4641	6538

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	478	473	442	1444	743
净利润	128	10	256	449	536
折旧摊销	112	196	223	205	189
财务费用	128	124	114	33	65
投资收益	(2)	0	0	0	0
营运资金变动	0	32	(182)	722	(352)
其它	111	111	31	35	305
投资活动现金流	(462)	(300)	0	0	0
资本支出	(464)	(301)	0	0	0
其他投资	2	0	0	0	0
筹资活动现金流	271	(568)	(835)	(933)	873
借款变动	336	(398)	(662)	(839)	1000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(3)	(9)	0	0	0
股利分配	0	(39)	(60)	(62)	(62)
其他	(61)	(121)	(114)	(33)	(65)
现金净增加额	288	(394)	(394)	511	1616

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1827	1618	2000	1420	2850
营业成本	773	832	1016	611	1405
营业税金及附加	12	9	11	8	15
营业费用	147	91	112	21	57
管理费用	433	321	397	199	427
财务费用	115	111	114	33	65
资产减值损失	63	72	50	15	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	285	182	300	534	870
营业外收入	20	25	25	29	35
营业外支出	2	9	9	9	9
利润总额	304	198	316	554	896
所得税	77	82	32	55	72
净利润	226	116	284	499	824
少数股东损益	98	106	28	50	289
归属于母公司净利润	128	10	256	449	536
EPS (元)	0.30	0.02	0.50	0.87	1.04

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-1%	-11%	24%	-29%	101%
营业利润	-47%	-36%	65%	78%	63%
净利润	-65%	-92%	2464%	75%	19%
获利能力					
毛利率	57.7%	48.6%	49.2%	57.0%	50.7%
净利率	7.0%	0.6%	12.8%	31.6%	18.8%
ROE	6.6%	0.5%	12.0%	17.8%	17.9%
ROIC	6.2%	3.8%	9.1%	13.9%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	63.1%	60.3%	53.2%	37.6%	44.0%
净负债比率	43.5%	40.5%	30.7%	16.8%	27.2%
流动比率	0.8	1.2	0.9	1.5	3.6
速动比率	0.5	0.6	0.3	1.2	3.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
存货周转率	0.9	0.9	1.0	0.8	3.3
应收帐款周转率	6.8	8.8	12.8	10.2	16.3
应付帐款周转率	15.3	18.7	20.0	13.6	25.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.02	0.50	0.87	1.04
每股经营现金	1.13	0.92	0.86	2.80	1.44
每股净资产	4.60	3.77	4.15	4.90	5.82
每股股利	0.09	0.12	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	129.5	2035.0	79.4	45.2	37.9
PB	8.6	10.5	9.5	8.0	6.8
EV/EBITDA	45.2	47.4	35.8	29.5	20.3

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。

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。