

强烈推荐-A (维持)

天坛生物 600161.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 45.51 元
2017 年 04 月 27 日

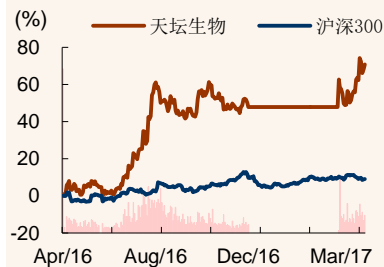
业绩符合预期, 重组顺利推进中

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	51547
已上市流通股(万股)	51547
总市值(亿元)	235
流通市值(亿元)	235
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	15.8
资产负债率	57.1%
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	16	11	72
相对表现	17	8	64



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天坛生物(600161)一采浆量和吨浆效益将持续提升, 低估的央企龙头》2017-04-05
- 2、《天坛生物(600161)一疫苗业务剥离, 央企优势被低估》2017-03-24

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
S1090517040001

天坛生物 2016 年收入和净利润分别同比增长 29.53% 和 2523%, 2017 年 1 季度收入和净利润分别同比增长 45.17% 和 14829%。业绩都符合预期。我们继续看好血制品国家队的政府资源优势, 未来采浆量持续较快增长, 吨浆净利润也将逐年提升, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **年报业绩符合预期。**公司 2016 年收入 20.9 亿元, 同比增长 29.53%, 净利润 2.6 亿元, 同比增长 2523% (2015 年受疫苗业务搬迁、亦庄折旧较高和麻腮风产出率下降影响, 净利润只有 997 万元), 扣非净利润 2.4 亿元, 同比增长 2199%; EPS 0.51 元, 基本符合预期。**分红方案: 每 10 股分红 3 元 (含税), 并送红股 3 股。**这也是近 4 年来首次分红, 表明公司在摆脱疫苗业务的拖累之后, 对业绩信心更加充足。同时, 公司公告总经理、副总、财务总监因工作变动辞职, 符合我们此前判断: 公司经营剥离疫苗、聚焦血制品业务之后, 将来是集团血制品业务负责人来带头。
- **1 季报业绩符合预期。**1 季报收入 5.2 亿元, 同比增长 45.17%, 净利润 9958 万元, 同比增长 14829% (去年 1 季度仍然没利润), 扣非净利润 9646 万元, 同比增长 2695%。EPS 0.19 元。符合此前业绩预告。
- **成都蓉生不仅采浆量快速增长, 而且吨浆净利润持续提升。**血液制品 2016 年收入 129 亿元, 同比增长 29.29%, 毛利率 54.39%, 同比上升 6.94 个百分点, 净利润 4.5 亿元, 同比大幅增长 67.3%。2016 年采浆量 683 吨, 同比增长 16.9%, 吨浆净利润接近 70 万/吨 (2015 年仅 46 万元/吨), 由于成都蓉生现在批文不多, 我们估计 70~80 万/吨已经是目前产品线能达到的上限, 这也表明成都蓉生去年内部管理提升非常明显, 跑冒滴漏大幅减少, 从毛利率的大幅上升也可以看出来。今年下半年我们预计八因子能够获批, 有望新增净利润 20 万/吨, 即明年成都蓉生的吨浆净利润有望达到 90 万/吨, 基本接近华兰生物水平。公司正在自身改善, 将逐步消除市场对央企的偏见。今年 1 季度血制品业务收入 3.5 亿元同比增长 25.82%, 净利润 1.26 亿元, 同比增长 56.29%, 较高增速主要原因是去年 1 季度吨浆净利润还较低。三大所血制品业务的注入, 我们估计将在今年 10 月份左右启动, 明年 3 月之前完成。

财务数据与估值

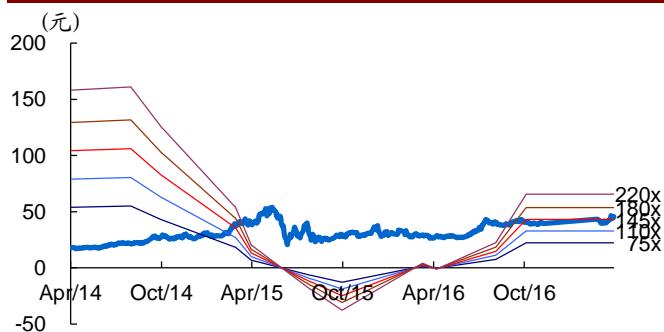
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1618	2096	1677	2325	2816
同比增长	-11%	30%	-20%	39%	21%
营业利润(百万元)	182	356	609	818	1044
同比增长	-36%	96%	71%	34%	28%
净利润(百万元)	10	262	482	713	906
同比增长	-92%	2524%	84%	48%	27%
每股收益(元)	0.02	0.51	0.94	1.38	1.76
PE	2351.2	89.6	48.6	32.9	25.9
PB	12.1	10.7	9.1	7.5	6.1

资料来源: 公司数据、招商证券

- **疫苗业务。**疫苗 2016 年收入同比增长 31.36%，毛利率同比略升 0.07 个百分点。今年 1 季度疫苗收入 1.7 亿元，同比增长 104%，净利润亏损 2772 万元，同比减亏 64.48%。**疫苗剥离方案已经在近日股东会通过，疫苗业务即将剥离。**
- **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 85~90 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。
- **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。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**预计 2017~2019 年 EPS 0.94/1.38/1.76 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。

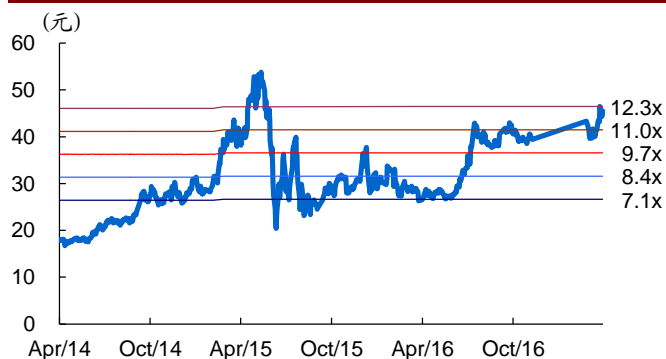
4、PE-PB Band（公司报告必备）

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1758	2002	2117	1524	2036
现金	564	660	1090	126	343
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	62	51	41	57	69
应收款项	150	213	156	216	262
其它应收款	18	51	41	56	68
存货	944	1000	769	1040	1260
其他	20	26	20	28	34
非流动资产	3874	3782	3602	3438	3286
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2611	2445	2286	2139	2003
无形资产	192	188	169	153	137
其他	1070	1148	1147	1146	1146
资产总计	5632	5783	5719	4961	5322
流动负债	1423	1195	2498	1172	841
短期借款	330	270	0	395	0
应付账款	46	53	41	56	67
预收账款	178	164	127	172	209
其他	869	708	2330	550	565
长期负债	1973	2147	347	347	347
长期借款	1780	1912	112	112	112
其他	193	235	235	235	235
负债合计	3396	3342	2846	1519	1188
股本	515	515	515	515	515
资本公积金	152	143	143	143	143
留存收益	1274	1536	1915	2484	3175
少数股东权益	295	247	300	300	300
归属于母公司所有者权益	1942	2194	2574	3142	3834
负债及权益合计	5632	5783	5719	4961	5322

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	473	428	1030	671	869
净利润	10	262	482	713	906
折旧摊销	196	205	210	196	182
财务费用	124	99	36	56	14
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	32	(169)	257	(300)	(237)
其它	111	32	45	7	5
投资活动现金流	(300)	(209)	(30)	(30)	(30)
资本支出	(301)	(209)	(30)	(30)	(30)
其他投资	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	(568)	(159)	(570)	(1606)	(622)
借款变动	(438)	(96)	(432)	(1405)	(395)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(9)	(9)	0	0	0
股利分配	0	0	(103)	(145)	(214)
其他	(121)	(54)	(36)	(56)	(14)
现金净增加额	(394)	60	430	(964)	217

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1618	2096	1677	2325	2816
营业成本	832	980	759	1028	1245
营业税金及附加	9	28	23	31	38
营业费用	91	128	45	63	76
管理费用	321	445	205	330	400
财务费用	111	96	36	56	14
资产减值损失	72	62	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	182	356	609	818	1044
营业外收入	25	25	25	25	25
营业外支出	9	4	4	4	4
利润总额	198	378	631	839	1065
所得税	82	75	95	126	160
净利润	116	303	536	713	906
少数股东损益	106	41	54	0	0
归属于母公司净利润	10	262	482	713	906
EPS (元)	0.02	0.51	0.94	1.38	1.76

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-11%	30%	-20%	39%	21%
营业利润	-36%	96%	71%	34%	28%
净利润	-92%	2524%	84%	48%	27%
获利能力					
毛利率	48.6%	53.2%	54.7%	55.8%	55.8%
净利率	0.6%	12.5%	28.8%	30.7%	32.2%
ROE	0.5%	11.9%	18.7%	22.7%	23.6%
ROIC	3.8%	7.6%	11.4%	18.8%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	57.8%	49.8%	30.6%	22.3%
净负债比率	40.5%	40.5%	33.4%	10.2%	2.1%
流动比率	1.2	1.7	0.8	1.3	2.4
速动比率	0.6	0.8	0.5	0.4	0.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.5	0.5
存货周转率	0.9	1.0	0.9	1.1	1.1
应收帐款周转率	8.8	11.5	9.1	12.5	11.8
应付帐款周转率	18.7	19.8	16.2	21.3	20.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.02	0.51	0.94	1.38	1.76
每股经营现金	0.92	0.83	2.00	1.30	1.69
每股净资产	3.77	4.26	4.99	6.10	7.44
每股股利	0.00	0.20	0.28	0.42	0.53
估值比率					
PE	2351.2	89.6	48.6	32.9	25.9
PB	12.1	10.7	9.1	7.5	6.1
EV/EBITDA	-7.7	-5.7	-4.4	-3.5	-3.0

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。