

2016年08月09日

证券研究报告·动态跟踪报告

天坛生物 (600161) 医药生物

买入 (上调)

当前价: 41.09 元

目标价: 55.15 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

量价齐升业绩高增长，重组铸造血制品龙头

投资要点

- **事件:** 公司资产重组持续推进，股东大会通过公司以除成都蓉生、长春祈健及三间房厂区东院土地以外的全部资产和负债作为出资设立全资子公司。
- **疫苗业务顺利剥离，资产重组进度超预期。** 公司与控股股东中生股份的血制品和疫苗业务存在同业竞争，中生股份原计划最迟在 2016 年 3 月消除同业竞争，但由于相关资产剥离、分拆、重组等过程比较复杂，在 2016 年 3 月 14 日的股东大会通过决议，将同业竞争承诺延期至 2018 年 3 月 15 日之前解决。仅仅 4 个月后，公司就将疫苗业务从母公司剥离并完成了资产评估，实施进度超过市场预期，也表明了管理层积极推动资产重组业务的决心。
- **中报业绩预告超预期，血制品量价齐升增厚业绩。** 2016 年中报业绩预告成都蓉生的净利润同比增速高达 60%-70%，我们分析认为其中销量增长、产品提价、经营效率改善分别贡献了 10%、30%、20% 的增速。一方面，血制品量价齐升带来公司业绩高速增长。随着 3 个新浆站达产+老浆站的采浆量稳步增长，2016-2018 年期间成都蓉生的采浆量将保持 15% 的复合增速，且血制品平均价格每年有望提升 8% 左右，显著增厚业绩。另一方面，成都蓉生持续改善经营效率，净利率在 2013-2015 年期间提升了 4 个百分点，2015 年达到 27%，远低于其他血制品企业 30% 以上的净利率水平，未来还有持续提升的空间。
- **重组铸就行业龙头，拥有中生股份血制品业务的权益比例预计约为 66%。** 中生股份是国内血制品龙头，公司将通过此次重组承接中生股份的全部血制品业务。从采浆量来看，2015 年中生股份拥有 46 个浆站，是国内唯一一个采浆量突破 1000 吨的血制品企业；从批签发数量来看，2015 年中生股份的白蛋白批签发数量约为 225 万瓶 (10g/瓶)，国产占比为 17%，排名第一位；静丙批签发数量约为 139 万瓶 (2.5g/瓶)，占比为 18%，排名第二；从体量来看，2015 年中生股份的血制品收入和净利润估计分别为 16.86 亿元和 4.04 亿元，净利率约为 24%，远低于其他血制品企业超过 30% 的净利率水平，主要是因为生产工艺和管理水平还不够完善，未来存在巨大的提升空间。重组完成后，公司对中生股份血制品业务的持股比例预计约为 66%，权益采浆量约为 840 吨，参照华兰生物给予吨浆市值 2800 万元，重组后公司的血制品业务市值约为 270 亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司血制品业绩量价齐升带来中报业绩超预期且疫苗业务明显减亏，我们上调公司盈利预测，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.39 元、0.72 元、1.08 元 (原预测值分别为 0.08 元、0.11 元、0.14 元)，对应 PE 分别为 105 倍、57 倍、38 倍。公司完成资产重组后血制品业务合理市值不低于 270 亿元，出售疫苗业务至少可收回 14 亿元现金，则公司目标市值不低于 284 亿元，对应目标价为 55.15 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 由于数据来源不齐全和推导过程不完善而导致分析或预测不全面或不准确的风险；2) 血制品业务重组结果或不符合预期的风险；3) 重组进度或低于预期的风险；4) 业务整合或低于预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1617.99	1669.19	1927.94	2276.90
增长率	-11.42%	3.16%	15.50%	18.10%
归属母公司净利润 (百万元)	9.98	200.98	369.43	557.75
增长率	-92.23%	1914.43%	83.81%	50.98%
每股收益 EPS (元)	0.02	0.39	0.72	1.08
净资产收益率 ROE	5.17%	11.93%	15.65%	18.35%
PE	2123	105	57	38
PB	9.47	8.30	7.00	5.71

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: 聚源数据

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)	23.16-41.09
总市值(亿元)	211.81
总资产(亿元)	56.28
每股净资产(元)	3.77

