

天坛生物 (600161.SH) 生物技术行业

评级：增持 首次评级

公司研究

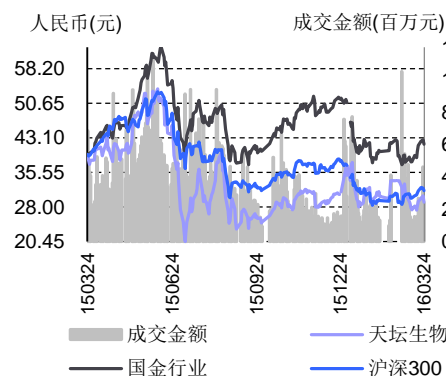
市场价格(人民币)：29.09元

整合拉开序幕，中生集团血液制品平台

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	515.47
总市值(百万元)	14,994.93
年内股价最高最低(元)	53.79/20.45
沪深300指数	3181.85
上证指数	2960.97



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.722	0.249	0.017	0.408	0.475
每股净资产(元)	3.74	3.77	3.66	3.94	4.28
每股经营性现金流(元)	1.10	0.93	0.70	1.13	1.33
市盈率(倍)	29.46	103.62	1,829.66	73.95	63.61
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	127.79	99.33	99.33
净利润增长率(%)	22.01%	-65.49%	-93.38%	2374.12%	16.26%
净资产收益率(%)	19.32%	6.61%	0.45%	10.37%	11.09%
总股本(百万股)	515.47	515.47	515.47	515.47	515.47

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **改革取得初步进展，中生集团下属唯一血液制品业务平台：**公司此前公告申请将解决同业竞争的承诺延期2年，拟将中生集团下属子公司上海所、武汉所、兰州所经营的血液制品业务注入成都蓉生，同时将天坛经营的疫苗资产业务控制权转移给中生股份，彻底解决天坛与控股股东之间的同业竞争问题，资产注入与剥离工作预计在未来的2年时间内完成。
- **行业整合是趋势，中生集团血液制品整合拉开序幕，**如整合完成，天坛生物将成为国内最大的血液制品生产企业，由蓉生原有18家单采血浆站增加到将近40家，成为国内单采血浆站数量最多，投浆量最大的血液制品龙头企业；同时，血制品资产整合之后，经营效率将有可能提升。
- **血液制品行业发展趋势依然看好，具有资源稀缺性价值属性：**血制品需求旺盛，临床缺口依旧较大，各地虽然在加快试点新浆站审批速度，但浆源增长依然缓慢，我们预计，血液制品资源稀缺属性至少还能持续3-5年。
- **血液制品价值拓展之一：产品研发和适应症拓展。**丰富的产品线是血液制品企业竞争力的重要因素，产品数量提升能够提高吨浆收入和利润。血制品企业大多以人白和静丙为主，小制品批文较少，规范企业新产品获批速度有望提速，天坛生物目前小制品批文较少，小制品研发正在进行中；从适应症来看，相比国外20多种产品的几十种适应症，国内血液制品的适应症拓展空间还很大。
- **血液制品价值拓展之二：浆源拓展。**在血制品供需倒挂面前，浆源拓展能力是重要的竞争因素，成都蓉生近两年积极拓展浆站资源，占据四川地区优越的地理位置，中生集团整体占据较好的浆站资源优势。
- **血制品价值拓展之三：控成本，提价格。**因血液制品的稀缺性和需求旺盛，血液制品是医药行业里极少数有具备提价空间的品种，人白受制于进口，但其他血液制品因需求旺盛具有一定的提价空间。

投资建议

- 血液制品行业发展趋势看好，资源稀缺属性还将持续，我们看好天坛生物(中生集团)浆站资源价值和未来盈利改善空间。

估值

- 公司由于2014年开始整体搬迁至亦庄，几十亿在建工程开始转固，2014-2015年业绩大幅下滑，假设天坛生物的疫苗业务能够在今年剥离完成，由

叶苏 分析师 SAC 执业编号：S1130513060003
(8621)60230225
yesu@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

于暂时无法预计中生集团血液制品注入资产的情况，2016-2017 年仅考虑子公司成都蓉生的血液制品资产，我们给予公司 2015-2017 年 EPS 为 0.019、0.415 和 0.483，给予“增持”评级。

风险

- 整合进展低预期；浆站资源拓展低预期；血制品成本上升影响盈利能力

内容目录

疫苗业务剥离，中生集团血液制品业务注入上市公司.....	4
血液制品行业需求旺盛，盈利能力强.....	5
血液制品可替代性低，需求呈现刚性.....	5
行业需求增长的速度快于供给.....	6
行业整合正当时，如整合完成，天坛生物将成为规模最大的血制品企业.....	6
血液制品行业具有稀缺性资源属性.....	6
血制品行业的价值拓展之一：产品研发和新适应症拓展.....	7
血制品行业的价值拓展之二：新开浆站.....	9
血制品价值拓展三：控成本，提价格，静丙和小制品景气度高.....	10
投资逻辑.....	10
投资建议.....	11
估值.....	11
风险.....	11

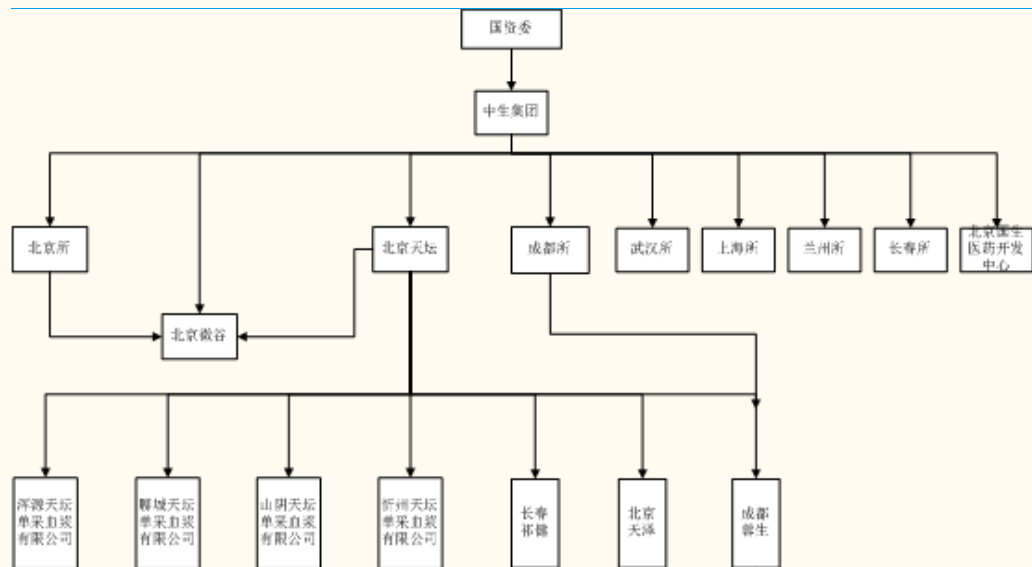
图表目录

图表 1：中生集团业务架构.....	4
图表 2：集团改革方案.....	5
图表 3：人体血液中血浆蛋白质只占 3.5%.....	5
图表 4：血浆蛋白中以白蛋白为主.....	5
图表 5：血制品企业吨浆收入对比.....	6
图表 6：各类血液制品用途.....	8
图表 7：国外上市的血液制品适应症.....	8
图表 8：上市公司血液制品产品数量对比.....	9
图表 9：全球采浆量统计.....	10

疫苗业务剥离，中生集团血液制品业务注入上市公司

- 北京天坛生物制品股份有限公司（简称“天坛生物”）是一家从事疫苗、血液制剂、诊断用品等生物制品的研究、生产、经营为一体的企业。控股股东中国生物技术集团公司持有公司 56.27% 的股份。
- 天坛生物目前拥有长春祁健生物制品有限公司、成都蓉生药业有限责任公司、数家单采血浆公司等控股子公司。
- 中国生物技术集团公司（中生集团）隶属于中国医药集团总公司，是我国历史最为悠久的历史专业从事卫生防疫和疫苗、血清和血液制品研究及生产的机构，是集科研开发、生产、经营为一体的中国最大的生物技术企业集团。集团公司及所属各生物制品研究所一直承担着预防、控制、消灭传染病用生物制品的生产供应任务，是国内生物制品特别是国家计划疫苗产品和血液制品的主要供应者。集团公司承担了 80% 以上的国家规划免疫疫苗的生产任务。

图表 1：中生集团业务架构



来源：公司公告 国金证券研究所

- 2011 年 3 月，中生集团就曾承诺五年内解决天坛生物与其旗下子公司同业竞争的问题，虽然当前天坛生物已于北京所完成切割，通过资产并购与长春所、成都所改善了同业竞争态势，但是与上海所、兰州所、武汉所的竞争关系一直未得到妥善解决。
- 公司此前公告，为保护中小股东利益，提升上市公司的经营业绩和盈利能力，中生股份初步确定了将下属经营血液制品业务的主要资产以作价入股公司控股子公司成都蓉生药业有限责任公司等方式转入上市公司，同时公司将把下属经营疫苗资产业务的相关资产的控制权转移给中生股份的基本方案，拟将天坛生物打造为中生股份下属唯一的血液制品业务专业运作平台。
- 中生股份拟作价出资注入成都蓉生药业有限公司的血液制品业务中包括了下属子公司上海生物制品研究所有限责任公司、武汉生物制品研究所有限责任公司、兰州生物制品研究所有限责任公司经营的血液制品业务，其相关资产和公司下属经营疫苗制品业务的部分资产尚需进行剥离、分拆工作，方能符合资产注入的条件，预计工作将在未来 2 年之内完成。

图表 2：集团改革方案

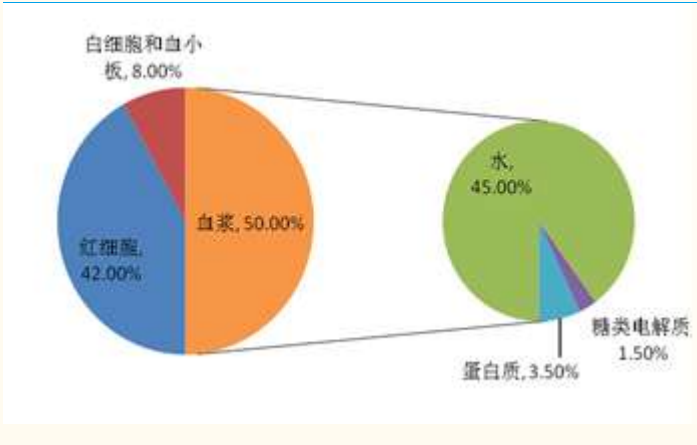
序号	同业竞争对方名称	同业竞争产品	调减产品名称
1	上海生物制品研究所有限责任公司	麻疹疫苗、风疹疫苗、流感疫苗、麻腮风三联、A 群脑炎疫苗、伤寒、水痘疫苗、人血白蛋白、人免疫球蛋白	A 群脑炎疫苗、伤寒疫苗
2	兰州生物制品研究所有限责任公司	麻疹疫苗、流感疫苗、人血白蛋白、人免疫球蛋白	流感疫苗
3	武汉生物制品研究所有限责任公司	麻疹疫苗、无细胞百白破疫苗、A 群脑炎疫苗、人血白蛋白、人免疫球蛋白	麻疹疫苗
4	成都生物制品研究所有限责任公司	无细胞百白破疫苗、A 群脑炎疫苗	A 群脑炎疫苗
5	长春生物制品研究所有限责任公司	流感疫苗	无

来源：公司公告 国金证券研究所

血液制品行业需求旺盛，盈利能力强

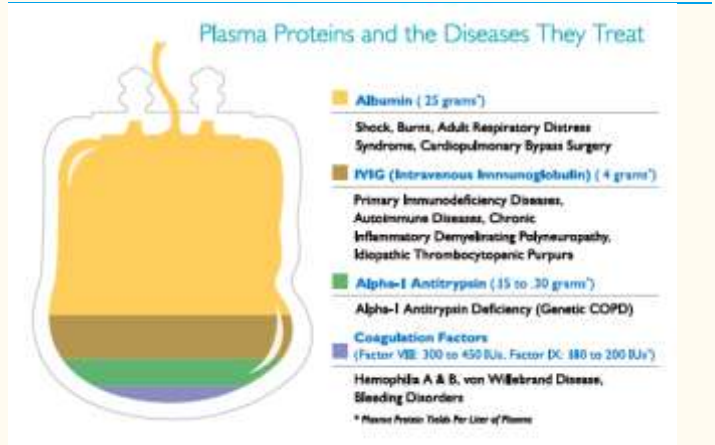
- 血液制品是指从人体血液中分离提取的各类蛋白质。人体血液共分为四部分：血浆（50%），红细胞（42%），白细胞和血小板（8%）；而血浆大约 90% 由水组成，3% 为糖类电解质，7% 为蛋白质。通常所说的血液制品是从这 7% 的蛋白质中分离提纯制成的，主要包括白蛋白（60%），免疫球蛋白（15%），凝血因子（<1%）和其他蛋白成分（24%）。

图表 3：人体血液中血浆蛋白质只占 3.5%



来源：国金证券研究所

图表 4：血浆蛋白中以白蛋白为主



血液制品可替代性低，需求呈现刚性

- 原材料血浆无替代
 - 从健康人血液中提取是唯一来源，成本高昂，处于稀缺状态。
- 血液制品可替代性低
 - 血液制品主要产品的白蛋白和球蛋白由于临床用量大以及疗效的广谱性等原因，基因重组技术仍无法生产出替代产品。在可以预见的时期内不会有竞争力的替代品进入本行业。在查明病因的情况下，医疗机构临床上使用的大多数是血液制品。
 - 技术成熟稳定，用低温乙醇从人血浆中分离制造白蛋白和球蛋白的生产工艺始于 20 世纪 40 年代，该项工艺经过近 60 年的不断改良发展，至今仍为全世界绝大多数血液制品制造企业所采用。

行业需求增长的速度快于供给

- 受益于经济水平和技术进步、人口增长与老龄化进程的加快等多方面的综合因素，血液制品行业处于一个比较有利的发展时期。近 10 年以来血液制品市场呈现供需两旺的高景气状态，但需求增长的速度快于供给。
- 近几年血液行业制品的市场规模始终保持高速增长，投浆量增长的速度赶不上市场需求，血液制品目前仍然处于供不应求状态。
 - 由于过去国家对血液行业的整顿，关闭了大量不符合要求的单采血浆站，投浆量下降，血液产品的价格持续高涨，依然无法满足临床需求。

行业整合正当时，如整合完成，天坛生物将成为规模最大的血制品企业

- 由于血液制品的特殊性，其对原料采集、生产、流通各环节的技术要求都不断提高，监管也日益严格，企业通过重组增强竞争力的同时也能够完成产业链的全球布局，因此，血液制品的行业集中度非常高。
 - 血液制品行业具有明显的规模经济效益，血浆处理能力越大、从血浆中提取的产品种类越多，产品的单位成本越低。研究表明，血制品行业投浆量达到 1000—1500 吨才能充分发挥其规模效应。
 - 上个世纪 70 年代时期，全球有超过 100 家血液制品企业。在世界范围内发生数起血液制品安全事件后，各国政府加强了监管，加上企业的兼并重组。目前全球企业不到 20 家（不含中国），其中欧洲 8 家，美国 5 家。
- 几大寡头垄断的厂商之间依然存在相互整合的趋势，行业集中度不断提升。
 - 百特（Baxter），贝林（CSLBehring）、基立福（Grifols）、奥科特玛玛（Octapharma）等几家企业目前占据 80% 的市场份额。
- 近两年国内血液制品企业也掀起了行业整合的大趋势。沃森生物收购河北大安 55% 的股权；人福医药收购武汉中原瑞德剩余股权；博雅生物投资海康生物股权。上海莱士收购郑州邦和和同路生物，从原有 12 家单采血浆站增加到 28 家。
- 如中生集团血液制品的内部整合完成，天坛生物将由原有的 18 家单采血浆站增加到将近 40 家，成为国内单采血浆站数量最多，投浆量最大的血液制品龙头企业。
- 天坛生物的盈利能力有较大的提升空间。从天坛生物的收入和利润情况看，整合完成后产品线会更加丰富，如中生集团的凝血因子等产品批文。

图表 5：血制品企业吨浆收入对比

	采浆量	收入	吨浆收入	利润	吨浆利润
华兰生物	600	15	250	5.9	98
天坛生物（蓉生）	600	10	167	2.5	42
上海莱士	1000	20	200	7	70

来源：公司年报，采浆量为预估值，国金证券研究所

血液制品行业具有稀缺性资源属性

- 据卫生部和中国血液网的不完全统计，目前各地共有 170 多家血浆站，分布在我国 19 个省市，其中广西省血浆站数量最多，广西、四川和安徽三省采浆量合计占全国总量的 70%。

- 存量浆站从资源的角度看，具有稀缺性的价值：
 - 从安全角度看，各省份对浆站的审批都非常谨慎，大规模扩张的难度较大；虽然近两年各地试点加快浆站审批，但考虑安全性等多方因素，浆站审批的速度依然有限。
 - 从政策角度看，采浆与献血不同，根据我国现行的采供血机构设置规划，献血与献浆严格分开管理，单采血浆站不得与一般血站设置在同一行政区域内。因此单采血浆站基本限制了只能设在没有建立采血中心的县城或者农村，并且一个县只能建一个浆站。
 - 美国拥有 500 多个血浆采集点和 2000 多个采血中心，贝林下属的 ZLB plasma 公司在美国有 62 个血浆采集站，百特公司有 65 个，美国生物医疗公司有 55 个血浆站。
 - 如中生集团资产整合完成，天坛生物旗下将拥有将近 40 个单采血浆站，成为国内浆站数量最多的公司。

血制品行业的价值拓展之一：产品研发和新适应症拓展

- 血液制品主要分为人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大类，普通免疫球蛋白可提取成为静丙（静脉注射免疫球蛋白）或者肌丙（肌肉注射免疫球蛋白）。
- 从单位血浆中能够提取有效成分的多少，决定了单位盈利能力。因此产品梯队是体现企业竞争力的一个重要方面。目前血制品企业当中华兰生物产品数量最多，但也仅为 11 个，与国外 20 种以上还有差距。对于其他国内企业而言，新产品研发还有空间。
 - 一方面，在浆源紧张的情况下，最大程度地从原料浆中提取更多的产品，将有利于提高吨浆收入和吨浆利润，提升公司的盈利水平。
 - 另一方面，产品线丰富也让公司在营销过程中占据有利地位，使公司的白蛋白价格能高于市场价格出售。凝血酶等几种小制品仅有少数几个厂家生产，盈利能力也较强。
 - 从产品线来看，天坛生物还有较大的拓展空间，几类小制品的研发也在进行中。
- 从适应症来看，国外血液制品的运营非常广泛，各类新产品新适应症不断出现，特异性免疫球蛋白市场开发力度加大，对免疫球蛋白的需求持续增长。海外目前有超过 26 个正在进行的临床试验显示免疫球蛋白可以适用于 22 个新病症，超过 24 类白蛋白的临床试验用于 13 类新的适应症。除此之外，在运动神经病、重症肌无力，全身硬皮病，镰状细胞性贫血，神经母细胞瘤，多发性骨肿瘤，肝硬化等各方面也正在探索运用血液制品的治疗。
- 从国内的适应症使用情况看，目前血液制品用量最多的还是人血白蛋白，与国内肝病的高发有较直接的关系，其次对于免疫球蛋白的适应症开发较为有限，目前新适应症临床教育和推广的工作正在缓慢进行中。如纤维蛋白原的使用也是近两年开始激增。

图表 6：各类血液制品用途

种类	产品名称	适用症
血浆扩容类	白蛋白	调节渗透压，用于重症监护（烧伤、肝腹水、低蛋白血症）
凝血因子类	凝血因子 VIII	治疗甲型血友病（男性发病率万分之 1）
	凝血因子 II	治疗乙型血友病（男性发病率 5 万分之 1）
	凝血酶原复合物	治疗乙型血友病、凝血因子缺乏症
	凝血因子 IX	治疗乙型血友病、IX 因子缺乏症
	纤维蛋白原	异常纤维蛋白血症、纤维蛋白原缺乏症
免疫球蛋白	静脉注射免疫球蛋白（静丙）	增强机体免疫力、治疗免疫球蛋白缺乏症（重症发病率百万分之一）、自体免疫性疾病
	肌肉注射免疫球蛋白	甲肝、丙种免疫球蛋白缺失症
	乙肝免疫球蛋白	暴露乙肝的被动免疫（如母婴垂直传播）
	巨细胞病毒免疫球蛋白	暴露巨细胞病毒被动免疫（如骨髓、器官移植）
	狂犬病免疫球蛋白	狂犬病被动免疫
	破伤风免疫球蛋白	破伤风被动免疫
	Ro（D）免疫球蛋白	Rh 血型不容引起的新生儿溶血症
	带状疱疹免疫球蛋白	水痘被动免疫
蛋白酶抑制剂	Alpha1-抗胰蛋白酶	治疗肺气肿
	Alpha2-巨球蛋白	抗辐射损伤
其他	抗凝血酶 III	治疗血栓栓塞和抗凝血酶 III 缺乏症
	纤维蛋白胶	外科手术、伤口止血
	溶纤维蛋白	溶解血管内凝块

来源：国金证券研究所

图表 7：国外上市的血液制品适应症

白蛋白类：	白蛋白与高纯白蛋白
免疫球蛋白：	肌肉、静脉、皮下注射免疫球蛋白
特异性免疫球蛋白：	百日咳、水痘、牛痘、破伤风、狂犬病、乙肝、麻疹、组织胺、抗人淋巴细胞、乙脑、人巨细胞病毒、呼吸道合胞、流感杆菌、绿脓杆菌、腮腺炎、风疹、轮状病毒等免疫球蛋白
凝血因子类：	FVIII、纤维蛋白原、凝血酶、PCC 与 APCC、FIX、FVII 与 FVIIa、FXI、FXII、FXIII、vWF
纤维蛋白：	纤维蛋白胶与纤维蛋白贴
微量蛋白：	蛋白 C 与活性蛋白 C、α 1-AT、AT、补体 C1 脂酶抑制物 /C1-INH、α 2-M

来源：国金证券研究所

图表 8：上市公司血液制品产品数量对比

产品种类\企业	华兰生物	上海莱士	天坛生物 (成都蓉生)	博雅生物	ST生化 (广东双林)	紫光古汉 (南岳)	人福医药 (武汉瑞德)	沃森生物 (河北大安)
人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√	√
免疫球蛋白	√			√	√		√	√
静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√	
人凝血酶原复合物	√	√						
人凝血八因子	√	√	√					
人凝血酶	√	√						
人纤维蛋白原	√	√	√	√				
人纤维蛋白粘合剂	√	√						
人乙肝免疫球蛋白	√		√	√	√	√	√	√
人破伤风免疫球蛋白	√		√	√	√		√	√
人狂犬病免疫球蛋白	√				√	√	√	

来源：公司网站 国金证券研究所 注：静脉注射的人免疫球蛋白分为冻干和水针剂，我们合并为同一种产品。

血制品行业的价值拓展之二：新开浆站

- 需求缺口客观上需要量的增长。提升采浆量是缓解产品短缺的唯一途径。在“浆源为王”的局面中，血液制品的投资价值显著。
- 相对于 13 亿人口而言，我国血浆采集量杯水车薪，远不能满足正常的需求。根据世界卫生组织报告，近年来全球主要发达国家千人口血浆采集量在 10 升/年以上，美国超过 50 升/年；而我国千人口供浆量仅约为 3 升/年，远不能满足全国对血液制品基本需求的原料供应。
- 现有浆站采浆量内生增长缓慢，预计当前全行业每年采浆量在 6000 多吨，自然增长的速度约为 10%。与海外几万吨的采集量相比差距较大。
 - 采浆量增长缓慢的原因主要是世俗观念对献血献浆有重大误解，内生增长缓慢。传统观念中认为献浆是非常可耻的事情，穷困才会去卖血卖浆，大多数民众没有献浆的意识，开发新献浆员难度大，进展慢。
 - 浆量增长缓慢的另一个原因是国家政策。由于历史上曾经因献血献浆带来的艾滋病阵痛，出于安全性的考虑，国家制定了“献浆员身份识别系统”，仅允许浆站地的民众在当地献浆，并杜绝跨区采浆现象，限制了献浆员的流动性；
 - 国家政策对于献浆的频率和数量有严格限制。法律法规限定每次献浆量不得超过 580ML，献浆的频率不能超过 1 次/2 礼拜，而美国规定的献浆频率为 2 次/1 礼拜。
- 进口白蛋白也不能完全解决血制品行业短缺问题。人血白蛋白是唯一被允许进口的血液制品。进口人血白蛋白有效的弥补了国内人白的需求，并对价格有一定的抑制作用。但由于血制品行业的整体稀缺性，尤其是免疫球蛋白、凝血因子等小制品稀缺，使得进口也不能改变行业紧缺的趋势。
 - 世界范围内人血白蛋白过剩。从全球使用人血白蛋白的历史来看，1980 年代开始普及使用以来，白蛋白使用总量翻番。经过上个世纪 90 年代比较爆发式的快速发展以后，白蛋白在目前全球范围内的使用已经趋于稳定。
 - 由于人白的特殊性（唯一被允许进口的血液制品），人白不能代表血液制品行业的稀缺程度。实际上，在国际市场，人白仅占市场 10% 左右的比例，而免疫球蛋白和凝血因子占据更大的市场份额。
- 为了解决行业短缺的问题，浆站资源的有限度放开是必然趋势。从企业的成长性看，提升投浆量更多的需要外延式的扩张，拥有较强的浆源拓展能力能够保证企业持续的成长性。

- 近两年新浆站审批的试点正在逐步有限度放开，蓉生在四川也已经获得 2 个新浆站的审批建设。
- 我国理想的采浆站主要在人口密度大的农村地区。从浆站资源地来看，华兰生物、中生集团（包含天坛下属的成都蓉生、武汉生物制品研究所、上海生物制品研究所、兰州生物制品研究所、长春生物制品研究所等）占据了较好的浆源地，河南、重庆、四川、广西等优质浆源地均被华兰和中生集团占领，并且具备新开浆站的可能性。

图表 9：全球采浆量统计

	血制品	年度	1吨浆产量	血浆需求(吨)	采浆量
美国2012年血液制品使用量	免疫球蛋白(KG)	50400	3.5	14400	约18000吨
	25%白蛋白(KG)	81600	25	3264	
	5%白蛋白(KG)	50400	25	2016	
	凝血八因子(IU)	480000000	160000	3000	
	重组八因子(IU)	1980000000			
世界范围血浆使用量	白蛋白(KG)	520000	25	20800	约30000吨
	免疫球蛋白(KG)	100000	3.5	28571	
	凝血八因子(IU)	2500000000	160,000	15625	

来源：PPTA 国金证券研究所

血制品价值拓展三：控成本，提价格，静丙和小制品景气度高

- 因血液制品的稀缺性和需求旺盛，血液制品是医药行业里极少数有具备提价空间的品种，其市场竞争情况优于绝大多数药品。根据官方的需求测算，预计采浆量 10000-12000 吨左右时国内市场需求能够基本满足，而 2015 年全年预计采浆量在 6000 多吨左右。
- 血液制品企业采取各种努力积极申请新开浆站，加大采浆量，也相应提升了采浆成本，全行业毛利率水平趋于稳定小幅下降，积极在采浆量和采浆成本提升之间寻求平衡，近两年采浆量的增长取得一定的成效，但仍未满足需求。
- 小制品有提价空间：医保控费背景下，2013 年初国家发改委对血液制品部分产品的最高零售限价进行调整，人血白蛋白最高零售限价提升 5% (378 元/10g 瓶)，破伤风免疫球蛋白价格小幅上调，3 年以来血液制品价格仍然持续维持在最高零售限价，2015 年部分企业上调了纤维蛋白原等小制品的出厂价，再次验证了供需的不平衡与血制品的价值。
- 因需求的旺盛，人白大量进口对价格有一定抑制。由于人白是唯一允许进口的血液制品，国际市场上人血白蛋白的消费趋于稳定，从全球采浆量来看，白蛋白处于供给充分的状态，根据去年的批签发数据看，人白的进口量已经超过国产，进口量过去几年一直呈现增长趋势，由此也印证血制品的需求旺盛。综合考虑国内外人白产品的价格及其税费、经销商利润等因素考虑，我们认为，在未来 3 年以内人白的均衡价格依然能够维持 300 多元左右的价位。

投资逻辑

- 改革取得初步进展，中生集团下属唯一血液制品业务平台：公司此前公告申请将解决同业竞争的承诺延期 2 年，拟将中生集团下属子公司上海所、武汉所、兰州所经营的血液制品业务注入成都蓉生，同时将天坛经营的疫苗资产业务控制权转移给中生股份，彻底解决天坛与控股股东之间的同业竞争问题，资产注入与剥离工作预计在未来的 2 年时间内完成。
- 行业整合是趋势，中生集团血液制品整合拉开序幕，如整合完成，天坛生物将成为国内最大的血液制品生产企业，由蓉生原有 18 家单采血浆站增加

到将近 40 家，成为国内单采血浆站数量最多，投浆量最大的血液制品龙头企业；同时，血制品资产整合之后，经营效率将有可能提升。

- **血液制品行业发展趋势依然看好，具有资源稀缺性价值属性：**血制品需求旺盛，临床缺口依旧较大，各地虽然在加快试点新浆站审批速度，但浆源增长依然缓慢，我们预计，血液制品资源稀缺属性至少还能持续 3-5 年。
- **血液制品价值拓展之一：产品研发和适应症拓展。**丰富的产品线是血液制品企业竞争力的重要因素，产品数量提升能够提高吨浆收入和利润。血制品企业大多以人白和静丙为主，小制品批文较少，规范企业新产品获批速度有望提速，天坛生物目前小制品批文较少，小制品研发正在进行中；从适应症来看，相比国外 20 多种产品的几十种适应症，国内血液制品的适应症拓展空间还很大。
- **血液制品价值拓展之二：浆源拓展。**在血制品供需倒挂面前，浆源拓展能力是重要的竞争因素，成都蓉生近两年积极拓展浆站资源，占据四川地区优越的地理位置，中生集团整体占据较好的浆站资源优势。
- **血制品价值拓展之三：控成本，提价格。**因血液制品的稀缺性和需求旺盛，血液制品是医药行业里极少数有具备提价空间的品种，人白受制于进口，但其他血液制品因需求旺盛具有一定的提价空间。

投资建议

- 血液制品行业发展趋势看好，资源稀缺属性还将持续，我们看好天坛生物（中生集团）浆站资源价值和未来盈利改善空间。

估值

- 公司由于 2014 年开始整体搬迁至亦庄，几十亿在建工程开始转固，2014-2015 年业绩大幅下滑，假设天坛生物的疫苗业务能够在今年剥离完成，由于暂时无法预计中生集团血液制品注入资产的情况，2016-2017 年仅考虑子公司成都蓉生的血液制品资产，我们给予公司 2015-2017 年 EPS 为 0.019、0.415 和 0.483，给予“增持”评级。

风险

- 整合进展低预期；浆站资源拓展低预期；血制品成本上升影响盈利能力

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,502	1,837	1,827	1,600	1,700	2,000	货币资金	409	675	953	900	967	967
增长率		22.2%	-0.5%	-12.4%	6.2%	17.6%	应收款项	376	370	292	314	334	401
主营业务成本	-607	-793	-773	-768	-765	-910	存货	771	879	814	842	839	997
%销售收入	40.4%	43.2%	42.3%	48.0%	45.0%	45.5%	其他流动资产	23	25	20	17	17	20
毛利	896	1,044	1,054	832	935	1,090	流动资产	1,580	1,949	2,080	2,074	2,157	2,386
%销售收入	59.6%	56.8%	57.7%	52.0%	55.0%	54.5%	%总资产	32.9%	34.6%	34.6%	32.3%	33.8%	33.7%
营业税金及附加	-25	-16	-12	-21	-17	-20	长期投资	48	48	47	48	47	47
%销售收入	1.6%	0.9%	0.7%	1.3%	1.0%	1.0%	固定资产	2,815	3,213	3,406	4,123	4,014	4,491
营业费用	-171	-167	-147	-224	-204	-240	%总资产	58.6%	57.0%	56.6%	64.1%	62.9%	63.5%
%销售收入	11.4%	9.1%	8.0%	14.0%	12.0%	12.0%	无形资产	214	210	206	182	164	148
管理费用	-226	-261	-433	-400	-255	-300	非流动资产	3,226	3,686	3,936	4,356	4,227	4,688
%销售收入	15.0%	14.2%	23.7%	25.0%	15.0%	15.0%	%总资产	67.1%	65.4%	65.4%	67.7%	66.2%	66.3%
息税前利润 (EBIT)	475	599	461	187	459	530	资产总计	4,806	5,635	6,015	6,429	6,384	7,074
%销售收入	31.6%	32.6%	25.2%	11.7%	27.0%	26.5%	短期借款	439	670	1,570	2,126	1,961	2,255
财务费用	-36	-28	-115	-115	-160	-191	应付款项	948	969	863	886	811	960
%销售收入	2.4%	1.5%	6.3%	7.2%	9.4%	9.5%	其他流动负债	224	210	119	160	162	180
资产减值损失	-28	-33	-63	-3	0	0	流动负债	1,611	1,849	2,551	3,173	2,934	3,395
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,300	1,459	1,044	1,044	1,044	1,045
投资收益	8	0	2	5	5	5	其他长期负债	118	150	202	0	0	0
%税前利润	1.9%	0.0%	0.6%	6.4%	1.6%	1.4%	负债	3,029	3,458	3,798	4,217	3,978	4,440
营业利润	420	537	285	75	303	344	普通股股东权益	1,554	1,926	1,941	1,885	2,029	2,206
营业利润率	27.9%	29.3%	15.6%	4.7%	17.8%	17.2%	少数股东权益	223	250	277	327	377	427
营业外收支	25	10	19	3	3	3	负债股东权益合计	4,806	5,635	6,015	6,429	6,384	7,074
税前利润	445	547	304	78	306	347	比率分析						
利润率	29.6%	29.8%	16.6%	4.9%	18.0%	17.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-75	-85	-77	-20	-46	-52	每股指标						
所得税率	16.9%	15.6%	25.5%	25.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.592	0.722	0.249	0.017	0.408	0.475
净利润	370	461	226	59	260	295	每股净资产	3.015	3.736	3.765	3.658	3.936	4.280
少数股东损益	65	89	98	50	50	50	每股经营现金净流	0.838	1.099	0.927	0.701	1.126	1.328
归属于母公司的净利润	305	372	128	9	210	245	每股股利	0.000	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	20.3%	20.3%	7.0%	0.5%	12.4%	12.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.62%	19.32%	6.61%	0.45%	10.37%	11.09%
净利润	370	461	226	59	260	295	总资产收益率	6.34%	6.60%	2.13%	0.13%	3.30%	3.46%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	11.23%	11.74%	7.11%	2.61%	7.21%	7.59%
非现金支出	117	126	174	220	238	249	增长率						
非经营收益	25	37	141	133	172	203	主营业务收入增长率	7.74%	22.24%	-0.54%	-12.39%	6.25%	17.64%
营运资金变动	-80	-57	-63	-50	-90	-62	EBIT 增长率	16.95%	26.06%	-22.97%	-59.41%	145.23%	15.47%
经营活动现金净流	432	566	478	361	580	685	净利润增长率	30.67%	22.01%	-65.49%	-93.38%	#####	16.26%
资本开支	-558	-546	-464	-642	-106	-707	总资产增长率	49.07%	17.24%	6.76%	6.88%	-0.71%	10.81%
投资	21	0	1	-1	0	0	资产管理能力						
其他	0	45	1	5	5	5	应收账款周转天数	62.6	61.9	53.7	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-537	-500	-462	-638	-101	-702	存货周转天数	401.2	379.8	399.7	400.0	400.0	400.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	22.5	22.8	23.8	25.0	25.0	25.0
债权募资	383	385	485	354	-166	295	固定资产周转天数	187.1	186.6	446.5	650.1	545.5	514.3
其他	-242	-180	-215	-131	-247	-278	偿债能力						
筹资活动现金净流	140	205	270	223	-412	17	净负债/股东权益	74.84%	66.82%	74.90%	102.64%	84.72%	88.61%
现金净流量	36	271	286	-53	67	0	EBIT 利息保障倍数	13.3	21.3	4.0	1.6	2.9	2.8
							资产负债率	63.02%	61.38%	63.13%	65.59%	62.32%	62.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD