

强烈推荐-A (维持)

天坛生物 600161.SH

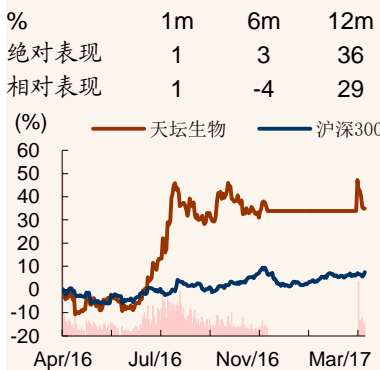
目标估值: N.A.
当前股价: 39.74 元
2017年04月05日

采浆量和吨浆效益将持续提升, 低估的央企龙头

基础数据

上证综指	3270
总股本(万股)	51547
已上市流通股(万股)	51547
总市值(亿元)	205
流通市值(亿元)	205
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《天坛生物(600161)一疫苗业务剥离, 央企优势被低估》
2017-03-24

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理

李点典

lidiandian@cmschina.com.cn

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, 目前吨浆市值低于其他血制品上市公司, 维持强烈推荐-A评级。

- 天坛生物将来完成重组之后, 作为中生集团的血制品平台, 将在3个方面提升效益, 实现快速发展: 采浆量的持续增长; 技术和品种研发; 销售和市场。
- 中生集团采浆量2020年目标翻番至2400吨, 并不难做到。一方面, 中生集团在5个省都有生产基地, 地方政府批浆站首先会支持本地企业; 而且国药集团是最大医药央企, 政府关系强, 过去与各省签订经济框架协议, 就已经纳入新建浆站; 另一方面, 中生集团目前48个浆站平均采浆量26吨, 还有很大提升空间, 重组完成之后, 浆站也会考虑加强激励, 解决交通问题, 提升采浆量。另外, 八因子今年有望获批, 集团内部血浆调拨和技术共享也正在进行的, 公司的吨浆净利润将持续上升。
- 白蛋白无需担心降价。一方面, 白蛋白在大城市三甲医院饱和, 但是二三线城市和社区, 仍然有拿不到货的情况。如果企业把握好市场需求, 铺好市场渠道, 就不需要担心白蛋白价格受到影响。另一方面, 两票制实施、冷链管理加强, 导致白蛋白在院外市场减少, 基本都进入了医院渠道。而医院要通过招标进入, 各个企业一般不会轻易降价, 一旦某个省的招标价格下降, 会带动周边省份价格都下降。
- 资产注入可能采用收益法评估。预计今年4季度将启动三大所的血制品注入, 有可能会采用收益法评估。由于三大所的吨浆净利润远低于成都蓉生, 因此收益法评估将有利于上市公司股东。
- 维持“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, 是血制品上市公司中最低的, 与公司将来的龙头地位不符。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, 维持“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。

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	130.6	2052.6	80.0	45.6	38.2
PB	8.6	10.6	9.6	8.1	6.8

资料来源: 公司数据、招商证券

天坛生物将来完成重组之后，作为中生集团的血制品平台，将在 3 个方面提升效益，实现快速发展：

第一方面是采浆量的持续增长；

第二方面是技术和品种研发；

第三个方面是销售和市场。

一、未来的采浆量巨头

中生集团“十三五”末采浆量规划目标 2400 吨，这个采浆量目标是有明确的计划，对应落实到 5 个血制品公司，然后落实到每个主管部门，落实到每个浆站每年的采浆量目标，这一规划目标实际上不难完成，2016 年已经采浆 1170 多吨，复合增长率 15% 就能达到，公司实际的目标是瞄准 3000 吨。

采浆量的提升主要来自两个方面：

1、新建浆站。中生集团有 5 个生产基地，分布在 5 个省，新建浆站的优势强于其他企业。

一方面，新批浆站一般都是支持本省企业；比如贵州中泰 2008 年从河南搬到贵州时，是获得贵州政府支持批新浆站的，但是赶上 2011 年贵州浆站关停，就一直停留在 2 个浆站。现在贵州的政策有所松动，不过即使松动，也是支持地方企业，即贵州泰邦和贵州中泰。

另一方面，国药集团是最大的医药央企，有较好的政府背景关系。过去国药集团与多个省份签订了经济框架协议，协议中也包含了新建浆站的条文。福建去年给上海所批准的上杭浆站，即是一例。

2、现有浆站采浆量的提升。中生集团有 48 个浆站（其中 3 个新浆站），平均采浆量 26 吨，这一数值较低，未来如果提高到成都蓉生的平均采浆量 37 吨，都有将近 50% 的提升空间。中生集团旗下很多浆站采浆量比较低，主要原因是采浆区域比较大，但浆站位置比较偏，交通不方便。完成重组之后，浆站也会考虑如何做激励，如何解决交通问题，提升采浆量。

中国血浆的市场需求量到底在多少？2015 年以前，大多数人认为需求在 11000~12000 吨，2015~2016 年认为是 12000~14000 吨。现在来看，血浆的需求量也处于发展之中，最好还是分产品，比较每个产品在国内国外的人均用量差别。**免疫球蛋白、因子类，国外的人均用量都是国内的 5~10 倍以上。**因此只要国内的市场需求发展起来，那么免疫球蛋白和因子类产品的销售都不是问题。而且，2~3 年之后，血液制品还将“往外看”，可以出口给其他国家。

中生集团内部技术共享和血浆调拨，提升吨浆利润。1、中生集团已经在申请集团内血浆调拨，血制品业务完成整合之后，更有利于调拨批准。八因子调拨问题不大，其他产品也只需要解决安全问题，就有望批准调拨；2、并不是一定要依赖血浆调拨，如果是解决产品质量、产品收率方面的问题，是不需要靠调浆来解决的。例如白蛋白这个品种的收率，集团内部最高的能达到 2800 瓶，最低的 2600 瓶，可以让高收率企业技术共享出来。

二、品种开发分三步走，新产品丰富

中生集团旗下4个血制品公司，每个公司都有自己在产品上的特长和短板。因此，整合之后的第一件事就是用每一个血制品的公司的长板去弥补其他公司的短板，大大提升吨浆效益。

新产品开发上，可以把资金和人才资源协调起来。过去4家公司有4个团队，都开发同一个产品，现在可以整合成一个团队。

品种开发将分为三步：

1、技术工艺提升。例如第四代静丙，去年已经拿到临床批件，是国内第一家，相对国内厂家普遍使用的第三代技术，不仅效价大幅提升，而且收率也将提升30%；还有正在做研发的一些特免（如CMV巨细胞免疫球蛋白），市场空间很大。

2、提升现有血浆综合利用率的产品：如八因子、纤原、PCC等品种，这些品种还有发展空间，获批能够提升吨浆效益。成都蓉生过去的八因子批文是旧技术，难以生产，新的八因子去年已经完成临床，今年有望拿到批文，预计收率能够超过国外水平。

3、重组血制品。血浆提取的血液制品（主要是因子类产品），很难解决原料问题，也就难以满足市场需求，因此重组制品将是重要的发展方向，未来5~10年，发展速度会快于血浆提取的。公司已经进行的开发有：重组八因子（自己开发，仿制国外企业）和重组七因子（3年前购买的技术，很快将进入申报临床阶段）等，预计都将在未来5年陆续获批。

三、重视销售，布局市场

过去由于血制品供不应求，生产出来很快就卖出去，因此血制品企业普遍不重视销售，销售费用支出非常少。

不过，由于行业采浆量的较快发展，被动销售已经渐渐不合行业趋势，现在血制品龙头企业都已经开始准备进行深度销售。

白蛋白和静丙的销售方式完全不一样。

白蛋白的销售主要是渠道建设。白蛋白是非常老的品种，临床医生和老百姓的公共认知度最高，又是唯一可以进口的血制品。白蛋白是不需要做学术推广的，即使外企，学术推广也不多。**白蛋白的主要问题是渠道：**白蛋白的供应现在主要集中在大城市的三甲医院，这些地方供应已经不紧张；而二线城市、三线城市、社区，很多医生也已经掌握白蛋白的使用，但却拿不到产品。因此，白蛋白的销售，就是深度营销，让二三线城市都能使用上白蛋白。

静丙的销售主要是学术推广。静丙则是推广的问题。静丙（包括一些特免）的很多适应症，必须要去特定医院和大医院治疗。静丙不仅临床获批的适应症多，而且在国际上超适应症使用也非常多，国内很多医生并不知道静丙的用途。因此静丙的真正客户是临床医生和专家，需要去大医院教育医生。

四、白蛋白无需担心降价

白蛋白目前出厂价 360~380 元左右,终端价 400~420 元左右。由于进口白蛋白的存在,市场一直担心白蛋白降价。

但是白蛋白价格不会有太大变化:

一方面,如前所述,白蛋白在大城市三甲医院饱和,但是二三线城市和社区,仍然有拿不到货的情况。如果企业把握好市场需求,铺好市场渠道,就不需要担心白蛋白价格受到影响。

另一方面,两票制实施、冷链管理加强,导致白蛋白在院外市场减少,基本都进入了医院渠道。而医院是要通过招标进入的,各个企业一般不会轻易降价,一旦某个省的招标价格下降,会带动周边省份价格都下降。

今后白蛋白可能销售费用会增加一些(需要进入二三线城市渠道),但价格不会有太大变化。

五、血制品三大所资产注入会按收益法进行评估

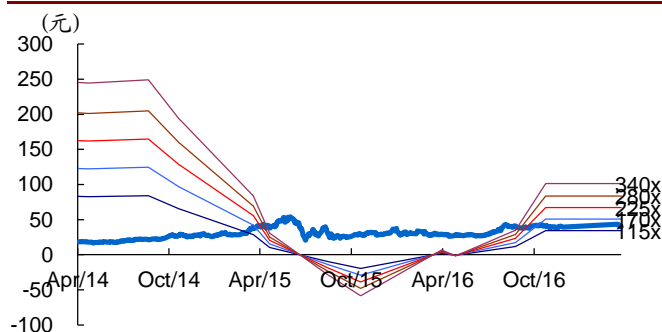
天坛生物重组,已经完成了疫苗业务剥离和贵州中泰的注入,而三大所(武汉所、上海所、兰州所)血制品业务的注入,预计将于第 4 季度启动。

贵州中泰 30 吨浆,成都蓉生以 3.6 亿元收购 80% 股权,相当于作价 4 亿元,收购贵州中泰主要是看中两点: 1、公司管理团队优秀,经营效率高,每年 30 吨浆就能够盈亏平衡,表明公司管理水平高,成本控制好; 2、地处贵州,有血制品牌照,能够解决未来血浆资源的问题。

市场可能觉得贵州中泰作价高,但其能作价 4 亿元的主要原因是贵州中泰规模比较小,它的价值里面,牌照价值远远大于经营价值。将来注入三大所时,牌照价值肯定会先排除,现在估计是会按收益法进行评估。

由于三大所的吨浆收益远远低于成都蓉生,因此,按收益法将对天坛生物的股东非常有利。

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	130.6	2052.6	80.0	45.6	38.2
PB	8.6	10.6	9.6	8.1	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。