

2017年04月27日

天坛生物 (600161.SH)

年报业绩亮眼，血制品专家接任总经理有望迎来经营拐点

■**血制品增速符合预期，吨浆利润持续提升**：根据年报，公司2016年营业收入20.96亿元，同比增长29.53%。实现归属于母公司所有者的净利润2.62亿元，同比增长2,523.75%。其中，血制品收入13.05亿元（成都蓉生），同比增29.08%，实现净利润4.53亿元，同比增51.45%。蓉生全年采浆683吨，预计投浆量在600多吨，吨浆利润约75万元左右，相对2015年显著提升，我们推测主要是受益于产品收率的提升和成本的有效控制。今年一季报，血液制品实现归母净利润1.26亿元（蓉生整体1.4亿元），同比增56.29%，按此推断，预计一季度吨浆利润已提升至80万元以上。可见，公司运营效率正在产生实质性改善，考虑到蓉生凝血因子Ⅷ已经入CFDA第十五批优先审评名单，有望于年内获批生产，预计2018年公司吨浆利润有望提升至85-90万元。

■**重组进程过半，浆量+吨浆利润双重弹性打开中长期发展空间**：重组第一步获得股东大会批准，疫苗资产实现剥离，公司已经成为拥有蓉生、中泰两个牌照的纯血制品公司。武汉所、上海所、兰州所下属血制品公司已经成立，并完成三证转移，仅剩土地、房产等产权过户等工作尚未完成。根据公司承诺，三所血制品资产将于2018年初注入成都蓉生（上市公司不再增发新股），届时公司将拥有血制品牌照5个，在手浆站49个（全行业最多），当前采浆不足1200吨，管理改善后增长弹性巨大；品种方面，5家子公司血制品文号共计12个，若未来得以获批集团内血浆调拨，吨浆利润的增长亦极具想象空间。

■**新帅接棒，血制品龙头搭配专家管理团队，经营拐点有望到来**：根据4月25日公司董事会决议，魏树源先生辞去公司总经理、法定代表人职务，付道兴先生接任公司总经理暨公司法定代表人。付总现任成都蓉生总经理，在血制品领域从业超过20年，管理经验丰富，其接任上市公司总经理职务意味着公司将摆脱疫苗专家领导血制品业务的管理格局，公司将拥有一支聚焦血制品的专家管理团队以及一套更加科学的管理模式，下属5家血制品公司的业务和资源将得到充分整合，运营效率有望全面提升。

■**投资建议**：我们预计公司2017-2019年的收入增速分别为47.16%、27.08%、18.52%；净利润分别为6.59、8.50、10.82亿元，对应当前市值，PE分别为36X、28X、22X；维持买入-A的投资评级，未来12个月目标价为60.00元。

■**风险提示**：行政审批事项较多，重组方案实施有可能慢于预期；流通股股东对方案对价不满意，致使重组进程受阻

公司快报

证券研究报告

生物医药

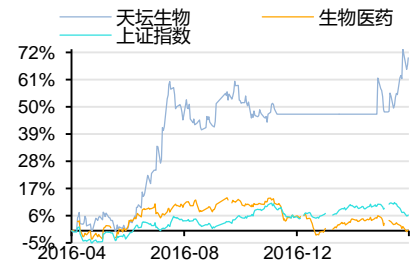
投资评级 **买入-A**
维持评级

12个月目标价：**60.00元**
股价（2017-04-26）**45.51元**

交易数据

总市值(百万元)	23,458.90
流通市值(百万元)	23,458.90
总股本(百万股)	515.47
流通股本(百万股)	515.47
12个月价格区间	26.65/46.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.78	16.09	62.59
绝对收益	7.84	15.51	68.54

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn

010-83321076

相关报告

天坛生物：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	2017-04-17
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

(百万元)	TRUE	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,618.0	2,095.7	3,084.0	3,919.1	4,645.0
净利润	10.0	261.8	659.1	849.6	1,082.2
每股收益(元)	0.02	0.51	1.28	1.65	2.10
每股净资产(元)	3.77	4.26	5.56	7.20	9.30

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,351.2	89.6	35.6	27.6	21.7
市净率(倍)	12.1	10.7	8.2	6.3	4.9
净利润率	0.6%	12.5%	21.4%	21.7%	23.3%
净资产收益率	5.2%	12.4%	29.3%	27.4%	25.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.8%	9.7%	25.8%	61.5%	58.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,618.0	2,095.7	3,084.0	3,919.1	4,645.0	成长性					
减:营业成本	831.7	980.0	1,387.8	1,704.8	1,904.5	营业收入增长率	-11.4%	29.5%	47.2%	27.1%	18.5%
营业税费	8.7	28.3	41.6	52.9	62.7	营业利润增长率	-36.2%	95.9%	232.7%	30.8%	27.1%
销售费用	90.7	128.3	182.0	250.8	306.6	净利润增长率	-92.2%	2523.8%	151.8%	28.9%	27.4%
管理费用	321.4	445.1	249.8	325.3	390.2	EBITDA 增长率	-4.4%	34.3%	113.8%	26.6%	24.1%
财务费用	111.4	96.0	-	-	-	EBIT 增长率	-26.7%	54.2%	162.1%	30.8%	27.1%
资产减值损失	72.3	62.0	38.0	35.0	11.0	NOPLAT 增长率	-42.6%	111.9%	176.0%	30.8%	27.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	4.1%	-45.1%	33.3%	18.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	0.8%	9.2%	42.0%	37.7%	34.9%
营业利润	181.8	356.1	1,184.8	1,550.3	1,970.1	利润率					
加:营业外净收支	16.2	21.5	15.2	-3.5	0.2	毛利率	48.6%	53.2%	55.0%	56.5%	59.0%
利润总额	197.9	377.6	1,200.0	1,546.8	1,970.3	营业利润率	11.2%	17.0%	38.4%	39.6%	42.4%
减:所得税	82.4	74.6	186.0	239.8	305.4	净利润率	0.6%	12.5%	21.4%	21.7%	23.3%
净利润	10.0	261.8	659.1	849.6	1,082.2	EBITDA/营业收入	30.2%	31.3%	45.5%	45.3%	47.5%
						EBIT/营业收入	18.1%	21.6%	38.4%	39.6%	42.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	539	434	279	209	168
						流动资产周转天数	46	73	6	-10	41
						流动营业资本周转天数	427	323	240	235	294
						应收账款周转天数	46	37	30	20	10
						存货周转天数	196	167	90	70	98
						总资产周转天数	1,296	980	632	500	511
						投资资本周转天数	810	654	351	228	240
						投资回报率					
						ROE	5.2%	12.4%	29.3%	27.4%	25.9%
						ROA	2.1%	5.2%	20.1%	22.4%	22.7%
						ROIC	4.8%	9.7%	25.8%	61.5%	58.6%
						费用率					
						销售费用率	5.6%	6.1%	5.9%	6.4%	6.6%
						管理费用率	19.9%	21.2%	8.1%	8.3%	8.4%
						财务费用率	6.9%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	32.4%	31.9%	14.0%	14.7%	15.0%
						偿债能力					
						资产负债率	60.3%	57.8%	31.3%	18.3%	12.3%
						负债权益比	151.8%	136.9%	45.5%	22.5%	14.0%
						流动比率	1.24	1.68	1.45	2.93	5.18
						速动比率	0.57	0.84	1.08	1.98	3.41
						利息保障倍数	2.63	4.71			
						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%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	563.6	660.3	1,290.6	1,738.0	2,890.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	168.1	264.1	249.9	185.6	72.5
应收票据	61.6	51.3	0.1	65.2	12.2
预付账款	8.2	14.9	23.6	23.7	29.2
存货	944.3	1,000.0	542.0	973.4	1,565.9
其他流动资产	12.1	11.0	10.1	11.1	10.7
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	36.7	34.3	34.3	34.3	34.3
固定资产	2,611.5	2,444.8	2,335.0	2,222.4	2,113.5
在建工程	849.6	906.8	205.5	248.9	279.2
无形资产	192.0	188.3	180.6	172.8	165.1
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	5,631.9	5,783.2	5,041.6	5,845.2	7,341.8
短期债务	330.0	270.0	-	-	-
应付账款	525.4	392.5	702.3	547.9	213.9
应付票据	82.9	69.7	315.8	157.7	371.3
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	1,779.5	1,912.3	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	3,395.7	3,342.3	1,576.7	1,072.5	904.4
少数股东权益	294.7	246.5	601.4	1,058.9	1,641.6
股本	515.5	515.5	515.5	515.5	515.5
留存收益	1,438.4	1,689.9	2,348.1	3,198.3	4,280.4
股东权益	2,236.2	2,441.0	3,465.0	4,772.6	6,437.4

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	115.6	303.0	659.1	849.6	1,082.2
加:折旧和摊销	196.1	205.2	218.7	227.0	236.3
资产减值准备	72.3	62.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	123.8	99.1	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	105.6	41.2	354.9	457.5	582.7
营运资金的变动	106.4	-211.7	970.6	-786.7	-599.0
经营活动产生现金流量	473.3	428.4	2,203.4	747.4	1,302.2
投资活动产生现金流量	-300.2	-209.3	601.0	-150.6	-149.9
融资活动产生现金流量	-567.5	-159.5	-2,174.0	-149.4	-0.1

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.02	0.51	1.28	1.65	2.10
BVPS(元)	3.77	4.26	5.56	7.20	9.30
PE(X)	2,351.2	89.6	35.6	27.6	21.7
PB(X)	12.1	10.7	8.2	6.3	4.9
P/FCF	-46.7	134.4	103.0	-2,178.4	41.2
P/S	14.5	11.2	7.6	6.0	5.1
EV/EBITDA	40.5	33.5	16.2	12.7	10.0
CAGR(%)	124.5%	76.5%	64.9%	124.5%	76.5%
PEG	18.9	1.2	0.5	0.2	0.3
ROIC/WACC	0.4	0.7	2.0	4.7	4.5
REP	14.4	7.6	5.4	1.7	1.5

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

崔文亮声明，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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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