

2017年04月17日

天坛生物 (600161.SH)

重大资产重组有序推进, 公司有望迎来经营拐点具有巨大预期差

■重大资产重组正稳步推进, 经营管理机制逐步理顺公司有望迎来业绩拐点。根据公司公告, 公司已经完成资产重组的第一步, 剥离了拖累业绩的疫苗业务并注入贵州中泰 80% 股权。按照公司承诺, 我们预计资产重组第二步即三大所血制品资产注入成都蓉生有望在明年一季度完成。在国药系整体混改和激励理顺的背景下, 公司作为国药系的生物药平台, 有望逐步理顺经营激励机制, 随着采浆量保持高复合增速以及吨浆利润的稳步提升, 公司有望迎来经营拐点。

■继续看好血制品行业, 公司是血制品行业持续增长的公司, 弹性较大。随着多个血制品自 2016 年年初以来陆续完成提价, 我们预计, 虽然后续静丙、凝血因子 VIII 等品种后续还有望持续提价的空间, 但是, 与此前 PCC 等多个品种大幅提价相比, 未来, 驱动血制品行业和公司业绩增长的驱动力将更多依赖投浆量的增长和品种丰富带来的吨浆利润的提升, 从这两个驱动力因素来讲, 我们判断, 天坛生物是整个血制品行业中弹性最大的公司。采浆量方面, 按照公司的十三五计划内生采浆量至 2020 年有望达到 2400 吨左右, 若考虑外延预期未来几年公司的采浆量有望实现 25%+ 的复合增速。吨浆利润方面, 目前成都蓉生的吨浆利润仅 72 万左右, 未来通过集团内部技术共享、生产批文增加 (八因子进入优先评审名单, 预计年底上市) 以及经营激励机制的理顺等方式, 仍具有较大的提升空间。

■公司具有显著估值优势, 吨浆市值和 PE 等多个指标领先全行业。暂不考虑集团内部血浆组分调拨预期, 我们预计公司 2017-18 年备考净利润分别为 6.60 亿元、8.51 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 32X、25X, 在血制品企业中具有显著的估值优势和安全边际, 尤其在公司未来几年的采浆量保持高复合增长以及吨浆利润仍有稳步提升空间的预期下。从吨浆市值的角度, 相较于上海莱士 10090 万元、博雅生物 6800 万元, 公司的吨浆市值仅 2350 万元, 明显处于被低估的状态。站在当前时点, 无论是公司的估值还是公司的吨浆市值都明显被低估, 都具有较大的提升空间。

■投资建议: 给予买入-A 投资评级。我们预计公司 2016-18 年收入分别为 20.85 亿元、28.33 亿元、35.41 亿元, 暂不考虑集团内部血浆组分调拨预期, 2017-2018 年备考净利润分别为 6.60 亿元、8.51 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 32X、25X, 具有显著的估值优势和安全边

公司深度分析

证券研究报告

生物医药

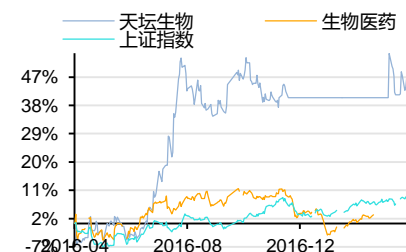
投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价: **60 元**
股价 (2017-04-17) **43.37 元**

交易数据

总市值 (百万元)	22,355.80
流通市值 (百万元)	22,355.80
总股本 (百万股)	515.47
流通股本 (百万股)	515.47
12 个月价格区间	26.27/43.37 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.51	6.25	38.49
绝对收益	10.08	10.08	43.17

周小刚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040001
zhouxg@essence.com.cn

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn
010-83321076

相关报告

天坛生物: 中报业绩亮眼, 高纯静丙价值存在预期差	2016-08-31
天坛生物: 王者归来, 价值重估	2016-08-02
天坛生物: 血制品龙头王者归来	2016-03-17

际。我们预计第二步资产重组将在明年一季度完成，届时公司将成为中生股份旗下唯一的血制品平台，经营激励机制将逐步改善。随着采浆量保持高复合增速以及吨浆利润的稳步提升，公司有望迎来经营拐点。维持买入-A 的投资评级。

■风险提示：行政审批事项较多，有可能导致重组方案的实施慢于预期；流通股东对方案对价不满意，致使重组方案进程受阻。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,826.6	1,618.0	2,085.0	2,833.0	3,541.0
净利润	128.4	10.0	253.0	659.5	850.7
每股收益(元)	0.25	0.02	0.49	1.28	1.65
每股净资产(元)	3.77	3.77	4.28	5.56	7.21
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	166.7	2,145.1	84.6	32.5	25.2
市净率(倍)	11.0	11.0	9.7	7.5	5.8
净利润率	7.0%	0.6%	12.1%	23.3%	24.0%
净资产收益率	10.2%	5.2%	13.9%	28.0%	26.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	8.7%	4.8%	11.0%	410.3%	495.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1.投资逻辑	5
1.1.公司重组正在顺利推进，管理和机制逐步改善有望迎来公司经营拐点.....	5
1.2.继续看好血制品行业，公司是血制品行业持续增长和弹性最大的公司.....	5
1.3.公司具有显著估值优势和安全边际，吨浆市值和 PE 等多个指标领先全行业.....	5
2.公司重组进展符合市场预期	6
2.1.解决与大股东同业竞争问题是公司当前的迫切需求.....	6
2.2.打造中生旗下唯一的血制品平台，理顺长期发展思路.....	6
2.2.1. 2016 年，重组工作快速推进，进度符合预期.....	6
2.2.2.疫苗剥离正式落地，甩开负累，轻装上阵.....	7
2.2.3.率先收购贵州中泰，助力提升当期收益.....	7
2.2.4.中生三所血制品资产分拆进展顺利.....	7
2.3.按照重组方案当前落实进度的盈利预测.....	8
2.4.重组第二步完成后的备考盈利预测.....	11
2.4.1.不考虑组分调拨的盈利预测.....	12
2.4.2.考虑组分调拨的盈利预测.....	12
3.国药集团混改拉开序幕，公司有望理顺激励机制、提升经营效率	14
3.1.国药集团旗下多个公司陆续启动混改.....	14
3.2.公司有望理顺管理层激励机制，提升经营效率.....	15
3.3.重组后血制品业务战略地位提升，三大所盈利水平有望改善.....	16
4.公司作为唯一的血液制品“国家队”，有望享受政策倾斜的红利	16
4.1.血制品行业严重依赖政策导向.....	16
4.2.凭借“国家队”身份，公司有望获得更多政策倾斜.....	16
4.2.1.上海所取得福建省首个采浆许可证.....	16
4.2.2.中生三所三证转移速度超预期.....	17
4.2.3.成都蓉生八因子纳入优先评审名单，预计年内上市显著提升吨浆利润.....	17
4.3.凭借央企身份，有望继续享受政策倾斜的红利.....	17
5.公司理应享受超越行业平均水平的估值	17
5.1.行业龙头地位雏形初现.....	17
5.2.低水平的单站采浆量和吨浆利润将是创造业绩弹性的核心动力.....	18
5.3.高纯静丙获临床批件，打开未来想象空间.....	18
上图是国内主要制品的工艺路线图，我们看到静丙主要是从组分 II + III 沉淀中分离出来的，我们可以简单比较一下，层析法与传统 Cohn 法的差别。.....	19
6.国内血制品行业发展趋势前瞻	20
6.1.短期趋势，浆量稳步上升，产品从供不应求到“品牌力”的竞争.....	20
6.2.中期趋势，是金子总会发光-静丙的价值终将凸显.....	20
6.3.长期趋势，供需平衡+并购整合+寡头垄断+产品出口.....	20
7.盈利预测与投资评级	21
7.1.重要假设.....	21
7.2.盈利预测与投资评级.....	21
8.风险提示	21

图表目录

图 1: 公司资产重组示意图	8
图 2: 成都蓉生业绩情况	9
图 3: 贵州中泰股权结构	10
图 4: 贵州中泰业绩情况	10
图 5: 中生集团 2011-2015 采浆量 (吨)	12
图 6: 国药集团股权结构以及旗下业务平台	15
图 7: 各子公司在研产品线	18
图 8: 国内主要制品的生产工艺流程图	19
表 1: 公司资产重组进度	6
表 2: 血制品行业一级市场交易案例	7
表 3: 成都蓉生下属单采血浆站情况	8
表 4: 吨浆利润同业对比	9
表 5: 中生集团旗下血制品资产文号一览	11
表 6: 中生三所、贵州中泰下属单采血浆站情况	11
表 7: 重组完成后备考盈利预测 (无组分调拨预期)	12
表 8: 中生旗下五大血制品公司批签发量 (万人份)	13
表 9: 重组完成后各血制品公司吨浆市值对比	13
表 10: 重组完成后备考盈利预测 (包含集团内组分调拨预期)	13
表 11: 蓉生药业采浆效率显著高于集团其他企业, 与行业其他龙头不遑多让	15
表 12: 影响血制品行业的重大政策	16
表 13: 第十五批优先评审名单	17
表 14: 天坛生物重组后同业对比	17
表 15: 表: 层析法与传统 Cohn 法静丙生产工艺差别	19
表 16: 可比估值表	21

1. 投资逻辑

1.1. 公司重组正在顺利推进，管理和机制逐步改善有望迎来公司经营拐点

公司作为央企，此前机制一直不佳，不仅与大股东的同业竞争问题没有解决，且不够市场化，巨额投资北京亦庄的疫苗基地由于巨大折旧额及疫苗盈利能力低严重拖累公司业绩，而盈利能力强的血制品却未得到公司重视，此前吨浆利润严重低于同行。

