

强烈推荐-A (维持)

天坛生物 600161.SH

目标估值: N/A
 当前股价: 38.81 元
 2017年07月02日

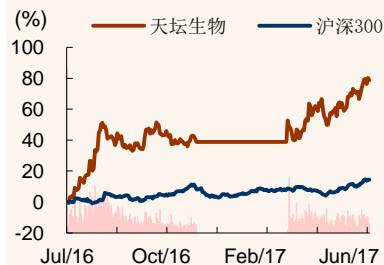
重组八因子申报临床, 血源八因子有望下半年获批

基础数据

上证综指	3192
总股本(万股)	67011
已上市流通股(万股)	67011
总市值(亿元)	260
流通市值(亿元)	260
每股净资产(MRQ)	3.4
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	11	29	83
相对表现	6	18	67



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天坛生物(600161)一业绩符合预期, 重组顺利推进中》2017-04-27
- 2、《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
- 3、《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

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090511040046

公司的重组八因子是国内第5个申报临床的企业, 市场空间非常大。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。

- **事件:** 公司公告, 子公司成都蓉生的重组八因子近日收到临床申报受理号。
- **点评: 重组和血源的八因子都是紧缺的血友病药物。**我国有10万注册的血友病患者, 85%是甲型血友病, 每年对八因子的需求在13亿IU以上, 但2016年供应极其不足, 血源八因子的供应仅2亿IU, 进口的重组八因子约1亿IU, 但价格昂贵, 每IU价格约为血源八因子的2倍。因此, 市场对于国产八因子的潜在需求非常强。
- **国产八因子如果获批, 可能带来八因子市场的大幅扩容。**由于八因子供应极其不足, 所以在报销政策上, 国家仅仅在患者发生出血时才给予报销, 而不能跟国外一样对于日常的预防使用也给予报销。因此, 中国的八因子人均用量是0.2IU, 远远低于发达国家的5IU/人水平, 也低于世界平均水平2.5IU/人, 甚至低于WHO规定的及格线1IU/人。一旦放开日常预防使用八因子的报销, 将导致八因子需求量至少上升5倍以上。我们判断, 这一报销政策的放开, 极有可能在国内八因子获批之后实施。
- **国内重组八因子的现状: 外企垄断, 国内企业刚刚进入临床。**中国已获批的重组八因子仅有三家外企, 包括百特、拜耳、惠氏。国内企业目前最快的也在临床阶段, 我们查询判断, 在临床阶段的有正大天晴(1177.HK)、神州细胞、精鼎医药, 正在申报临床的有诺思兰德(新三板430047)。另外, 我们判断, 国内企业申报的都是第二代技术, 而国外多个企业已经采用第三代技术。不过, 两代技术在疗效上并没有差别, 主要是稳定性和半衰期的差别。
- 我们判断, 成都蓉生的重组八因子是仿制惠氏的重组八因子, 已经研发10多年, 技术难度基本解决。成都蓉生虽然是第5个申报的, 但由于市场空间足够大, 仍然值得看好, 而且蓉生一旦获批, 也将是第一个能够同时提供重组和血源八因子的国内企业, 我们判断, 明年有望获批临床, 如果临床顺利, 上市时间可能在2021年左右。

财务数据与估值

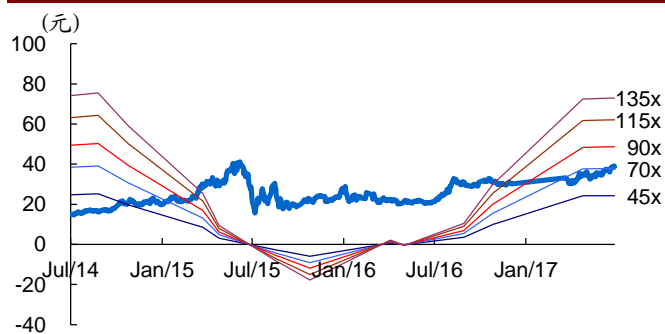
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1618	2096	1677	2325	2816
同比增长	-11%	30%	-20%	39%	21%
营业利润(百万元)	182	356	609	818	1044
同比增长	-36%	96%	71%	34%	28%
净利润(百万元)	10	262	482	713	906
同比增长	-92%	2524%	84%	48%	27%
每股收益(元)	0.02	0.51	0.72	1.06	1.35
PE	2005.1	76.4	53.7	36.6	28.7
PB	10.3	9.1	10.1	8.3	6.8

资料来源: 公司数据、招商证券

- **成都蓉生的新工艺血源八因子已经申报生产，进入快速审批通道，我们估计今年下半年有望获批生产。**成都蓉生去年吨浆净利润 70 万元/吨，明年有了八因子的贡献，成都蓉生的吨浆净利润有望提升到 90 万元/吨以上。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。
- **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。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**预计 2017~2019 年 EPS 0.72/1.06/1.35 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。我们看好天坛生物重组后，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。

PE-PB Band

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	670	670	670
资本公积金	152	143	143	143	143
留存收益	1274	1536	1761	2330	3021
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	0.72	1.06	1.35

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	0.72	1.06	1.35
每股经营现金	0.92	0.83	1.54	1.00	1.30
每股净资产	3.77	4.26	3.84	4.69	5.72
每股股利	0.00	0.20	0.22	0.32	0.41
估值比率					
PE	2005.1	76.4	53.7	36.6	28.7
PB	10.3	9.1	10.1	8.3	6.8
EV/EBITDA	21.6	16.0	12.2	9.7	8.4

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。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

团队荣誉：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

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。