

浆站拓展能力强, 重组迎来市值重估

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 控股子公司成都蓉生获批在四川省宜宾县设置单采浆站。
- **重组塑造行业龙头, 浆站持续拓展能力强。** 控股股东中生股份承诺将旗下所有的血制品业务注入公司, 公司将成为中生股份唯一的血制品平台。从采浆资源来看, 中生股份拥有 45 个浆站, 2016 年采浆量 1171 吨, 在全国排名第一位。从浆站拓展能力来看, 中生股份 2015 和 2016 年分别获批 3 个和 4 个浆站。考虑到中生股份的浆站覆盖全国 10 多个省份, 且实际控制人国药集团为央企平台, 旗下拥有丰富的医药资产, 未来具有持续的浆站拓展能力。此次成都蓉生在四川获批宜宾浆站, 宜宾县总人口超过 100 万, 具有较大的采浆潜力。成都蓉生在 2016 年拥有 19 个浆站(其中 4 个浆站为新/次新浆站), 采浆量为 683 吨, 平均单个浆站的采浆量为 36 吨, 估计单个浆站峰值采浆量不低于 40 吨。新批的宜宾浆站经过 3 年左右的运营也有望为公司贡献不少于 40 吨采浆量。
- **一季度血制品业绩超预期, 成都蓉生经营管理能力持续提升。** 公司预告一季度业绩扭亏为盈实现归母净利润 9958 万元, 其中血制品(成都蓉生 90% 股权)实现收入 3.5 亿(+26%)和归属于上市公司股东净利润 1.3 亿(+56%)。血制品业务的净利润超出市场预期, 我们认为主要原因可能在于成都蓉生深度挖潜, 一方面提高血制品产品的收率, 另一方面严格控制费用, 使得血制品业务的净利率持续提高达到了 40%, 而 2015-2016 年的净利率分别是 27% 和 34%, 可见成都蓉生在血制品运营管理方面的能力极强。中生股份旗下的其他血制品业务注入后, 成都蓉生有望通过技术和管理输出从而提高其他血制品业务的盈利能力, 从而增厚公司利润。
- **重组增厚权益血浆, 市值存在提升空间。** 三大所的血制品业务全部以作价入股成都蓉生的方式注入, 我们测算重组完成后上市公司对中生股份血制品业务的权益比例在 70% 左右, 对应 2016 年权益采浆量为 820 吨。当前市值仅 203 亿, 考虑到此次出售疫苗业务回收约 18 亿现金, 对应 2016 年吨浆市值仅 2300 万, 远低于博雅生物和华兰生物的吨浆市值 6700 万和 3400 万, 市值被明显低估。参照可比公司我们认为应该给予天坛生物吨浆市值 3000 万, 血制品业务合理市值为 245 亿, 再加上 18 亿现金, 合理市值为 263 亿, 对应股价为 51.07 元。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑三大所的血制品业务注入, 仅考虑此次重组完成后上市公司体内的成都蓉生和贵州中泰。估计 2017 年上市公司体内的血制品业务净利润为 5.3 亿, 扣除 18 亿现金后 PE 仅 37 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 重组进度或低于预期的风险; 业务整合或低于预期的风险。

天坛生物血制品备考归母净利润预测

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10.12	13.05	16.31	19.58
增长率	5%	29%	25%	20%
归属母公司净利润(百万元)	2.42	4.04	5.29	6.34
增长率	19%	67%	31%	20%
PE	81	49	37	31

数据来源: Wind, 西南证券(注: 上表中的收入和净利润仅考虑成都蓉生和中泰生物, 将疫苗业务剔除掉了以反映血制品业务的实际增长率)

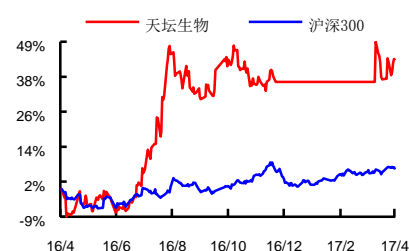
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.15
流通A股(亿股)	5.15
52周内股价区间(元)	26.27-43.34
总市值(亿元)	214.02
总资产(亿元)	58.23
每股净资产(元)	4.12

相关研究

1. 天坛生物(600161): 资产重组持续推进, 血制品有望在四季度注入 (2017-03-24)
2. 天坛生物(600161): 业绩持续高增长, 新产品获得注册受理 (2016-11-01)
3. 天坛生物(600161): 疫苗拖累业务, 血制品量价齐升 (2016-08-30)
4. 天坛生物(600161): 量价齐升业绩高速增长, 重组铸造血制品龙头 (2016-08-09)

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn