

## 成本升高拖累业绩, 重组铸造血制品龙头

- **业绩总结:** 2015年公司实现营业收入16.18亿元(-11%), 扣非后归母净利润-0.12亿元(-110%)。
- **业绩基本符合预期, 成本升高导致盈利能力下滑。** (1) 分季度来看, 收入增速逐步提高但利润增速逐步下滑。我们分析认为收入增速提高主要是因为采浆量呈阶梯式增长, 全年达到584吨, 同比增长11%; 利润增速下滑主要原因可能在于亦庄基地在2015年逐步投入使用, 固定资产折旧和维护等成本增加吞噬利润。(2) 分产品来看, 血制品全年收入达到10.0亿元(+5%), 毛利率提升3个百分点, 主要受益于血制品采浆量和价格提升, 量价齐升趋势明显; 疫苗收入为6.0亿元(-29%), 毛利率下降22个百分点, 主要是受到产房搬迁导致产量减少以及新增固定资产折旧的影响。(3) 从费用率来看, 期间费用率下降了5.7个百分点, 一方面公司严格控制费用预算管理, 使得销售费率下降2.5个百分点; 另一方面随着亦庄基地陆续投产使得停工损失大幅度减少, 使得管理费率下降3.9个百分点。我们认为随着血制品量价提升和亦庄疫苗基地产能释放, 公司收入和净利润都将逐步回升, 业绩有望持续改善。
- **血制品量价齐升, 重组铸就国内龙头。** 2015年我国采浆量约为6000吨, 而根据WHO倡议的各国血制品自给自足, 我国的采浆量需求超过12000吨, 存在巨大的供需缺口。在供不应求的大趋势下, 一方面部分省市的浆站审批态度转暖, 新批浆站陆续投产和老浆站挖潜将带动采浆量提升; 另一方面由于血制品仍然处于严格管控, 采浆量提升速度缓慢, 在最高零售价放开后, 供需失衡使得血制品价格逐步提升。从整体来看, 血制品行业量价提升趋势明显, 未来有望保持20%的高速增长。大股东中生集团将把公司打造成唯一的血制品平台, 未来2年内有望通过重组成为国内最大的血制品企业。重组完成后, 公司持有的成都蓉生股权将从90%降到65%左右, 但归属公司的权益采浆量将从540吨提高到650吨, 提升幅度为20%。随着公司后续逐步收回成都蓉生的少数股权, 公司采浆量将突破1000吨, 进入成熟期后将更将达到1400吨, 是国内当之无愧的血制品龙头。中生集团旗下的血制品企业整合后还能在销售渠道、研发能力、管理运营等方面具有明显的协同效应, 综合盈利能力也将出现明显提升。
- **盈利预测及评级:** 如不考虑业务重组的影响, 我们预计2016-2018年EPS分别为0.08元、0.11元、0.14元, 对应PE分别为372倍、264倍、212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, 维持“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。

指标库度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1617.99	1648.94	1892.21	2234.10
增长率	-11.42%	1.91%	14.75%	18.07%
归属母公司净利润(百万元)	9.98	39.70	55.89	69.71
增长率	-92.23%	297.86%	40.79%	24.74%
每股收益EPS(元)	0.02	0.08	0.11	0.14
净资产收益率ROE	5.17%	4.59%	7.18%	8.65%
PE	1479	372	264	212
PB	6.60	6.26	5.81	5.31

数据来源: Wind, 西南证券

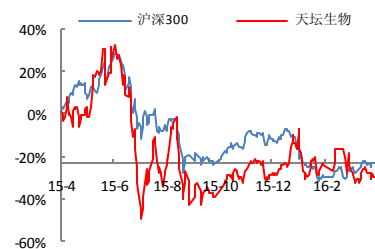
### 西南证券研究发展中心

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

联系人: 陈铁林  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@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)	147.53
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): 重组铸就血制品龙头, 盈利能力逐步提升 (2016-03-20)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1617.99	1648.94	1892.21	2234.10	净利润	115.58	108.23	182.18	240.37
营业成本	831.70	838.42	928.40	1083.00	折旧与摊销	196.09	286.38	397.31	531.94
营业税金及附加	8.75	10.59	11.60	13.64	财务费用	111.41	90.86	67.17	74.64
销售费用	90.66	98.94	94.61	111.71	资产减值损失	72.28	100.00	120.00	140.00
管理费用	321.42	329.79	378.44	424.48	经营营运资本变动	-131.05	-34.84	-29.82	-51.98
财务费用	111.41	90.86	67.17	74.64	其他	108.95	-98.51	-120.74	-139.88
资产减值损失	72.28	100.00	120.00	140.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>473.26</b>	<b>452.12</b>	<b>616.10</b>	<b>795.09</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-50.18	-1500.00	-1800.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-250.04	-70.00	-75.00	-80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-300.22</b>	<b>-1570.00</b>	<b>-1875.00</b>	<b>-2080.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>181.78</b>	<b>180.35</b>	<b>291.99</b>	<b>386.63</b>	短期借款	122.00	-80.00	363.38	878.74
其他非经营损益	16.16	5.00	20.00	25.00	长期借款	735.05	200.00	300.00	400.00
<b>利润总额</b>	<b>197.93</b>	<b>185.35</b>	<b>311.99</b>	<b>411.63</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	82.35	77.11	129.80	171.26	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	115.58	108.23	182.18	240.37	其他	-1424.57	1171.18	47.83	40.36
少数股东损益	105.60	68.54	126.30	170.66	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-567.52</b>	<b>1291.18</b>	<b>711.21</b>	<b>1319.10</b>
归属母公司股东净利润	9.98	39.70	55.89	69.71	<b>现金流量净额</b>	<b>-388.44</b>	<b>173.30</b>	<b>-547.69</b>	<b>34.19</b>
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	563.61	736.91	189.22	223.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	237.91	283.08	310.80	365.96	销售收入增长率	-11.42%	1.91%	14.75%	18.07%
存货	944.35	950.49	1053.41	1228.82	营业利润增长率	-36.20%	-0.79%	61.90%	32.41%
其他流动资产	12.09	12.32	14.13	16.69	净利润增长率	-48.89%	-6.36%	68.33%	31.94%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-4.40%	13.96%	35.67%	31.30%
投资性房地产	36.68	36.68	36.68	36.68	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3461.11	4694.53	6117.04	7604.91	毛利率	48.60%	49.15%	50.94%	51.52%
无形资产和开发支出	192.00	172.80	153.60	134.40	三费率	32.35%	31.51%	28.55%	27.34%
其他非流动资产	184.18	253.57	327.96	407.35	净利率	7.14%	6.56%	9.63%	10.76%
<b>资产总计</b>	<b>5631.93</b>	<b>7140.38</b>	<b>8202.84</b>	<b>10018.22</b>	ROE	5.17%	4.59%	7.18%	8.65%
短期借款	330.00	250.00	613.38	1492.12	ROA	2.05%	1.52%	2.22%	2.40%
应付和预收款项	440.45	454.74	504.45	596.08	ROIC	4.48%	3.51%	3.58%	3.67%
长期借款	1779.51	1979.51	2279.51	2679.51	EBITDA/销售收入	30.24%	33.82%	39.98%	44.46%
其他负债	845.73	2099.38	2266.55	2471.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3395.69</b>	<b>4783.63</b>	<b>5663.89</b>	<b>7238.90</b>	总资产周转率	0.28	0.26	0.25	0.25
股本	515.47	515.47	515.47	515.47	固定资产周转率	0.67	0.54	0.46	0.43
资本公积	164.06	164.06	164.06	164.06	应收账款周转率	8.80	9.72	9.59	10.02
留存收益	1274.35	1314.04	1369.93	1439.65	存货周转率	0.95	0.88	0.93	0.95
归属母公司股东权益	1941.58	1993.56	2049.45	2119.17	销售商品提供劳务收到现金营业收入	111.32%	—	—	—
少数股东权益	294.66	363.20	489.49	660.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2236.24</b>	<b>2356.76</b>	<b>2538.94</b>	<b>2779.32</b>	资产负债率	60.29%	66.99%	69.05%	72.26%
负债和股东权益合计	5631.93	7140.38	8202.84	10018.22	带息债务/总负债	62.12%	46.61%	51.08%	57.63%
					流动比率	1.24	0.77	0.50	0.43
					速动比率	0.57	0.40	0.16	0.14
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	489.27	557.59	756.47	993.21	每股收益	0.02	0.08	0.11	0.14
PE	1478.64	371.64	263.96	211.62	每股净资产	4.34	4.57	4.93	5.39
PB	6.60	6.26	5.81	5.31	每股经营现金	0.92	0.88	1.20	1.54
PS	9.12	8.95	7.80	6.60	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	33.07	31.00	24.49	19.92					
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

### 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