相关研究

1. 天坛生物(600161): 成本升高拖累业绩, 重组铸造血制品龙头 (2016-04-05)
2. 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)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 血制品业务整合在即，铸就血制品龙头	1
2 血制品量价齐升，成都蓉生业绩超预期	2
3 重组铸就龙头，占中生股份血制品的比例约为 66%	4
3.1 中生股份浆站数量最多，采浆量最高	4
3.2 中生股份血制品批文最多，批签发数量占比最高	6
3.3 中生股份血制品收入体量最大，但盈利能力有待提升.....	8
3.4 重组铸就血制品龙头，未来持续提升空间大	10
4 盈利预测与分析	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 资产重组前的天坛生物股权结构	1
图 2: 资产重组后的天坛生物股权结构	1
图 3: 血制品企业净利率比较	3
图 4: 2015 年中生股份采浆站分布	4
图 5: 2015 年中生股份采浆量分布	4
图 6: 2015 年国产白蛋白批签发数量分布情况	7
图 7: 2015 年静丙批签发数量分布情况	7

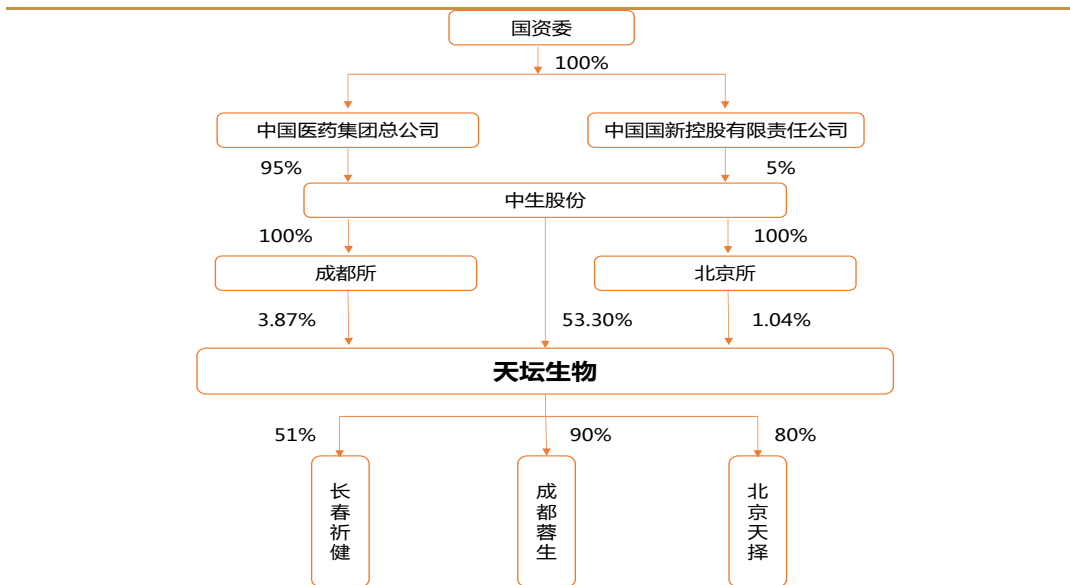
表 目 录

表 1: 成都蓉生批签发数据增长情况（万瓶）	2
表 2: 成都蓉生主要血制品的终端价格提升幅度	3
表 3: 2015 年主要血制品企业的血浆站和采浆量比较	4
表 4: 成都蓉生浆站运营时间	4
表 5: 成都蓉生采浆量预测（吨）	5
表 6: 中生股份采浆量预测（吨）	5
表 7: 各公司血制品产品线比较	6
表 8: 中生股份旗下血制品企业的产品批文	6
表 9: 2015 年中生股份血制品批签发数据（万瓶）	7
表 10: 兴科蓉医药白蛋白毛利率	8
表 11: 2015 年 PDB 样本医院的血制品终端价	8
表 12: 中生股份各企业血制品收入情况（百万元）	8
表 13: 2011-2013 年中生股份血制品毛利率变化趋势	9
表 14: 成都蓉生毛利率和净利率变化趋势	9
表 15: 2015 年中生股份血制品净利润预测（百万元）	9
表 16: 2015 年主要血制品企业的收入和利润比较	9
表 17: A 股血制品企业吨浆市值比较	11
附表: 财务预测与估值	12

