

重组铸就血制品龙头，盈利能力逐步提升

- **事件:** 公司股东大会通过了大股东提案，公司将把疫苗资产转移给大股东，大股东则把全部血制品业务通过作价入股置入公司的控股子公司成都蓉生。
- **血制品量价齐升，行业景气度持续提升。** 2010年卫生部测算我国采浆量需求约8000吨，预计目前的采浆量需求超过12000吨，然而2015年实际采浆量仅为6000吨左右，存在巨大的供需缺口。2013-2015年期间，广东、江西等省份浆站审批态度转暖，全国共新批浆站40多个，浆站总数超过200多个。在供不应求现状长期存在的大背景下，增加浆站供给将是顺势所趋，未来几年或将迎来浆站审批高峰期。自2015年6月1日最高零售价限制放开以来，血制品步入阶梯式提价阶段。我们分析认为最具提价空间的产品依次是人纤维蛋白原、静丙、凝血因子，近期纤维蛋白原提价80-130%，静丙提价10-20%也验证了我们的判断，但与国外价格相比仍然存在至少一倍以上的提价空间。血制品供不应求的状况在未来5-10年都将长期存在，随着采浆量和价格逐步提升，血制品行业有望保持20%以上的高增长态势，是医药行业景气度最高的子领域。
- **重组铸就国内血制品龙头。** 除天坛生物以外，大股东旗下的血制品业务还包括上海所、兰州所、武汉所和贵州中泰，共计拥有48个浆站，采浆量超过1000吨，是国内当之无愧的血制品龙头。公司持有成都蓉生90%的股权，成都蓉生2015年采浆量约为580吨，归属上市公司的权益采浆量为540吨。我们预计血制品业务注入后公司将持有成都蓉生65%-70%的股权，权益采浆量为650吨左右，短期直接增幅在20%左右。从长期来看，公司有望回收成都蓉生少数股权形成全资控股，再加上中生股份单个浆站平均采浆量（现在是1000/48=21吨）将逐步提高到卫计委要求的30吨左右，即便不考虑新浆站获批，远期采浆量有望超过1400吨。
- **协同效应明显，吨浆利润逐步提升。** 2014年公司吨浆利润仅为40万元左右，中生旗下其他血制品业务的吨浆利润更低仅为30多万，远低于华兰生物和博雅生物吨浆利润接近100万。但完成重组后，随着协同效应释放，公司吨浆利润将逐步提升：1) 血制品批文将从8个增加到10个（新增凝血酶原复合物和狂免），各子公司通过工艺输出和生产协调将提高吨浆收率和利润；2) 销售渠道、研发能力、管理运营等方面具有明显的协同效应，综合盈利能力将逐步提升。
- **业绩预测与估值:** 如不考虑业务重组的影响，我们预计2015-2017年EPS分别为0.02元、0.06元、0.14元，对应PE分别为1813倍、457倍、209倍。但如仅考虑血制品业务，2015-2017年净利润预计分别为2.5亿、3.0亿、3.9亿，对应PE分别为60倍、50倍、39倍。考虑到重组完成后公司作为中生旗下唯一的血制品平台，血制品业务将大幅度扩张且提升空间大，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 重组进度或低于预期的风险；业务整合或低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1826.55	1699.60	1782.52	2043.97
增长率	-0.54%	-6.95%	4.88%	14.67%
归属母公司净利润(百万元)	128.39	8.30	32.91	72.14
增长率	-65.49%	-93.54%	296.49%	119.20%
每股收益EPS(元)	0.25	0.02	0.06	0.14
净资产收益率ROE	10.20%	0.54%	2.16%	4.58%
PE	117	1813	457	209
PB	6.79	6.74	6.60	6.29

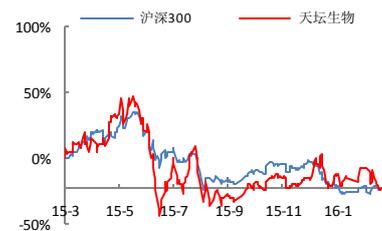
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.15
流通A股(亿股)	5.15
52周内股价区间(元)	20.02-55.5
总市值(亿元)	150.52
总资产(亿元)	58.06
每股净资产(元)	3.85

相关研究

1. 天坛生物(600161): 血液制品快速增长, 疫苗业务变化不大 (2014-03-25)

关键假设:

考虑到血制品采浆量和价格逐步提升带来收入和毛利率提升, 预计 2015-2017 年血制品业务收入增速分别为 5%、15%和 25%, 毛利率分别为 45%、47%和 50%。

表 1: 天坛生物主营业务预测 (百万元)

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	1502.4	1836.5	1826.6	1699.6	1782.5	2044.0
yoy	8%	22%	-1%	-7%	5%	15%
营业成本	606.6	792.8	773.0	836.5	857.1	940.2
毛利率	60%	57%	58%	51%	52%	54%
血制品						
收入	567.1	911.2	953.4	1001.1	1151.3	1439.1
yoy		61%	5%	5%	15%	25%
成本	274.3	516.7	533.2	550.6	610.2	719.5
毛利率	52%	43%	44%	45%	47%	50%
疫苗						
收入	913.9	911.3	840.7	672.5	605.3	575.0
yoy		0%	-8%	-20%	-10%	-5%
成本	313.5	264.7	227.6	269.0	230.0	201.3
毛利率	66%	71%	73%	60%	62%	65%
其他						
收入	21.4	14.0	32.5	26.0	26.0	29.9
yoy		-35%	132%	-20%	0%	15%
成本	18.7	11.4	12.2	16.9	16.9	19.4
毛利率	12%	18%	62%	35%	35%	35%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1826.55	1699.60	1782.52	2043.97	净利润	226.16	12.03	49.22	109.48
营业成本	773.00	836.50	857.06	940.21	折旧与摊销	111.55	321.02	420.13	538.44
营业税金及附加	12.21	15.38	14.70	16.87	财务费用	115.32	134.72	161.46	175.86
销售费用	147.03	152.96	142.60	143.08	资产减值损失	62.66	90.00	100.00	120.00
管理费用	433.17	458.89	445.63	510.99	经营营运资本变动	-42.78	32.78	-11.33	-20.90
财务费用	115.32	134.72	161.46	175.86	其他	5.04	-85.12	-100.95	-120.34
资产减值损失	62.66	90.00	100.00	120.00	经营活动现金流净额	477.95	505.43	618.52	802.54
投资收益	1.74	0.00	0.00	0.00	资本支出	-198.34	-1000.00	-1500.00	-1800.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-263.44	-70.00	-75.00	-80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-461.78	-1070.00	-1575.00	-1880.00
营业利润	284.90	11.15	61.07	136.96	短期借款	68.00	-8.00	50.00	488.64
其他非经营损益	18.67	5.00	5.00	10.00	长期借款	-414.77	1000.00	200.00	300.00
利润总额	303.57	16.15	66.07	146.96	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	77.42	4.12	16.85	37.48	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	226.16	12.03	49.22	109.48	其他	618.14	-73.45	-46.46	-60.86
少数股东损益	97.76	3.73	16.31	37.35	筹资活动现金流净额	271.37	918.55	203.54	727.78
归属母公司股东净利润	128.39	8.30	32.91	72.14	现金流量净额	285.83	353.97	-752.93	-349.68
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	953.03	1307.00	554.07	204.40	成长能力				
应收和预付款项	305.20	347.71	347.44	394.97	销售收入增长率	-0.54%	-6.95%	4.88%	14.67%
存货	814.32	876.34	898.95	986.89	营业利润增长率	-46.97%	-96.09%	447.83%	124.26%
其他流动资产	7.27	6.77	7.10	8.14	净利润增长率	-50.99%	-94.68%	309.17%	122.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-22.18%	-8.77%	37.65%	32.46%
投资性房地产	1.39	1.39	1.39	1.39	获利能力				
固定资产和在建工程	3406.20	4114.24	5223.16	6513.78	毛利率	57.68%	50.78%	51.92%	54.00%
无形资产和开发支出	204.37	175.44	146.51	117.58	三费率	38.08%	43.93%	42.06%	40.60%
其他非流动资产	323.65	393.53	468.40	548.28	净利率	12.38%	0.71%	2.76%	5.36%
资产总计	6015.45	7222.43	7647.04	8775.43	ROE	10.20%	0.54%	2.16%	4.58%
短期借款	208.00	200.00	250.00	738.64	ROA	3.76%	0.17%	0.64%	1.25%
应付和预收款项	331.53	419.84	412.94	458.31	ROIC	8.18%	2.69%	3.39%	3.83%
长期借款	1044.45	2044.45	2244.45	2544.45	EBITDA/销售收入	28.02%	27.47%	36.05%	41.65%
其他负债	2213.83	2325.56	2457.85	2642.75	营运能力				
负债合计	3797.82	4989.85	5365.24	6384.14	总资产周转率	0.31	0.26	0.24	0.25
股本	515.47	515.47	515.47	515.47	固定资产周转率	1.15	0.65	0.51	0.46
资本公积	164.06	164.06	164.06	164.06	应收账款周转率	6.79	7.15	6.92	7.44
留存收益	1264.37	1272.67	1305.58	1377.71	存货周转率	0.91	0.99	0.96	0.99
归属母公司股东权益	1940.98	1952.19	1985.10	2057.24	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	105.52%	—	—	—
少数股东权益	276.66	280.39	296.70	334.05	资本结构				
股东权益合计	2217.63	2232.58	2281.80	2391.28	资产负债率	63.13%	69.09%	70.16%	72.75%
负债和股东权益合计	6015.45	7222.43	7647.04	8775.43	带息债务/总负债	32.98%	44.98%	46.49%	51.43%
					流动比率	0.82	0.93	0.63	0.44
					速动比率	0.50	0.61	0.32	0.17
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	511.77	466.88	642.66	851.25	每股收益	0.25	0.02	0.06	0.14
PE	117.23	1813.44	457.37	208.65	每股净资产	4.30	4.33	4.43	4.64
PB	6.79	6.74	6.60	6.29	每股经营现金	0.93	0.98	1.20	1.56
PS	8.24	8.86	8.44	7.36	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	32.02	36.40	28.04	22.53					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn