

2017年07月16日

天坛生物 (600161.SH)

核心子公司成都蓉生业绩符合预期，未来几年有望继续保持较快增长

事件：公司发布2017年中报业绩预增公告，公司血液制品业务实现营业收入6.94亿元，与上年同期（法定披露数据）相比增长13.95%，与上年同期（重述调整数据）相比增长7.81%；实现归属于上市公司股东净利润2.19亿元，与上年同期（法定披露数据）相比增长16.93%，与上年同期（重述调整数据）相比增长15.28%。

点评：

■我们预测，上半年成都蓉生内生净利润增速在20%左右，符合先前预期：公司上半年已经完成疫苗资产的剥离和贵州中泰80%股权的注入，报表口径有所变化，为成都蓉生与贵州中泰的合并业绩。去年1-11月贵州中泰实现收入3622万元，预计全年在4000万元左右，参照去年收入水平，上半年预计收入2000万元左右，由此推测蓉生中报收入约为6.74亿元，同比增长11.4%；此外，去年中报蓉生收入6.05亿元，同比增28.46%，而去年上半年静丙批签发增速仅为12%，白蛋白增速仅为2%，即便考虑去年年初血制品价格上涨的因素，去年上半年收入也相对偏高，今年中报收入增速略低于投浆增速也在情理之中（上半年投浆增速预计15%左右）。净利润层面，去年上半年为9692.85万元，根据公告，去年中报中泰并表重述调整后净利润增加267.77万元。然而由于资产重组的影响，贵州中泰去年下半年以来出现亏损，截至去年11月份亏损554.28万元，今年上半年预计仍未实现扭亏，因此我们推断，扣除贵州中泰利润并表的影响（去年盈利、今年亏损），蓉生上半年实际净利润增速应在20%左右，符合先前预期。

■明年重组完成后，成都蓉生将通过管理输出带动上生、武生、兰生三所提升盈利能力，业绩释放空间较大，具备显著估值优势：成都蓉生单站采浆38吨，吨浆利润近80万元，运营效率在血制品行业排名靠前。未来三大所注入完成后，有望通过管理输出快速将其远低于行业平均水平的采浆能力和盈利能力提升至接近蓉生的水平（三大所的品种文号比蓉生更全），明年来看，五家血制品公司合计采浆1700吨、平均吨浆利润达到70万元左右应是大概率事件。蓉生凝血因子Ⅷ预计今年年底有望获批（纳入快速审批通道），吨浆利润有望提升13万元左右，足以对冲目前市场普遍担心的白蛋白降价风险。按照重组后备考业绩来看，公司目前的吨浆市值仅为2400万元左右，估值方面仍具有显著优势，具有较大的提升空间。

■血制品行业短期承压是多方面因素造成，厂商销售改革是解决问题

公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 买入-A

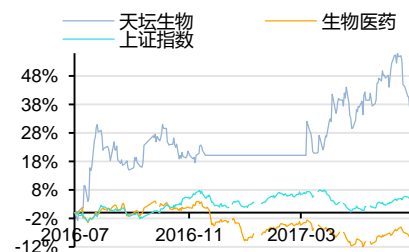
维持评级

12个月目标价：46.15元
股价（2017-07-14）34.00元

交易数据

总市值(百万元)	22,783.64
流通市值(百万元)	22,783.64
总股本(百万股)	670.11
流通股本(百万股)	670.11
12个月价格区间	31.90/49.14元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.36	7.85	37.55
绝对收益	-8.49	7.12	43.05

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：管理改善、吨浆利润提升和采浆量增长多重因素驱动公司未来几年业绩快速增长/崔文亮	2017-05-17
天坛生物：年报业绩亮眼，血制品专家接任总经理有望迎来经营拐点/崔文亮	2017-04-27
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/周小刚	2017-04-17
天坛生物：中报业绩亮眼，高纯静丙价值存在预期差/吴永强	2016-08-31
天坛生物：王者归来，价	

的突破口：2016年，全国采浆量增长超过20%，在一定程度上弥补了血制品供应紧绷的态势，但流通渠道层面去年发生了一系列比较重大的变化：如上半年的山东疫苗事件、国务院94号文、以及各省陆续推行的“两票制”等，大量小型经销商被淘汰出局，导致流通渠道大幅缩减，各厂商的产品集中涌向主流渠道，造成“交通拥堵”。一二线城市的常规市场供给迅速接近饱和状态，而三四线城市的渠道疏通及市场培育又是一个相对漫长的过程，加之当前医院“药占比”控制趋严，各因素的叠加，导致当前血制品销售层面出现了一些压力。我们认为，问题的症结在于：由于多年供需缺口的存在，厂商已经习惯了相对强势的市场地位，销售能力有所退化，这种现象其实比较异常，不会长久持续，而现在就是厂商自营销售力量从无到有、由弱至强所必须经历的阵痛期。我们判断，未来有望进一步打开血制品行业成长空间的产品必将是静丙，目前，我国与西方国家静丙人均用量相差十倍，由于限制静丙进口，外国厂商的销售队伍无法进入国内，无人组织有效的学术推广，这需要国内龙头企业们共同去努力，挖掘终端需求，把市场做大。我们认为，包括公司在内的国内主流血制品厂商已经认识到了销售推广的重要性，已逐步开始组建自营销售队伍，血制品，尤其是静丙需求端的扩大将是行业中长期发展的必然趋势。

■ **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%；暂不考虑集团内部血浆组分调拨预期，净利润分别为6.59（备考）、8.50、10.82亿元，对应当前市值，PE分别为35X、27X、21X；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，且经营激励机制将逐步改善。维持买入-A的投资评级，未来12个月目标价为46.15元。

■ **风险提示**：白蛋白降价压力；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)	2015	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)	0.01	0.39	0.98	1.27	1.61
每股净资产(元)	2.90	3.27	4.27	5.54	7.16

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,283.6	87.0	34.6	26.8	21.1
市净率(倍)	11.7	10.4	8.0	6.1	4.8
净利润率	0.6%	12.5%	21.4%	21.7%	23.3%
净资产收益率	5.2%	12.4%	30.2%	28.0%	26.3%
股息收益率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.8%	9.7%	25.8%	70.1%	64.5%

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%	-51.9%	38.0%	19.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	0.8%	9.2%	37.6%	38.9%	35.7%
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	249	249	306
						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	641	514	523
						投资资本周转天数	810	654	336	204	220
						投资回报率					
						ROE	5.2%	12.4%	30.2%	28.0%	26.3%
						ROA	2.1%	5.2%	19.5%	21.8%	22.2%
						ROIC	4.8%	9.7%	25.8%	70.1%	64.5%
						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%	31.9%	18.7%	12.5%
						负债权益比	151.8%	136.9%	46.9%	23.0%	14.3%
						流动比率	1.24	1.68	1.56	3.08	5.35
						速动比率	0.57	0.84	1.19	2.13	3.58
						利息保障倍数	2.63	4.71			
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.23	-	-	-
						分红比率	0.0%	59.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	563.6	660.3	1,445.3	1,892.6	3,044.9
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	5,196.3	5,999.8	7,496.4
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	495.0	952.4	1,535.2
股本	515.5	515.5	670.1	670.1	670.1
留存收益	1,438.4	1,689.9	2,193.4	3,043.6	4,125.7
股东权益	2,236.2	2,441.0	3,358.5	4,666.2	6,331.0

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	-2,019.4	-149.4	-0.1

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.01	0.39	0.98	1.27	1.61
BVPS(元)	2.90	3.27	4.27	5.54	7.16
PE(X)	2,283.6	87.0	34.6	26.8	21.1
PB(X)	11.7	10.4	8.0	6.1	4.8
P/FCF	-45.4	130.5	100.0	-2,115.7	40.1
P/S	14.1	10.9	7.4	5.8	4.9
EV/EBITDA	40.5	33.5	15.5	12.2	9.6
CAGR(%)	124.5%	76.5%	64.9%	124.5%	76.5%
PEG	18.3	1.1	0.5	0.2	0.3
ROIC/WACC	0.4	0.8	2.1	5.6	5.2
REP	13.7	7.3	5.6	1.5	1.3

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
	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
深圳联系人	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