但是，上述情况正在积极变化，公司资产重组正在顺利推进，拖累公司业绩的疫苗资产已经完全剥离，集团血制品资产（三大所）也将于明年2月之前注入上市公司的子公司成都蓉生，随着疫苗资产的剥离，公司已经成为最纯粹的血制品企业，血制品业务将上升到公司前所未有的高度。同时，在国药系整体混改和激励理顺的背景下，公司作为国药系的生物药平台，也有望在治理与激励机制方面不断改善和理顺。

我们看到，公司不断获批新浆站，采浆量不断增长，吨浆利润持续提升，同时，公司即将获得凝血VIII因子、PCC等多个新产品批文，未来吨浆利润还将持续提升，公司是一个处于持续积极变化的公司。从投资角度讲，变化越大的公司，预期差也越大。

1.2. 继续看好血制品行业，公司是血制品行业持续增长和弹性最大的公司

血制品行业是我们安信医药2016年年初最早于市场发掘的子行业，我们于全行业率先提出血制品迎来“量价齐升”的重大拐点机会，于市场底部发掘了博雅生物、华兰生物、天坛生物、中国医药等个股，并在多次股价调整时坚定不移推荐。

在目前新医改和药品降价背景下，血制品行业仍然是未来几年增长确定性最强的子行业，仍然有望取得显著超额收益。

随着多个血制品自2016年年初以来陆续完成提价，我们预计，虽然后续静丙、凝血因子VIII等品种后续还有望持续提价，但是，与此前PCC等多个品种大幅提价相比，未来，驱动血制品行业和公司业绩增长的驱动力将更多依赖投浆量的增长和品种丰富带来的吨浆利润的提升，从这两个驱动力因素来讲，我们判断，天坛生物是整个血制品行业中弹性最大的公司。

首先，从浆站数量角度讲，公司重组完成后将拥有49个浆站，从目前采浆量看，未来3年至少有望保持25%以上采浆量的增长，且更多增量来自现有浆站采浆量的提升，相比新获批浆站更具确定性。同时，公司在近两年也有多个新浆站陆续获批，且公司拥有成都蓉生、贵州中泰及三个所共5个血制品公司牌照，浆站分布区域最广，有利于进一步获批新浆站。

其次，从新产品获批提升吨浆利润的角度讲，成都蓉生目前主要依靠白蛋白和静丙，相比博雅生物、华兰生物等公司齐全的产品线，产品较少，但这正是公司未来吨浆利润快速提升的空间所在，且公司的情况比较特殊，公司并非完全不具备其他产品批文，而是由于原有产品技术较老，公司按照欧美标准对多个血制品进行了技术升级，升级后的产品收率将远超国内同行。目前，公司采用新技术生产的凝血VIII因子已于4月13日进入第十五批优先评审名单，我们预计今年年底前有望上市，公司后续还有多个品种也将以类似方式上市，未来公司的吨浆利润有望持续提升。

1.3. 公司具有显著估值优势和安全边际，吨浆市值和PE等多个指标领先全行业

暂不考虑集团内部血浆组分调拨预期，我们预计公司2017-18年备考净利润分别为6.60亿元、8.51亿元，对应当前公司220亿元市值的PE分别为32X、25X，在血制品企业中公司的估值具有明显的优势，尤其在公司未来几年的吨浆利润仍有稳步提升空间与采浆量保持25%+复合增长的预期下，具有显著的估值优势和安全边际。

从吨浆市值的角度，相较于上海莱士 10090 万元、博雅生物 6800 万元，公司的吨浆市值仅 2350 万元，虽然与 ST 生化的吨浆市值较为接近但考虑到 ST 生化较低的盈利能力，公司的吨浆市值明显处于被低估的状态。随着重组完成后，集团内部可通过技术共享、批文增加（如八因子年底上市）、理顺经营激励机制等方式逐步提高吨浆利润，同时按照公司的十三五计划未来采浆量将维持 25% 左右的复合增速，因此站在当前时点，无论是公司的估值还是公司的吨浆市值都明显被低估，都具有较大的提升空间。

2. 公司重组进展符合市场预期

2.1. 解决与大股东同业竞争问题是公司当前的迫切需求

天坛生物脱胎于北京生物制品研究所，北京所历史上与其他 5 家生物制品研究所的业务结构类同，是国家按照六大行政区划规划布局的 6 个生物制品产学研机构，所以公司作为中生股份旗下的唯一一家上市公司平台，与中生股份体内其他企业的业务构成同业竞争，这是历史原因造成的。中生股份一直以来试图解决同业竞争问题，也曾于 2007 年、2013 年探讨过整体上市的方案，同时在科研规划、生产调整、品种布局方面内部一直有规避同业竞争的考虑，但是由于体制、机制、经营情况等种种原因，整体上市的考虑始终未能成行。同时集团内部战略规划中，人用疫苗、血制品、兽用疫苗、治疗制品等业务，板块化、专业化运营的需求也日益凸显，就上市公司而言选择疫苗与血制品两者之一作为主业，成为迫切考虑。

2.2. 打造中生旗下唯一的血制品平台，理顺长期发展思路

2.2.1. 2016 年，重组工作快速推进，进度符合预期

2016 年 2 月，中生股份提出最终同业竞争解决方案，并经由股东大会审议通过：拟用中生股份下属经营血制品业务的资产作价入股天坛子公司成都蓉生（上市公司层面不会增发新股），并把天坛旗下疫苗资产的控制权转移给中生股份，从而将公司打造成中生旗下唯一的血制品平台。中生股份对公司的发展定位逐渐清晰。7 月，公司成立全新子公司“北生研”，承载天坛本部疫苗资产，标志着公司重组正式拉开帷幕。11 月，北生研在完成工商登记的基础上，取得了与生产经营有关的主要证照，以超预期的进度实现了三证转移（药品生产许可证、GMP 证书、产品注册文号）。

表 1：公司资产重组进度

时间	公司资产重组进度
2009.07	公司定向增发并募集配套资金收购成都蓉生 90% 股权，开始涉足血制品业务。
2011.03	公司承诺 5 年内解决控股股东中生股份与天坛生物的同业竞争问题。
2016.03	公司股东大会审议通过了大股东推出的承诺方案：拟用中生股份下属经营血制品业务的资产作价入股天坛子公司成都蓉生，并把天坛旗下疫苗资产的控制权转移给中生股份，从而将公司打造成中生旗下唯一的血制品平台。同时，解除同业竞争的承诺延期至 2018 年 3 月 15 日。
2016.07	公司成立全新子公司“北京北生研生物制品有限公司”，拟承载本部疫苗资产，为疫苗资产的剥离奠定基础，标志着公司重组正式拉开帷幕。拟出资产评估价值为 43.32 亿元，净资产 12.16 亿元。
2016.08	北京北生研生物制品有限公司完成了工商注册登记手续。
2016.09	根据中生集团公告，上海、兰州、武汉三所各自旗下的血液制品公司分别成立。
2016.11	全资子公司北生研已经在完成工商登记的基础上，取得了与生产经营有关的主要证照，具体包括：（1）获得了《药品生产许可证》；（2）完成了相关生产车间的 GMP 证书的变更工作；（3）完成了相关疫苗产品的注册变更工作。三证实现转移后，本部疫苗资产剥离再无障碍。
2017.03	公司公告重大资产出售及购买草案资产，重组完成第一步，公司以现金 14.03 亿元的价格向中生股份出售北生研 100% 的股权并以现金 4.03 亿元的价格向中生股份出售长春新健 51% 的股权；同时，控股子公司成都蓉生以现金 3.61 亿元向中生股份购买贵州中泰 80% 的股权。
2018.03E	中生三所血制品公司作价入股成都蓉生，完成第二步资产重组，天坛生物将成为中生股份旗下唯一血制品整合平台。

资料来源：公司官网、公司公告，安信证券研究中心

2.2.2. 疫苗剥离正式落地，甩开负累，轻装上阵

今年3月，公司与大股东中生股份解决同业竞争“两步走”方案中的第一步-“疫苗资产剥离”环节正式落地。北生研的出售价格为14.03亿元，高于去年7月份的评估价格的12.16亿元，加上长春祈健51%股权的交易对价3.61亿元，公司本次资产剥离完成后到手现金共计17.64亿元。由于一类疫苗盈利困难+水痘疫苗竞争格局恶化+亦庄基地消耗巨大，公司疫苗业务连年亏损、债台高筑，严重拖累公司业绩，中期看，该局面难以改变。本次剥离，使公司得以将1.5亿亏损+27亿负债打包甩出体外，轻装上阵，理顺长期发展思路。

2.2.3. 率先收购贵州中泰，助力提升当期收益

“两步走”方案的第二步，中生血制品资产作价入股成都蓉生，以贵州中泰率先置入蓉生拉开序幕。我们认为，收购中泰的意义在于：(1) 贵州中泰在手浆站两个，虽目前采浆量不大，但主要是受制于贵州政府当前对献浆事业的消极态度，长期看政策趋势有望逐步向好，贵州作为传统献浆大省，而中泰又是唯一根植贵州的血制品公司，从长远来看，战略意义重大；(2) 蓉生本部血浆处理能力有限（涉及产能仅800吨），随着浆量的逐年上升，产能压力巨大，而中泰的血浆处理能力相对富余，且拥有白蛋白、静丙两大基本文号，今年蓉生采浆量预计超过800吨，产能大概率吃紧，可利用“血制品国家队”的身份申请血浆调拨，从而解决产能问题，提高产品收率。综合来看，3.61亿的交易对价基本处于合理范围之内。

表2：血制品行业一级市场交易案例

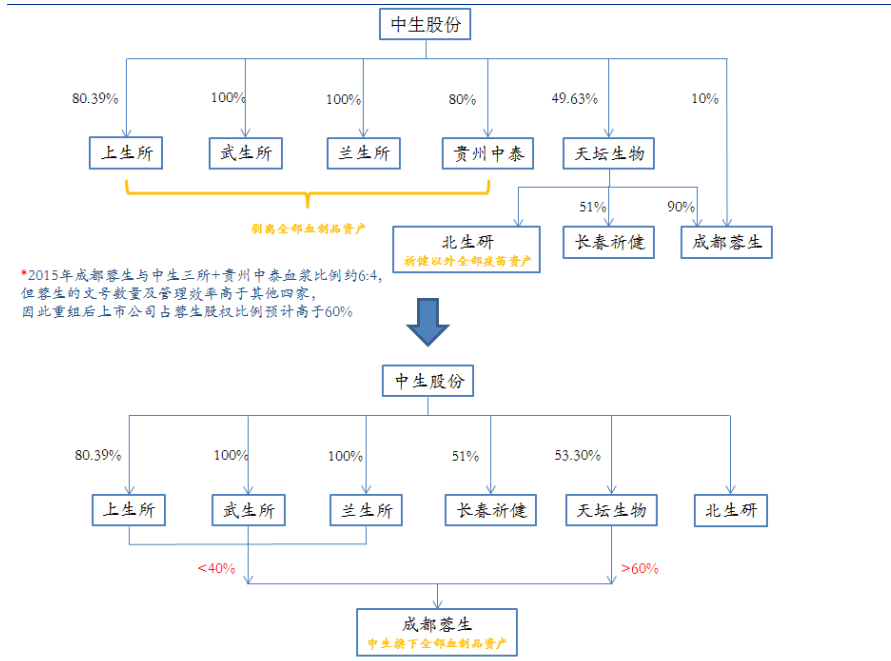
交易案例	披露时间	股权比例	交易对价(万元)	吨浆市值(万元)	PB
上海莱士收购邦和生物	2013.07	100%	180000	1475.41	7.40
上海莱士收购同路生物	2014.09	89.77%	475781	1766.67	8.08
博晖创新收购广东卫伦	2016.12	21%	11000	1047.62	53.26
杜江涛收购河北大安	2016.12	31.65%	45270	1589.26	标的净资产为负
天坛生物收购贵州中泰	2017.03	80%	36080	1804.00	5.14

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

2.2.4. 中生三所血制品资产分拆进展顺利

根据中生集团公告，上海、兰州、武汉三所各自旗下的血液制品公司已分别于9月14日、23日、30日正式筹建，半个月之内全部整合完毕，一改拖沓的国企作风，展现了较强的执行力，体现出中生此次解决同业竞争态度之坚决。公司在最近对交易所的回复函中披露了最新的三所分拆进度，上生、兰生、武生三所的血液制品业务拆分共需三个步骤：(1) 上海所、兰州所、武汉所分别设立相应的血制公司；(2) 三家血制公司完成变更或获取新的药品生产许可证、通过GMP认证、变更产品文号等工作；(3) 三家血制公司完成土地、房产等产权过户等工作。目前仅剩最后一项工作尚未完成，中生股份正在就尚未过户的土地、房产积极办理产权转移手续，预计不会影响消除同业竞争的承诺如期履行。

图 1：公司资产重组示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 按照重组方案当前落实进度的盈利预测

本次交易完成后，公司已经成为拥有蓉生、中泰两个牌照的纯血制品公司。**成都蓉生作为老牌血制品“央企”，管理成熟，发展稳健，不输于我国当前的民营血制品龙头。**蓉生现有品种文号 10 个，拥有浆站 20 个（在采 18 个）。2015 年，蓉生采浆量约 584 吨，按照 18 个单采血浆站来算，站均采浆 32.44 吨，还要考虑到蓉生在山西的 3 个浆站的采浆量较低，而其他省份如四川、山东的单个浆站的采浆量预计平均在 35 吨以上。**2016 年，预计蓉生采浆量接近 700 吨，成为国内单体采浆规模最大的血制品厂商之一。**

表 3：成都蓉生下属单采血浆站情况

下属采浆站	地点	状态	覆盖人口
通江蓉生单采血浆有限公司	四川通江	运营	69
罗江蓉生单采血浆有限公司	四川罗江	运营	21
南江蓉生单采血浆有限公司	四川南江	运营	61
高县蓉生单采血浆有限公司	四川高县	运营	41
什邡蓉生单采血浆有限公司	四川什邡	运营	41
仁寿蓉生单采血浆有限公司	四川仁寿	运营	156
金堂蓉生单采血浆有限公司	四川金堂	运营	72
中江蓉生单采血浆有限公司	四川中江	运营	119
简阳蓉生单采血浆有限公司	四川简阳	运营	107
都江堰蓉生单采血浆有限公司	四川都江堰	运营	66
渠县蓉生单采血浆有限公司	四川渠县	运营	116
安岳蓉生单采血浆有限公司	四川安岳	运营	158
聊城天坛生物单采血浆站有限公司	山东聊城	运营	77
山阴天坛生物单采血浆有限公司	山西山阴	运营	24
忻州天坛生物单采血浆有限公司	山西忻州	运营	54
浑源天坛生物单采血浆有限公司	山西浑源	运营	34
南部县蓉生单采血浆有限公司	四川南部	运营	131
蓬溪蓉生单采血浆有限公司	四川蓬溪	运营	77
富顺蓉生单采血浆有限公司	四川富顺	2015 年新建	110
宜宾蓉生单采血浆站	四川宜宾	2017 年新批	102

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

随着浆量的快速上升，蓉生业绩近年来也大幅攀升，**2016年，蓉生营收同比增长30.4%，净利润同比增长49.97%。净利润率达到34%的历史高位，而根据今年一季度的业绩快报，净利润率进一步走高，达到39.99%，处于行业领先水平。**

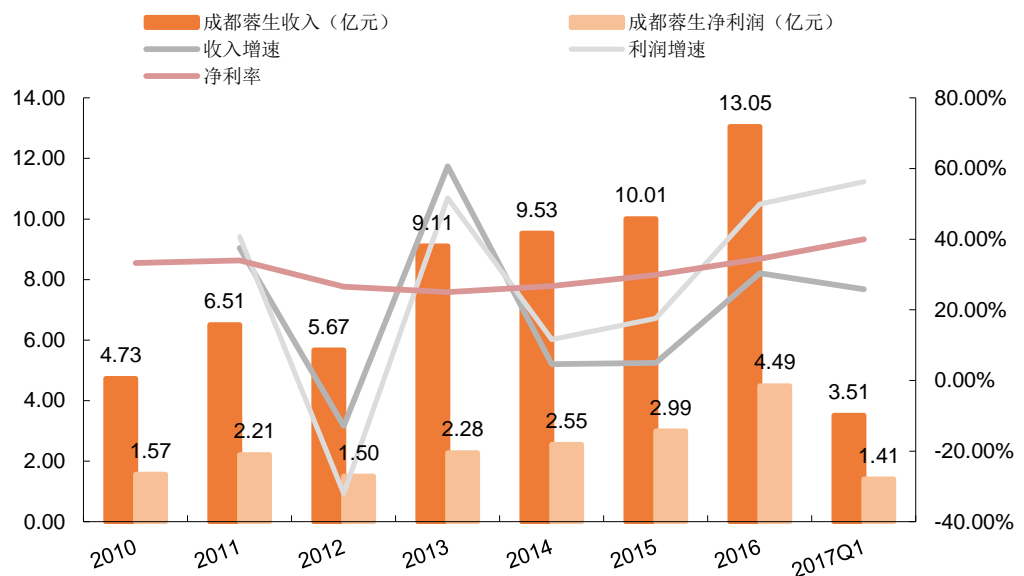
从吨浆利润来看，按照2016年全年620吨投浆来算，成都蓉生吨浆利润约72万，相对2015年60万左右水平提升明显，**我们推测吨浆利润快速上升的主要原因是去年血制品价格的上涨及产品收率的提高。**

表4：吨浆利润同业对比

	华兰生物	上海莱士	博雅生物	ST生化	成都蓉生
2016年血制品净业务利润(亿元)	7.60	9.70	1.92	1.50	4.49
2016年预计投浆量(吨)	820.00	900.00	170.00	300.00	600.00
吨浆利润(万元)	92.68	107.78	112.94	50.00	72.42

资料来源：各公司年报，安信证券研究中心

图2：成都蓉生业绩情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

根据重组方案，贵州中泰今年有望并入上市公司。贵州中泰目前拥有人血白蛋白和静注人免疫球蛋白(pH4)两个产品文号，在手浆站两个，2016年全年采浆25.03吨，净利润约457.56万(未审计)，虽然目前采浆量不大，利润也相对微薄，但中长期来看具有重要的战略价值。该公司是目前唯一根植贵州的血制品公司，受制于贵州政府当前对献浆事业的消极态度，价值未能充分体现。贵州作为传统献浆大省，采浆潜力不容低估，**长期来看，贵州采浆政策趋势有望逐步向好，若贵州能够恢复正常采浆，中泰将有望获得先发优势，成为未来公司浆量的重要增长极。**

短期看，贵州中泰有望同蓉生本部业务产生重要协同作用，主要体现在三个方面：

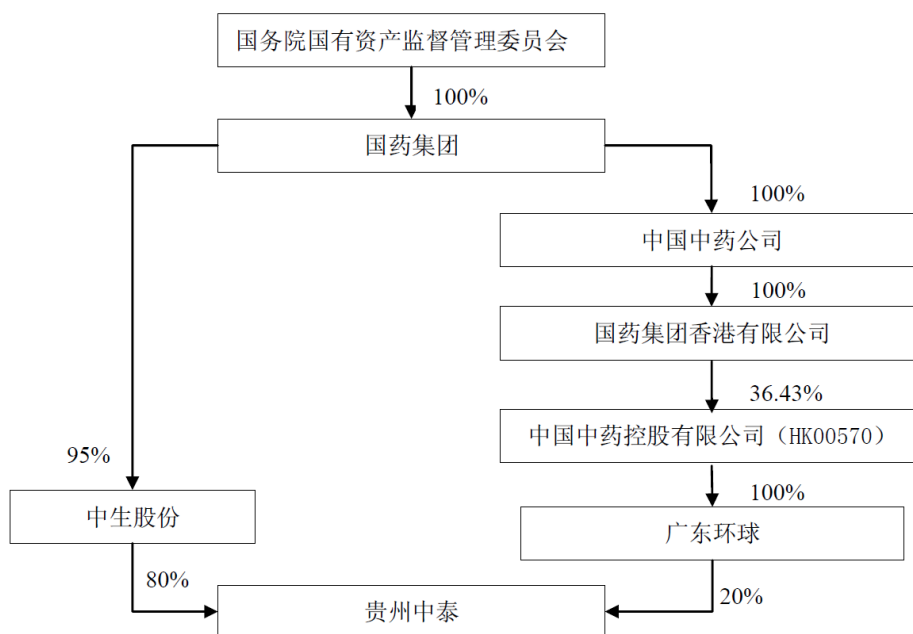
- (1) 成都蓉生将发挥在血源管理方面的经验和人才资源的优势，支持贵州中泰实现采浆量的快速增长；
- (2) 成都蓉生将向贵州中泰提供生产技术支持，以解决贵州中泰公司产品品类少和血浆综合利用度不高的问题，帮助贵州中泰提升盈利能力。同时，在贵州中泰未取得新产品

生产文号之前，可通过将贵州中泰的冷沉淀调拨至成都蓉生，以提前实现血浆的综合利用，发挥协同效应。

- (3) 将贵州中泰的产品纳入成都蓉生的销售体系，提升贵州中泰的品牌价值和产品附加值。

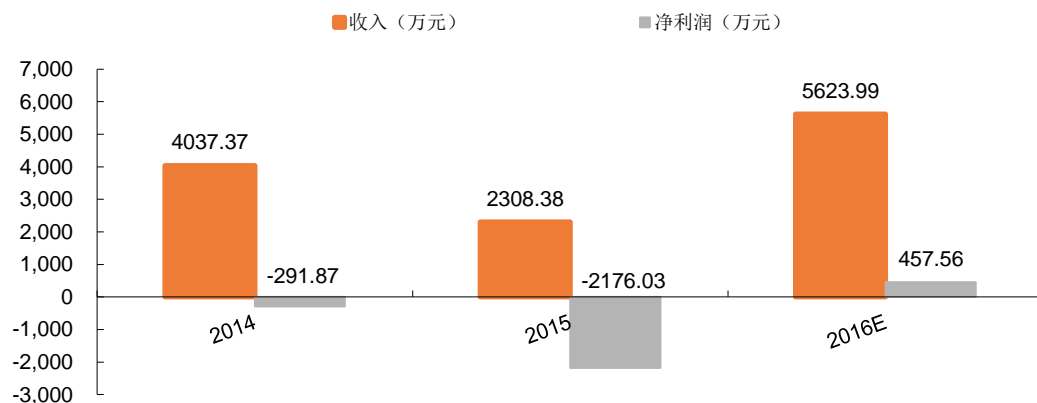
除了本次拟被成都蓉生收购的 80% 股权，贵州中泰还有 20% 股权在国药集团旗下另一上市公司中国中药（HK00570）的子公司广东环球手中，同是国药集团下属资产，我们认为，成都蓉生未来取得贵州中泰 100% 股权亦可纳入预期。

图 3：贵州中泰股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：贵州中泰业绩情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

总的来看，按照重组方案当前落实进度（蓉生 90%+中泰 80%），预计 2017/2018 年公司全年权益投浆量 670/810 吨，吨浆利润 80/85 万，预计全年净利润 5.36/6.89 亿元，对应当前市值仅 40/31X。

2.4. 重组第二步完成后的备考盈利预测

根据公司承诺，武汉所、上海所、兰州所的血制品资产大概率于2018年3月前注入上市公司，从而彻底消除同业竞争。届时，**公司将拥有血制品牌照5个（对应5个省的资源倾斜，战略意义重大），浆站49个，合计产品文号12个，成为国内规模最大的血制品公司之一。**

中生集团2016年估计采浆量接近1200吨，2017年预计大概率达到1400-1500吨，2020年预计有望达到2400-2500吨左右，复合增速20%以上。

表5：中生集团旗下血制品资产文号一览

	白蛋白	肌丙	静丙	冻干 静丙	纤原	凝血 因子Ⅷ	PCC	外用冻干 人凝血酶	纤 胶	外用 纤胶	破 免	狂 免	乙 免	静注 乙免	组 免
成都蓉生	■	■	■	■	■	■					■		■	■	■
上海所	■	■	■	■	■	■	■					■	■		■
武汉所	■	■	■								■	■	■		■
兰州所	■	■	■										■		
贵州中泰	■		■												

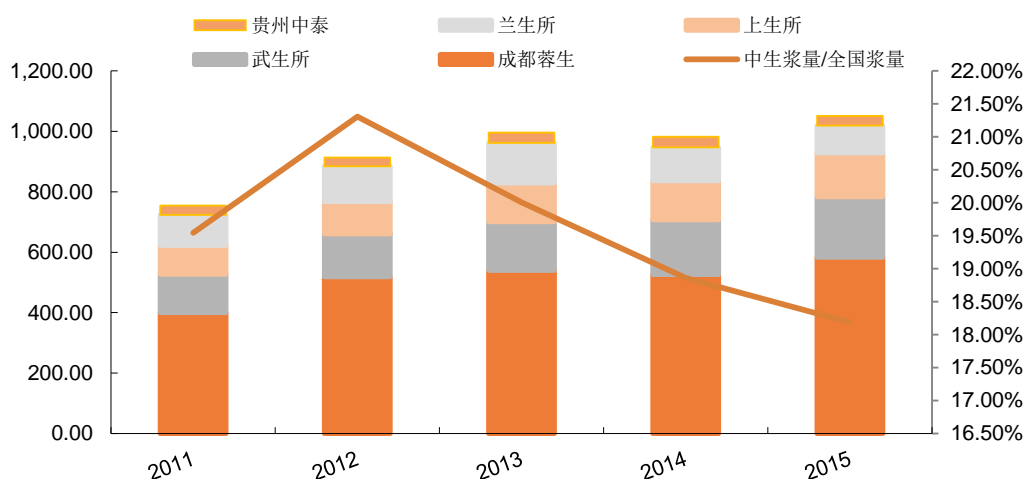
资料来源：CFDA，安信证券研究中心

表6：中生三所、贵州中泰下属单采血浆站情况

采浆站名称	地点	所属公司
分宜县中泰单采血浆有限公司	江西省新余市分宜县	贵州中泰
贵溪市中泰单采血浆有限公司	江西省鹰潭市贵溪市	贵州中泰
秦安县兰生单采血浆有限公司	甘肃省天水市秦安县	兰州所
西吉县兰生单采血浆有限公司	宁夏回族自治区固原市西吉县	兰州所
高台兰生单采血浆有限责任公司	甘肃省张掖市高台县	兰州所
定西兰生单采血浆有限公司	甘肃省定西市	兰州所
定西兰生单采血浆有限公司靖口站	甘肃省定西市	兰州所
定西兰生单采血浆有限公司陇西站	甘肃省定西市	兰州所
定西兰生单采血浆有限公司岷县站	甘肃省定西市	兰州所
临洮县兰生单采血浆有限责任公司	甘肃省定西市临洮县	兰州所
宁夏青铜峡兰生单采血浆站有限公司	宁夏回族自治区吴忠市青铜峡市	兰州所
望谟县上生单采血浆有限公司	贵州省黔东南州望谟县	上海所
常熟市白茆单采血浆有限责任公司	江苏省苏州市常熟	上海所
滨海县上生单采血浆有限公司	江苏省盐城市滨海	上海所
石城县上生单采血浆有限公司	江西省赣州市石城县	上海所
宜春市上生单采血浆有限公司	江西省宜春市袁州区	上海所
上饶县上生单采血浆有限公司	江西省上饶市上饶县	上海所
开阳县上生单采血浆有限公司	贵州省贵阳市开阳县工商局	上海所
上杭县上生单采血浆有限公司	福建省龙岩市上杭县	上海所
郟县单采血浆站有限公司	湖北省十堰市郟阳区	武汉所
钟祥武生单采血浆站有限公司	湖北省荆门市钟祥市	武汉所
临猗县武汉生物单采血浆有限公司	山西省运城市临猗县	武汉所
武生云梦单采血浆站有限公司	湖北省孝感市云梦县	武汉所
监利武新单采血浆站有限公司	湖北省荆州市监利县	武汉所
武生松滋单采血浆站有限公司	湖北省荆州市松滋市	武汉所
武穴武源单采血浆站有限公司	湖北省黄冈市武穴市	武汉所
湖南君山单采血浆站有限公司	湖南省岳阳市君山分局	武汉所
武冈市武生单采血浆站有限公司	湖南省邵阳市武冈市	武汉所
老河口武生单采血浆有限公司	湖北省襄阳市老河口市	武汉所

资料来源：国家工商总局，安信证券研究中心

图 5：中生集团 2011-2015 采浆量（吨）



资料来源：中检院、公司年报，安信证券研究中心

2.4.1. 不考虑组分调拨的盈利预测

成都蓉生+贵州中泰的采浆量同中生三所的比例大致为 6:4，鉴于蓉生浆量规模较大且运营效率较高，吨浆利润达到 80 万元左右，理论上显著高于三所血制品业务的吨浆利润水平，因此，两块血制品资产的净利润比例预计低于 6:4，我们推测大致在 2:1 左右。三所血制品资产作价入股成都蓉生，由于资产性质都是血制品业务，预计会采用同一套评估方法，无论是选择浆量还是利润作为评估指标，预计最终入股比例大概率会在 33-40%之间。因此我们预判，重组完成后，天坛生物将持有蓉生 65%左右的权益。

以此推断，假设重组如期完成，公司 2017-19 年备考权益投浆量预计为 936/1125/1313 吨，备考净利润为 6.59/8.50/10.82 亿元。

表 7：重组完成后备考盈利预测（无组分调拨预期）

		2017E	2018E	2019E
成都蓉生+贵州中泰	投浆量 (吨)	750	870	1000
	吨浆利润 (万元)	80	85	90
上生所+兰生所+武生所	投浆量 (吨)	690	860	1020
	吨浆利润 (万元)	60	66	75
合计权益浆量 (65%)		936	1125	1313
合计净利润 (万元)		65910	84961.5	108225

资料来源：安信证券研究中心

2.4.2. 考虑组分调拨的盈利预测

从批签发来看，成都蓉生仅有白蛋白和静丙两个品种，然而，仅依靠这两个品种，公司便已实现 80 万元左右的吨浆利润，可见蓉生产品收率及成本控制均处于行业领先水平。此外，上海所拥有人纤原蛋白原和凝血因子Ⅷ的文号，并始终保持着一定的生产能力，由于浆量短期，难以实现规模化生产，导致设备维护成本较高，利润难以释放。

表 8：中生旗下五大血制品公司批签发量（万人份）

公司	产品	2012	2013	2014	2015	2016
成都蓉生	静注人免疫球蛋白（pH4）（2.5g/瓶）	51.03	79.80	74.29	95.32	113.01
	人免疫球蛋白（150mg/瓶）	0.00	55.94	0.00	0.00	0.00
	人血白蛋白（折算 10g/瓶）	109.64	149.46	123.62	141.98	160.66
	破伤风人免疫球蛋白（250IU/瓶）	76.55	43.06	49.88	40.39	34.31
	乙型肝炎人免疫球蛋白（100IU/瓶）	86.04	65.84	31.61	22.08	59.00
上海生物制品研究所	静注人免疫球蛋白（pH4）（2.5g/瓶）	67.77	27.62	26.29	18.34	31.23
	人免疫球蛋白（150mg/瓶）	68.58	18.20	34.70	27.54	64.10
	人凝血因子Ⅷ（200UI/瓶）	0.00	0.11	0.00	0.12	0.00
	人血白蛋白（折算 10g/瓶）	82.85	37.50	31.13	29.06	37.86
	人纤维蛋白原（0.5g/瓶）	0.00	0.00	0.11	0.00	0.51
	乙型肝炎人免疫球蛋白（100IU/瓶）	0.00	35.01	0.00	0.00	4.52
武汉生物制品研究所	静注人免疫球蛋白（pH4）（折算 2.5g/瓶）	26.37	17.13	20.98	10.61	25.43
	狂犬病人免疫球蛋白（200UI/瓶）	68.51	41.80	70.60	67.61	48.54
	人血白蛋白（折算 10g/瓶）	55.21	41.71	43.19	28.56	2.74
	破伤风人免疫球蛋白（250IU/瓶）	4.01	12.39	4.61	0.00	14.09
	乙型肝炎人免疫球蛋白（100IU/瓶）	48.49	27.77	0.00	0.00	0.00
兰州生物制品研究所	静注人免疫球蛋白（pH4）（折算 2.5g/瓶）	2.52	14.88	11.53	20.94	7.86
	人免疫球蛋白（150mg/瓶）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	人血白蛋白（折算 10g/瓶）	5.02	29.94	19.87	32.94	6.57
贵州中泰	静注人免疫球蛋白（pH4）（折算 2.5g/瓶）	3.25	4.74	5.50	2.89	4.94
	人血白蛋白（折算 10g/瓶）	8.68	3.73	7.23	1.35	11.03

资料来源：中检院，安信证券研究中心

在此背景下，如果两年内公司获得集团内血浆组分调拨的许可，实现子公司间的血浆资源共享和产能互通，则吨浆利润有望大幅提高，达到行业领先水平。考虑集团内组分调拨预期，公司 2017-19 年备考净利润预计为 6.59/10.68/13.13 亿元。

表 9：重组完成后各血制品公司吨浆市值对比

	华兰生物	上海莱士	博雅生物	ST 生化	天坛生物(重组后)
当前市值 (亿元)	328	1009	170	87	220
2017 预计采浆量 (吨)	1200	1000	250	400	936
吨浆市值 (万元)	2733	10090	6800	2175	2350

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 10：重组完成后备考盈利预测（包含集团内组分调拨预期）

		2017E	2018E	2019E
成都蓉生+贵州中泰	投浆量 (吨)	750	870	1000
	吨浆利润 (万元)	80	90	95
上生所+兰生所+武生所	投浆量 (吨)	690	860	1020
	吨浆利润 (万元)	60	90	95
	权益浆量 (65%)	936	1124.5	1313
	合计净利润 (万元)	65910	101205	124735

资料来源：安信证券研究中心

3. 国药集团混改拉开序幕，公司有望理顺激励机制、提升经营效率

3.1. 国药集团旗下多个公司陆续启动混改

国药集团是国资委旗下最大的医药资源整合平台，目前已布局医药商业、化学药、生物药、中药四大业务板块，共有 6 家上市公司平台，分别为国药控股（医药商业）、国药股份（医药商业）、国药一致（医药商业），现代制药（化学药），天坛生物（生物药），中国中药（中药）。

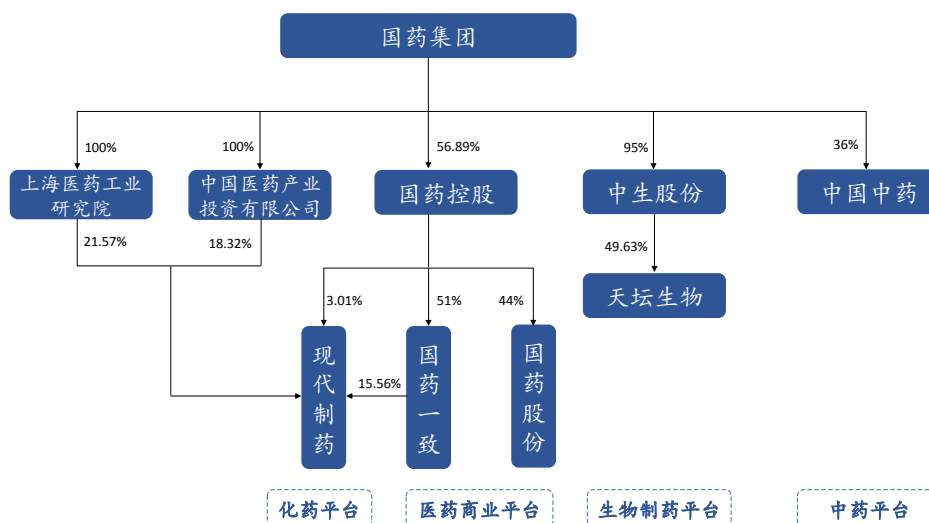
2014 年 7 月，国务院国资委发布了央企的四项改革试点名单，国药集团成为第一批国企改革试点企业，拉开混改序幕。医药国企改革主要有三条路径：资产整合、员工持股、混合所有制改革，随着改革的持续推进，我们预计国企经营活力将大幅提升。

目前，国药集团旗下的国药控股已经披露了限制性股票激励计划并予以实施；国药股份与国药一致作为国药集团以及国药控股内部发展混合所有制经济的首批试点单位完成了资产整合；现代制药去年也已经完成了资产重组，成为了国药集团下的化药平台。上述公司目前均在积极探索和推进各自的混改项目。

- 1) **国药控股**：2016 年 8 月 19 日，国药控股（香港上市）公告拟实施限制性股票激励，并于 2016 年 11 月 11 日完成授予。共授予 723 万股限制性股票，按照授予日国药控股收盘价 35.46 元港币/股计算，对应市值 2.6 亿港元。激励对象包括国药控股共计 190 位管理人员及骨干，其中对执行董事李智明先生授予数量为 26 万股，相应股票对应市值为 922 万港币。限制性股票的解锁条件为，以 2015 年净利润为基数，2016-2018 年净利润复合增速不低于 12%。
- 2) **国药一致**：2017 年 1 月增发并募集配套资金收购国大药房、佛山南海、广东新特和南方医贸等全部股权，重组完成后，国药一致成为全国最大医药零售龙头和两广地区医药分销龙头。国大药房在注入国药一致之前就已明显加大对子公司及一线员工的管理考核力度，激励机制也更加市场化。
- 3) **国药股份**：2016 年 7 月公司发布重组预案，通过发行股份方式购买大股东旗下四家北京商业公司：国控北京 100% 股权、北京康辰 100% 股权、北京华鸿 60% 股权、天星普信 51% 股权。重组后，公司成为国药控股旗下北京地区唯一的医药商业分销平台，并保留了全国麻精特药的分销业务。另外，国药控股本次的股权激励未包含国药股份和国药一致，可以推断，这两家公司大概率要适时单独实施各自的激励方案。
- 4) **现代制药**：现代制药于 2016 年在集团内部启动整合，将原先由集团及其他子公司所持有的化学制药公司股权注入到现代制药，现代制药成为国药集团旗下的化药平台。在资产重组的过程中，董事长韩总以及其他 12 位自然人成为公司的股东，拉开了混改的序幕。

综上所述，国药集团作为国务院首批混改试点企业，旗下公司均已拉开混改序幕。天坛生物在资产重组完成后将成为中生集团下唯一的血制品整合平台，根据国药系整体的改革方向，核心管理层激励机制的理顺将是大概率事件

图 6：国药集团股权结构以及旗下业务平台



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 公司有望理顺管理层激励机制，提升经营效率

根据公司此前承诺，预计明年一季度公司将会完成中生血制品业务的整合重组，由蓉生的管理层全面协调旗下五大血制品公司的发展。在彻底解决公司同业竞争的问题的同时，也促进了中生血制品业务板块化、规模化、专业化发展战略的启动。

中生体系内，疫苗业务技术含量更高、复杂专业知识的需求更加多元化，所以疫苗一直处于主导地位，从人才储备、领导重视程度、科技投入等都对疫苗业务有倾斜。上海、兰州、武汉公司的血制品业务在本企业属于辅助业务，受到的重视程度不够，所以一直以来，各公司的血制品业务并没有得到充分发展。蓉生药业是中生体系内，专业化运营、独立存续时间最长（2001 至今）的血制品公司，运营效率显著好于集团内其他企业，不亚于国内其他血制品龙头。

表 11：蓉生药业采浆效率显著高于集团其他企业，与行业其他龙头不遑多让

	成都蓉生	中生集团（除天坛外）	全国	华兰生物	泰邦生物	上海莱士
在采浆站数量	18	27	225	23	19	33
2016 年采浆量（吨）	680	490	6800	1020	800	900
单浆站采浆量（吨）	37.78	18.15	30.22	44.35	42.11	27.27

资料来源：各公司年报，安信证券研究中心

单站采浆量是反映血制品公司管理效率的最重要的指标之一。2016 年，我国单采血浆站单站平均采浆量约为 30.22 吨，而成都蓉生则达到 37.78 吨，达到行业领先水平。反观中生旗下其他公司，三所+中泰在采浆站总数达到 27 个，推测采浆量不足 500 吨，站均采浆仅 18 吨左右，远低于行业平均水平。我们认为，这与中生欠缺合理的激励机制，血制品业务人员（尤其是浆站站长）动力不足所致。

公司重组完成后，在蓉生领导团队的带领下，预计将通过制定市场化激励机制、分派区域采浆指标等手段，严抓下属血浆站的采浆效率问题。我们预计 2-3 年内，公司经营活力将全面激活，三所+中泰单站采浆量大概率能够达到行业平均水平（30 吨），为公司后期浆量的增长创造巨大弹性。

3.3. 重组后血制品业务战略地位提升，三大所盈利水平有望改善

考虑到血制品行业在取消药品最高限价前景气程度并不似现在这样高，并且，中生股份的主要领导多为疫苗专业出身，因此此前中生三所对血制品业务并不重视。本次成都蓉生完成整合后，三大所的血制品业务将极大提高战略地位。通过子公司之间的资源协调以及技术共享，中生血制品的经营效率有望获得全面提升。

4. 公司作为唯一的血液制品“国家队”，有望享受政策倾斜的红利

4.1. 血制品行业严重依赖政策导向

此前，我国血制品行业上游受到采浆限制、下游受到最高价格管制，使行业陷入长期供需失衡的怪圈，增长乏力，黑市横行。2011年贵州政府主动关停浆站更是将行业打入谷底。而发改委2015年6月发布文件，取消了血制品最高零售价格，引入市场化手段来调节供需，打开了血制品的提价魔盒，进而推动了去年年初以来的血液制品量价齐升的大行情。可见，血制品是一个受政策调控影响较大的行业。

表 12：影响血制品行业的重大政策

时间	文件	重要内容	对血制品行业影响
2001	《中国遏制与防治艾滋病行动计划》	实行血液制品生产企业总量控制，从2001年起，不再批准新的血液制品生产企业	血制品行业不会再有新进入者，造成行业具有封闭性的特点
2006	《关于单采血浆站转制的工作方案》	卫生部门与单采血浆站实行管办分离，原由县级卫生行政部门设置的单采血浆站转制为由血液制品生产企业设置	延长血制品生产企业的上游产业链，拥有浆站数量以及新设浆站能力决定了企业的生产及扩产能力水平
2008	《关于单采血浆站管理有关事项的通知》	血液制品生产企业申请设置新的单采血浆站，其注册的血液制品应当不少于6个品种（承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于5个品种），且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品	仅有华兰生物、上海莱士、天坛生物、博雅生物等少数企业符合条件，提高了行业壁垒，资源向优势企业倾斜，强者恒强
2011	《贵州省采供血机构设置规划(2011-2014年)》	关停省内16家浆站	大幅减少国内血浆供应量
2015.05	《国家发展改革委关于公布废止药品价格文件的通知、关于印发推进药品价格改革意见的通知》	自15年6月1日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格。麻醉、第一类精神药品仍暂时由国家发展改革委实行最高出厂价格和最高零售价格管理	血制品长期供不应求，最有潜力提价，为后续提价打开空间
2017.2	《2017版医保目录》	一、人血白蛋白，医保保险范围由09版“限抢救和工伤保险”扩大至17版“限抢救、重症或因肝硬化、癌症引起胸腹水且白蛋白低于30g/L的患者”；二、静注人免疫球蛋白（简称“静丙”），医保保险范围由09版“限儿童重度感染和工伤保险”扩大至17版“限原发性免疫球蛋白缺乏症；新生儿败血症；重型原发性免疫性血小板减少症；川崎病；全身型重症肌无力；急性格林巴利综合征”；三、人纤维蛋白原，医保保险范围由09版“限低纤维蛋白原血症的抢救”扩大至17版“限低纤维蛋白原血症致活动性出血”。	17版医保目录相比09版医保目录亦显著扩大了主要血制品医保报销范围，大幅提升了血制品的需求

资料来源：卫计委、发改委等，安信证券研究中心

4.2. 凭借“国家队”身份，公司有望获得更多政策倾斜

4.2.1. 上海所取得福建省首个采浆许可证

2016年12月，上海所获得了福建省上杭县上生单采血浆站的采浆许可，实现了福建采浆站零的突破。一般来说，政府在浆站审批工作上会优先考虑在本省纳税的血制品企业，而对于无血制品的省份来说，就要考验各个企业的公关能力。在这种情况下，公司的央企身份就体现出了价值。我们认为，本次上海所拿下外省首个采浆许可证，具有标志性意义，大大提升了市场对公司未来浆站拓展能力的预期。

4.2.2. 中生三所三证转移速度超预期

2016年9月，中生三所血制品公司先后成立，产品文号、药品生产许可证及GMP证书的转移工作按照正常来说，本应经历一段较长的行政审批过程，然而仅仅11月份，公司即公告完成了三证转移工作，为公司适时完成第一步重组奠定了重要基础。我们判断，这种行政审批的加速与国药集团、中生股份的央企属性存在一定的关联。

4.2.3. 成都蓉生八因子纳入优先评审名单，预计年内上市显著提升吨浆利润

成都蓉生曾拥有八因子的生产批文，但由于其技术比较落后，公司于2012年停产进行技术升级。2016年新的八因子已经完成临床，今年4月13日被纳入第十五批优先评审名单，我们预计公司有望于下半年拿到生产批文并完成车间GMP认证，年底前实现上市。我们认为，蓉生Ⅷ因子进入绿色通道，一方面是为了改善该品种供应紧绷的现状，另一方面，也是CFDA对公司央企身份的一种倾斜。

表 13：第十五批优先评审名单

序号	受理号	药品名称	企业名称	申请事项
1	JXHL1500269	塞托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂	勃林格殷格翰(中国)投资有限公司	新药临床试验
2	CXSS1500020	聚乙二醇化重组集干扰素变异体注射液	北京凯因科技股份有限公司	新药上市
3	JXHS1600077	多替阿巴拉米片	葛兰素史克(中国)投资有限公司	新药上市
4	JXSL1700009	Elosulfase alfa 注射用浓溶液	百傲万里(上海)生物医药技术咨询有限公司	新药临床试验
5	CXSS1600011	人凝血因子Ⅷ	成都蓉生药业有限责任公司	新药上市
6	CYHS1400315	苯磺顺阿曲库铵注射液	江苏恒瑞医药股份有限公司	仿制药上市
7	CYHS1790012	盐酸二甲双胍片	石药集团欧意药业有限公司	仿制药上市
8	CYHS1790013	盐酸二甲双胍片	石药集团欧意药业有限公司	仿制药上市
9	CYHS1790014	盐酸二甲双胍片	石药集团欧意药业有限公司	仿制药上市

资料来源：CDE，安信证券研究中心

4.3. 凭借央企身份，有望继续享受政策倾斜的红利

我们认为，公司未来有望在如下两个方面继续享受政策倾斜红利：(1) 浆站审批。具有较高行政风险，尤其是对于一些尚未建设采浆站的省份，与央企合作从某种程度上可以对冲风险。

(2) 集团内血浆组分调拨。公司作为手握5个牌照、拥有5套独立产能的血制品公司，集团内组分调拨能够充分提高资源利用效率，大大提升吨浆利润。未来公司下属每个子公司可聚焦一种组分的生产，使公司的血浆利用效率跨上一个新的台阶。近年来看，华兰生物、博晖创新等民营企业均已实现组分调拨许可，而公司作为国资背景，在组分调拨的行政审批方面，预计不会遇到太多阻碍。

5. 公司理应享受超越行业平均水平的估值

5.1. 行业龙头地位雏形初现

公司重组后同业对比如下表所示：(1) 拥有最多的血制品牌照(一个牌照对应一个省的纳税，在获得当地政府政策倾斜方面战略意义重大)；(2) 拥有最多的单采血浆站(采浆潜力最大)；(3) 拥有最多的品种文号(获准集团内组分调拨后可发挥巨大作用)；(4) 拥有最低的估值(含备考)。这些属性足以奠定公司在血制品行业龙头地位。

表 14：天坛生物重组后同业对比

	华兰生物	上海莱士	博雅生物	ST 生化	天坛生物(重组后)
血制品牌照数量	2	3	1	1	5
浆站数量	23	35	10	13	49
单站采浆量(吨)	44	27	25	45	26

品种数量	11	11	7	6	12
吨浆利润 (万元)	93	108	113	55	70
2017 年血制品业务 PE	33	100	60	60	33

资料来源：各公司年报，安信证券研究中心

5.2. 低水平的单站采浆量和吨浆利润将是创造业绩弹性的核心动力

然而，公司因为单站采浆量和吨浆利润较低饱受市场诟病，未能享受高估值。我们认为，这个逻辑是完全错误的。

公司站均采浆量较低，尚未达到行业平均水平。正常来说，在浆站采浆量较低时进行挖潜难度最低、边际成本最小，中生三所下属浆站由于先前激励机制不到位，采浆效率较低，一旦管理理顺，未来浆量弹性将极具想象空间。

再从吨浆利润来说，目前在尚未实现调拨的情况下，上海所浆量较小，虽然品种齐全但难以发挥优势，对公司整体利润贡献较小。公司盈利主要还是依靠各子公司均能够稳定生产的白蛋白、静丙两大品种，吨浆利润有望做到 70 万左右（蓉生一季度依靠白蛋白、静丙实现吨浆利润 80 万元，产品收率及成本控制力超越行业平均水平）。一旦公司未来获得调拨许可，或是各公司因子类产品陆续获批，吨浆利润水平大概率会进入行业第一梯队！

图 7：各子公司在研产品线

企业	品种	前期研究	临床前	安评研究	申报临床	I期临床	II期临床	III期临床	新药申报
蓉生	10%静丙								
	凝血因子VIII								
	PCC								
	纤原								
	重组凝血因子VII								
	重组凝血因子VIII								
武汉所	乙免								
	凝血因子VIII								
	10%静丙								
	纤原								
兰州所	PCC								
	凝血因子VIII								
	纤原								
中泰	肌丙								
	乙免								
	凝血因子VIII								
	纤原								
	PCC								

资料来源：CFDA，公司资料，安信证券研究中心

5.3. 高纯静丙获临床批件，打开未来想象空间

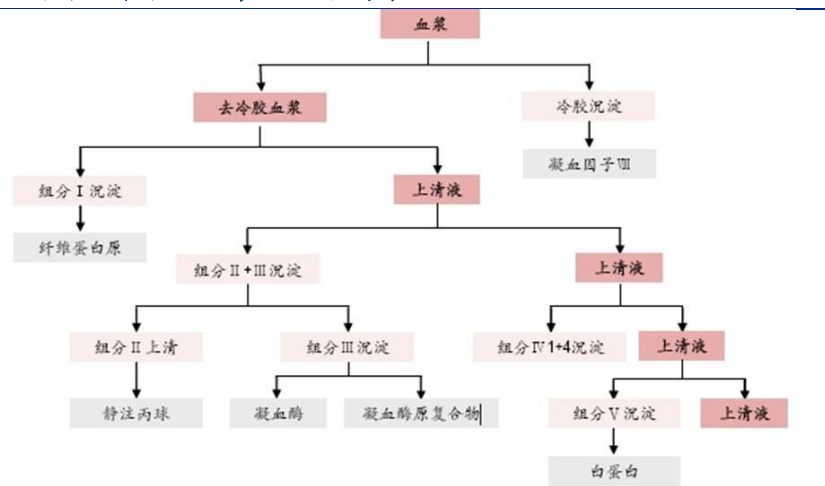
2016 年 8 月，公司在研品种 10%层析静丙拿到临床批件，层析法高纯静丙是第四代静丙，该品种的价值被市场显著低估，存在一定的预期差。

血液制品的生产工艺,主要有 Cohn 氏低温乙醇沉淀法(离心法与压滤法)、层析法等。其中, Cohn 低温乙醇压滤法在血浆蛋白分离工业界处于主导地位,然而低温乙醇法缺点非常明显:乙醇是已知的蛋白变性剂,它对血浆中某些蛋白有变性作用,常常是不可逆转的。例如人血浆中具有抗动脉硬化功能的高密度脂蛋白,在分离过程中其活性被乙醇不同程度的灭失,至今还没有分离出高密度脂蛋白浓缩物用于临床;另外也不适于血浆中不稳定蛋白成分的分,包括凝血因子和蛋白酶抑制剂,它可能导致蛋白完全丧失生物活性、或引起蛋白结构改变、甚或形成新的抗原决定簇。

相对于 Cohn 氏低温乙醇法,全层析法除了技术壁垒高以外,具有非常明显的优势,国际巨头已经开始尝试使用,CSL 在 1995 年建成投产了世界上最大的层析法分离血浆蛋白的生产线,并取得了非常显著的成效。建立一个层析工厂的资金花费与低温乙醇法厂相当,但运行成本比低温乙醇法厂低;扩大生产规模可以在不影响现有生产的情况下进行,只要加大层析柱的直径或增加柱子的数目即可,而不必象 Cohn 法车间需要对现有生产进行多次的中断才能完成改造,所以层析技术是一种模块化的生产线,产量控制非常容易;制品收率、纯度比低温乙醇法高,同时聚合体要少的多;

60 多年来,传统的低温乙醇法(Cohn 方法)也已经有了很大改进,这些改进增加了提供高纯度蛋白的可能性,特别是对一些特殊的蛋白成分,已在乙醇分离程序中引入层析或完全用层析技术替代了它。国内企业对于全层析工艺的掌握还有困难,一直以来在摸索将传统的 Cohn 低温乙醇法与现代的层析技术相结合,这有助于降低生产成本、提高制品收率、改善分离组分的质量,特别是可以抑制蛋白聚合体的形成。10%层析法高纯静丙的出现就是这种探索所收获的成果,蓉生目前走在行业前列,泰邦生物紧随其后。

图 8: 国内主要制品的生产工艺路线图



资料来源:安信证券研究中心

上图是国内主要制品的工艺路线图,我们看到静丙主要是从组分Ⅱ+Ⅲ沉淀中分离出来的,我们可以简单比较一下,层析法与传统 Cohn 法的差别。

表 15: 表: 层析法与传统 Cohn 法静丙生产工艺差别

	Cohn 法	层析法
(组分Ⅱ+Ⅲ沉淀) 到分装需要的步骤	11	8
大致的收率 (%)	48%	75%
生产所需周期 (小时)	100	30

资料来源:安信证券研究中心

相较于传统的 Cohn 法，层析法静丙生产步骤由 11 步简化到 8 步，生产周期由 100 小时缩短到 30 小时，收率由 48% 提升到 75%，最重要的是产品质量，对于原发性免疫缺陷综合症（PID）来说补充静丙，主要是需要外源性补充 IgG，传统 Cohn 法生产的静丙里除了主要是 IgG 外，还会有 IgM、IgA、IgE 的残留，这会带来许多像过敏等不良反应，而 Cohn 法与层析法相结合的工艺，生产的高纯静丙就可以很大程度上解决了这个问题。所以，层析法高纯静丙作为第四代静丙，可以成为划时代的产品，有望对传统静丙形成替代，未来想象空间巨大，理应引起足够重视。

总的来说，估值从某种意义上是对公司未来成长性的一种预期，公司目前站均采浆和吨浆利润较低的情况恰恰说明未来具有极大的提升弹性，且并没有特别难以跨越的阻碍，预计三年内即有望达到甚至超过行业一流水平。因此，公司有望享受超越行业平均水平的估值。

6. 国内血制品行业发展趋势前瞻

6.1. 短期趋势，浆量稳步上升，产品从供不应求到“品牌力”的竞争

目前，国内血制品的供需缺口仍在 50% 左右，2017 版医保适应症范围扩大后终端需求有望进一步提升，依靠采浆量提升来增加供应仍是基本趋势。由于目前除白蛋白外的其他品种供应依旧紧绷，临床使用上以刚需为主，因此受医保控费的压力较小。我们认为，血制品价格有望趋于稳定，基本不存在下调风险，亦不必担心医院“药占比”限制趋严而导致终端用量萎缩。

但是，随着全国采浆量的快速提升，供需缺口也将逐渐缩小，行业将从供不应求向紧平衡状态过渡，卖方强势的市场形势或将逐渐扭转。此外，山东疫苗时间之后，一些主营生物制品的小型经销商被淘汰出局，加之两票制的快速推行，黑市将逐渐萎缩，血制品将向正轨销售渠道集中，生产厂商在医院渠道的竞争加剧。在此背景下，血制品品牌力的价值将逐渐凸显，生产厂商在销售上的投入将持续增加，拥有自建销售队伍及学术推广能力的企业将获得先发优势。

6.2. 中期趋势，是金子总会发光-静丙的价值终将凸显

在国外，静丙是用量最大的血制品品种，而在国内，由于支付能力、医生认知等多方面原因，始终与发达国家人均静丙使用量存在较大差距。未来随着生产厂商及部分经销商学术推广工作的进行，医生及民众对静丙的认知度将快速提高，静丙的使用场景将逐渐拓宽，销售渠道将向三四线城市下沉（目前静丙的使用以一二线城市的大型三甲医院为主）。中期来看，静丙有望取代白蛋白，成为支撑血制品行业成长的主要驱动力。

6.3. 长期趋势，供需平衡+并购整合+寡头垄断+产品出口

预计 3-5 年之后，血浆供需缺口有望缓解，生产企业竞争加剧，行业将进入整合阶段，一些尚未实现规模化运营的小型血制品公司大概率被同行并购，一些无意聚焦血制品业务的综合型制药企业亦将收缩战线，出售血制品业务。在此背景下，率先进入千吨血浆俱乐部的血制品龙头将获得先发优势，成为市场上的买主，通过外延实现快速扩张。根据国际血制品行业的发展趋势，我国血制品行业有望逐步形成寡头垄断的格局，中国市场将至少出现 2-3 家千亿美元的大型血制品公司，成为市场的主导。国内供需平衡之后，静丙、特免、凝血因子等品种亦存在向国外出口的可能，由于我国采浆成本及管理成本远低于跨国血制品公司平均水平，我国出口的血液制品在国际市场上将拥有显著的竞争优势。

7. 盈利预测与投资评级

7.1. 重要假设

- 假设 2018 年 3 月之前完成中生三所注入成都蓉生的重组工作，重组终点上市公司对成都蓉生的权益占比为 65%，该假设偏中性；
- 假设，蓉生本部+贵州中泰 2017-19 年投浆量分别为 750、870 与 1000 吨，中生三所 2017-19 年投浆量分别为 690、860 与 1020 吨，该假设中性；
- 暂不考虑集团内组分调拨的许可预期，假设，蓉生凝血因子Ⅷ年底前获批，蓉生本部+贵州中泰 2017-19 年吨浆利润分别为 80、85、90 万元，中生三所 2017-19 年吨浆利润分别为 60、66、75 万元，该假设偏中性。

7.2. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2016-18 年收入，20.85、28.33 与 35.41 亿元，净利润 2.53、6.60 与 8.51 亿元，折合 EPS 分别为 0.49、1.28 与 1.65 元，维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价格 54 元。

表 16：可比估值表

公司名称	股价 元	市值 亿元	EPS			PE		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
华兰生物	35.16	328	0.84	1.13	1.48	42	32	25
上海莱士	20.25	1009	0.33	0.37	0.42	61	57	53
博雅生物	63.7	170	1.02	1.42	1.98	62	46	33
ST 生化	31.81	87	0.5	0.75	1.22	64	44	28
天坛生物 (重组后)	42.63	220	0.49	1.28	1.65	87	32	25

资料来源：wind，安信证券研究中心

8. 风险提示

行政审批事项较多，有可能导致重组方案的实施慢于预期；流通股股东对方案对价不满意，致使重组方案进程受阻。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,826.6	1,618.0	2,085.0	2,833.0	3,541.0	成长性					
减:营业成本	773.0	831.7	1,000.8	1,274.9	1,593.5	营业收入增长率	-0.5%	-11.4%	28.9%	35.9%	25.0%
营业税费	12.2	8.7	12.5	17.0	21.2	营业利润增长率	-47.0%	-36.2%	137.0%	188.4%	28.9%
销售费用	147.0	90.7	114.7	85.0	106.2	净利润增长率	-65.5%	-92.2%	2436.0%	160.6%	29.0%

管理费用	433.2	321.4	417.0	257.8	288.6
财务费用	115.3	111.4	69.2	-48.9	-74.6
资产减值损失	62.7	72.3	40.0	5.0	5.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1.7	-	-	-	-
营业利润	284.9	181.8	430.8	1,242.3	1,601.0
加:营业外净收支	18.7	16.2	10.0	-5.0	-5.0
利润总额	303.6	197.9	440.8	1,237.3	1,596.0
减:所得税	77.4	82.4	79.3	222.7	287.3
净利润	128.4	10.0	253.0	659.5	850.7

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	953.0	563.6	2,293.3	3,143.9	5,140.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	243.7	168.1	179.4	135.3	61.4
应收票据	48.4	61.6	17.4	29.8	29.2
预付帐款	13.1	8.2	19.6	15.8	28.4
存货	814.3	944.3	723.7	338.7	546.5
其他流动资产	7.3	12.1	10.6	10.0	10.9
可供出售金融资产	46.0	46.0	45.0	45.6	45.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	1.4	36.7	36.7	36.7	36.7
固定资产	2,234.6	2,611.5	669.2	860.3	759.0
在建工程	1,171.6	849.6	167.3	222.1	260.5
无形资产	204.4	192.0	184.5	177.1	169.6
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	6,015.4	5,631.9	4,502.2	5,170.5	7,243.2
短期债务	208.0	330.0	-	-	-
应付帐款	688.5	525.4	1,264.9	1,015.7	1,834.8
应付票据	71.9	82.9	195.1	159.0	283.6
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	1,044.5	1,779.5	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	3,797.8	3,395.7	1,893.2	1,546.3	2,310.3
少数股东权益	276.7	294.7	403.1	758.2	1,216.3
股本	515.5	515.5	515.5	515.5	515.5
留存收益	1,428.4	1,438.4	1,690.5	2,350.6	3,201.2
股东权益	2,217.6	2,236.2	2,609.0	3,624.2	4,932.9

EBITDA 增长率	-22.2%	-4.4%	8.8%	164.1%	24.3%
EBIT 增长率	-29.2%	-26.7%	70.5%	138.7%	27.9%
NOPLAT 增长率	-37.5%	-42.6%	139.5%	138.7%	27.9%
投资资本增长率	4.1%	5.0%	-93.6%	6.0%	-271.9%
净资产增长率	1.9%	0.8%	16.7%	38.9%	36.1%

利润率					
毛利率	57.7%	48.6%	52.0%	55.0%	55.0%
营业利润率	15.6%	11.2%	20.7%	43.9%	45.2%
净利润率	7.0%	0.6%	12.1%	23.3%	24.0%
EBITDA/营业收入	28.0%	30.2%	25.5%	49.6%	49.3%
EBIT/营业收入	21.9%	18.1%	24.0%	42.1%	43.1%

运营效率					
固定资产周转天数	313	539	283	97	82
流动营业资本周转天数	24	46	-34	-103	-130
流动资产周转天数	397	427	432	440	482
应收帐款周转天数	58	46	30	20	10
存货周转天数	167	196	144	68	45
总资产周转天数	1,148	1,296	875	615	631
投资资本周转天数	687	810	343	31	-9

投资回报率					
ROE	10.2%	5.2%	13.9%	28.0%	26.5%
ROA	3.8%	2.1%	8.0%	19.6%	18.1%
ROIC	8.7%	4.8%	11.0%	410.3%	495.0%

费用率					
销售费用率	8.0%	5.6%	5.5%	3.0%	3.0%
管理费用率	23.7%	19.9%	20.0%	9.1%	8.2%
财务费用率	6.3%	6.9%	3.3%	-1.7%	-2.1%
三费/营业收入	38.1%	32.4%	28.8%	10.4%	9.0%

偿债能力					
资产负债率	63.1%	60.3%	42.1%	29.9%	31.9%
负债权益比	171.3%	151.8%	72.6%	42.7%	46.8%
流动比率	0.82	1.24	1.83	2.46	2.54
速动比率	0.50	0.57	1.42	2.23	2.30
利息保障倍数	3.47	2.63	7.22	-24.39	-20.47

分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	226.2	115.6	253.0	659.5	850.7
加:折旧和摊销	111.6	196.1	32.1	211.6	220.3
资产减值准备	62.7	72.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	128.2	123.8	69.2	-48.9	-74.6
投资损失	-1.7	-	-	-	-
少数股东损益	97.8	105.6	108.4	355.1	458.1
营运资金的变动	-159.3	106.4	843.6	224.4	617.8
经营活动产生现金流量	478.0	473.3	1,306.3	1,401.7	2,072.3
投资活动产生现金流量	-461.8	-300.2	2,601.0	-450.6	-149.9
融资活动产生现金流量	271.4	-567.5	-2,177.6	-100.4	74.5

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.25	0.02	0.49	1.28	1.65
BVPS(元)	3.77	3.77	4.28	5.56	7.21
PE(X)	166.7	2,145.1	84.6	32.5	25.2
PB(X)	11.0	11.0	9.7	7.5	5.8
P/FCF	45.2	-42.6	13.2	43.2	13.9
P/S	11.7	13.2	10.3	7.6	6.0
EV/EBITDA	29.2	40.5	36.5	13.4	9.9
CAGR(%)	64.9%	124.6%	-7.8%	64.9%	124.6%
PEG	2.6	17.2	-10.8	0.5	0.2
ROIC/WACC	0.7	0.4	0.8	31.2	37.7
REP	6.3	14.5	97.4	2.4	-1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周小刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034