1 血制品业务整合在即，铸就血制品龙头

天坛生物是中生股份旗下唯一的上市公司平台。中生股份直接持有公司的 53.30% 股权，另外通过旗下的全资子公司成都所和北京所间接持有 4.91% 的股权，合计持股比例为 58.21%，是公司实际控制人。

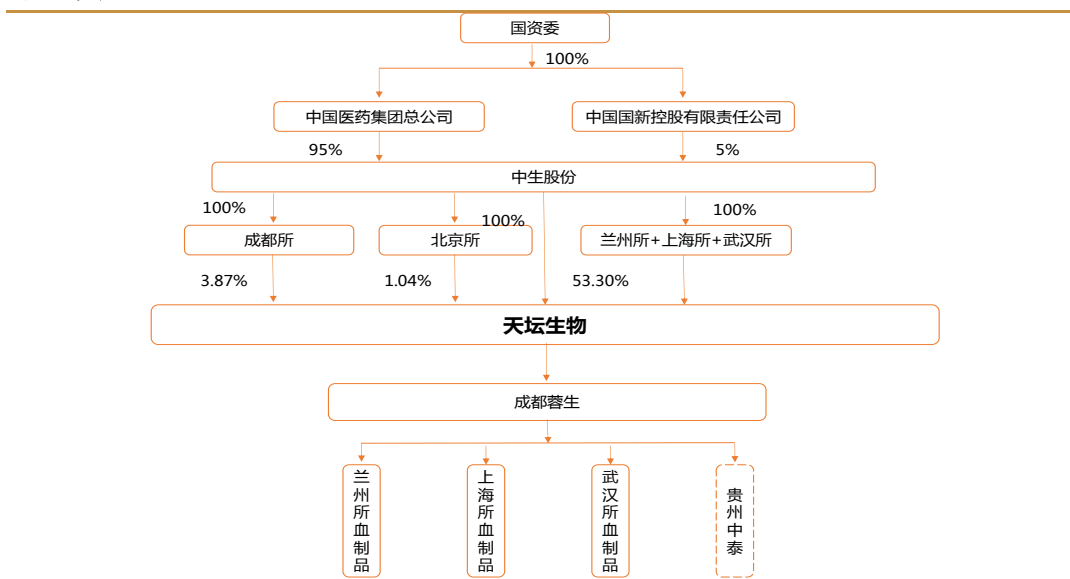
图 1：资产重组前的天坛生物股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

公司是国内最大的生物制品生产企业之一，主营业务包括血制品和疫苗。为解决同业竞争，大股东中生股份拟对天坛生物进行资产重组，具体方案为：1) 将公司的疫苗业务剥离出去；2) 将中生股份旗下的兰州所、武汉所和上海所的血制品业务注入成都蓉生。另外中生股份旗下的贵州中泰也拥有血制品业务，也很可能注入成都蓉生，但规模小，影响不大。

图 2：资产重组后的天坛生物股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

资产重组完成后，天坛生物将剥离全部疫苗业务，并获得中生股份旗下全部血制品业务注入，拥有 48 个浆站，采浆量突破 1000 吨，成为国内最大的血制品企业。

2 血制品量价齐升，成都蓉生业绩超预期

公司近期发布 2016 年中报业绩预告，血制品业务成都蓉生的扣非后净利润同比增速高达 60%-70%，达到 2.02-2.14 亿。我们分析认为业绩高增长可能来自于三个方面：销量增加、价格提升、经营效率持续改善。

血制品销量增加 10%左右

血制品的整个产品周期包括血浆采集、集中检疫、工厂生产、批签发、对外销售等过程，一般至少需要 9 个月时间才能一个批次的血制品生产和销售，相当于 1 月份的采浆量要到 10 月份才能销售并确认收入。因此如不考虑存货，本年度的血制品销量增速与上一年的采浆量增速基本一致。2015 年成都蓉生的采浆量为 584 吨，同比增长 11%，据此粗略估计 2016 年成都蓉生的血制品销量也有望增长 10%左右。批签发数据也能体现成都蓉生销量增长的趋势。从 2016 年上半年的批签发数据来看，成都蓉生主要批签发产品为白蛋白和静丙，同比增幅分别为 2%和 12%。由于血制品企业的生产计划安排，不同产品的生产和批签发时间可能存在差异，导致半年度批签发数据与去年的采浆量增速略有差异。但总体来看，结合采浆量增速和批签发数据，我们预计成都蓉生的血制品销量提升 10%左右。

表 1：成都蓉生批签发数据增长情况（万瓶）

	2015H1	2016H1	增幅
白蛋白（10g）	74.13	75.56	2%
静丙（2.5g）	49.48	55.66	12%
破免	29.02	1.13	-96%
乙免		1.12	--

数据来源：中检所，西南证券

价格提升带来 30%的净利润增幅

随着最高零售价取消，血制品严重供不应求+企业毛利率下降推动血制品价格提升。2016 年以来，成都蓉生的主要产品均有明显提价，白蛋白的销售终端价从 370 元/瓶提高到 399 元/瓶，提价幅度为 8%；静丙的销售终端价从 553 元/瓶提高到 587 元/瓶，提价幅度为 6%，破免提价 209%，乙免提价 1%。其中白蛋白和静丙的销售收入占比均在 45%左右，据此估计成都蓉生血制品的平均提价幅度在 8%左右。

以 2015 年数据为参照分析提价弹性，成都蓉生 2015 年销售额为 10.11 亿元，提价 8% 可新增 8088 万元收入，这部分收入无需生产成本和费用，假设净利率为 70%，则可新增净利润 5662 万元，而成都蓉生 2015 年净利润为 2.69 亿元，则预计提价 8%可使成都蓉生的净利润增厚 21%。考虑到 2016 年还存在持续提价预期，估计提价带来的业绩弹性约为 30%。

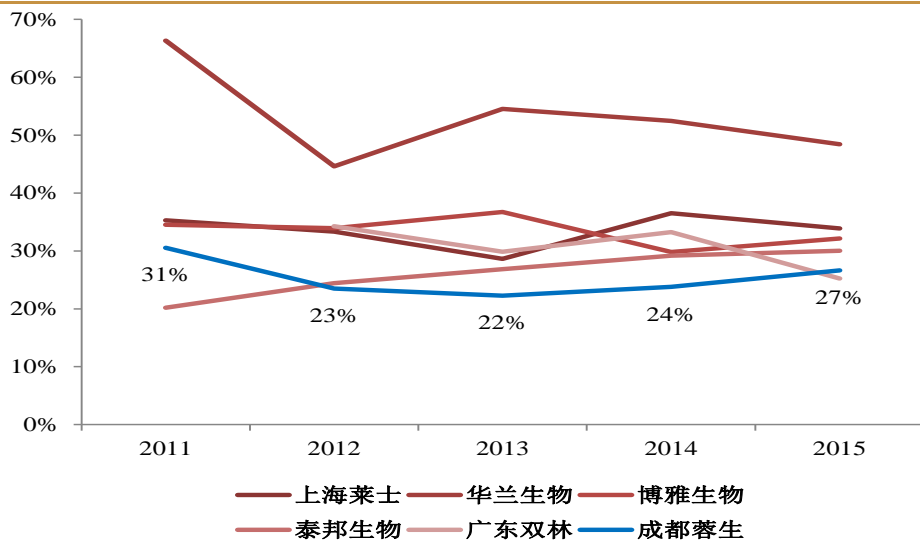
表 2: 成都蓉生主要血制品的终端价格提升幅度

	白蛋白 (10g)	静丙 (2.5g)	破免 (250IU)	乙免 (2500IU)
2015Q1	370	553	79	2865
2015Q2	370	554	78	--
2015Q3	369	555	205	2905
2015Q4	376	557	235	2905
2016Q1	399	587	244	2905
价格同比涨幅	8%	6%	209%	1%

数据来源: PDB, 西南证券

经营效率改善带来 20% 的增长

近年来, 成都蓉生的净利率水平大幅度提升, 从 2012 年的 23% 提高到 2015 年的 27%, 而这三年血制品价格基本没有变化, 主要原因就在于公司加强经营管理, 生产工艺持续改进, 管理效率提高。2015 年成都蓉生的净利率为 27%, 与同行业平均超过 30% 的净利率相比还有巨大的提升空间。但是我们认为随着经营效率持续改善, 且随着血制品供需失衡带来价格持续上涨, 成都蓉生的净利率将继续上升, 未来有望达到 30% 以上。

图 3: 血制品企业净利率比较


数据来源: 各公司公告, 西南证券 (注: 各公司血制品业务数据为估计值, 其中华兰生物为母公司净利率)

总体来看, 2016H1 成都蓉生的扣非后归母净利润同比增速高达 60%-70%, 约为 2.02-2.14 亿。其中销量增长贡献约 10% 的增速, 提价贡献约 30% 的增速, 经营效率改善贡献约 20% 的增速。预计 2016 年全年成都蓉生的净利润同比增速也不低于 60%。

3 重组铸就龙头，占中生股份血制品的比例约为 66%

3.1 中生股份浆站数量最多，采浆量最高

2015 年中生股份拥有 48 个浆站，合计采浆量约为 1039 吨，是全国最大的血制品企业。

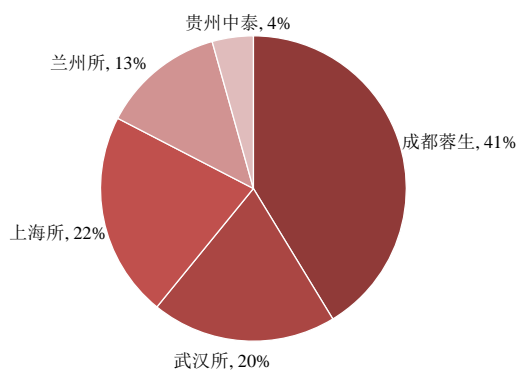
表 3：2015 年主要 血制品企业的血浆站和采浆量比较

企业	浆站数量 (个)	采浆量 (吨)
中生股份	48	1039
其中：天坛生物	19	584
泰邦生物	15	839
上海莱士	30	820
华兰生物	17 个浆站+6 个分站	723
博雅生物	8	170

数据来源：各公司公告，《十二五血液制品发展回顾》，西南证券

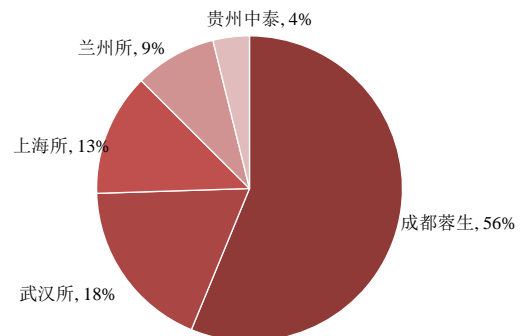
成都蓉生是中生股份血制品业务的核心资产，2015 年共拥有 19 个浆站，占比 41%；采浆量 584 吨，占比 56%。

图 4：2015 年中生股份采浆站分布



数据来源：各省卫计委，西南证券整理

图 5：2015 年中生股份采浆量分布



数据来源：《十二五血液制品发展回顾》，西南证券整理

成都蓉生是中生股份旗下最主要的血制品资产，拥有 19 个浆站，其中南部和蓬溪浆站自 2015 年 12 月底开始采浆，富顺浆站预计 2016 年下半年开始采浆，且简阳浆站在 2015 年新获批了乐至采浆点，2015 年高县浆站的采浆区域新增宜宾县和屏山县，采浆量将进一步提升。

表 4：成都蓉生浆站运营时间

浆站名称	所在省份	运营时间	备注
简阳	四川	2006 年之前	2015 年新获批乐至采浆点
仁寿	四川	2006 年之前	
什邡	四川	2006 年之前	
山阴	山西	2006	
都江堰	四川	2007	

浆站名称	所在省份	运营时间	备注
高县	四川	2007	2015 年采浆区域新增宜宾和屏山县
金堂	四川	2007	
罗江	四川	2007	
通江	四川	2007	
中江	四川	2007	
南江	四川	2008	
聊城	山东	2009	
浑源	山西	2010	
渠县	四川	2011	
安岳	四川	2011	
沂州	山西	2011	
南部	四川	2015 年 12 月	
蓬溪	四川	2015 年 12 月	
富顺		--	2015 年 12 月开始建设, 预计 2016 年下半年开始采浆

数据来源: 公司公告, 西南证券

根据现有浆站, 如不考虑新浆站获批。2015 年成都蓉生的采浆量为 584 吨, 同比增长 11%, 预计 2016-2018 年期间这些老浆站保持 10% 的复合增长率。南部浆站和蓬溪浆站从 2015 年 12 月底开始采浆, 预计 2016-2018 年期间每个浆站每年的采浆量分别为 10、20、30 吨; 富顺浆站预计从 2016 年下半年开始采浆, 预计 2016-2018 年采浆量分别为 8、15、25 吨; 预计新增的乐至采浆点及宜宾县和屏山县采浆区域在 2016-2018 年的采浆量分别为 5、15、25 吨。据此预测成都蓉生在 2018 年的采浆量将达到 8838, 2016-2018 年期间的复合增速约为 15%。

表 5: 成都蓉生采浆量预测 (吨)

	原有浆站采浆量	增速	新增采浆量	采浆量合计	增速
2014	527			527	
2015	584	11%		584	11%
2016	643	10%	33	676	16%
2017	707	10%	75	777	15%
2018	778	10%	105	883	14%

数据来源: 公司公告, 西南证券

除成都蓉生以外, 中生股份还拥有 27 个浆站, 2015 年采浆量合计为 455 吨。保守估计这些浆站每年保持 5% 的自然增长。即便不考虑新浆站获批, 预计 2018 年中生股份的总采浆量也将达到 1414 吨, 2016-2018 年期间保持 11% 的复合增速。

表 6: 中生股份采浆量预测 (吨)

	成都蓉生采浆量	增速	三大所+贵州中泰	增速	中生股份采浆量	增速
2014	527					
2015	584	11%	455		1039	
2016	676	16%	478	5%	1153	11%

	成都蓉生采浆量	增速	三大所+贵州中泰	增速	中生股份采浆量	增速
2017	777	16%	502	5%	1279	11%
2018	888	13%	527	5%	1414	11%

数据来源：公司公告，西南证券

3.2 中生股份血制品批文最多，批签发数量占比最高

中生股份拥有 3 大类共 12 种血制品批文，拥有国内最齐全的血制品产品线。

表 7：各公司血制品产品线比较

品种	中生股份	华兰生物	上海莱士	泰邦生物	天坛生物	ST 生化	博雅生物
	12 个	11 个	11 个	8 个	8 个	6 个	7 个
人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√
人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
冻干静注人免疫球蛋白	√						√
破伤风人免疫球蛋白	√	√	√	√		√	
狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
人凝血因子 VIII	√	√	√	√	√		
人凝血酶原复合物	√	√	√	√			
外用冻干人凝血酶	√	√	√				
外科用冻干人纤维蛋白胶		√	√				
人纤维蛋白原	√	√	√		√		√
组织胺人免疫球蛋白	√				√		

数据来源：CFDA，西南证券整理

中生股份的血制品产品以白蛋白和静丙（静注人免疫球蛋白）为主，成都蓉生、三大所和贵州中泰都能生产，但各子公司在特免和凝血因子的批文方面存在差异，可以形成有效互补。未来业务整合完成后，有望通过技术共享提高工艺水平，从而增加血制品种类和产品收率，发挥明显的协同效应。

表 8：中生股份旗下血制品企业的产品批文

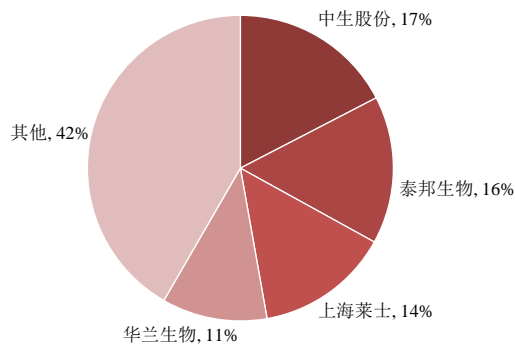
	成都蓉生	贵州中泰	上海所	兰州所	武汉所
白蛋白	有批文，在生产	有批文，在生产	有批文，在生产	有批文，在生产	有批文，在生产
静注人免疫球蛋白	有批文，在生产	有批文，在生产	有批文，在生产	有批文，在生产	有批文，在生产
冻干静注人免疫球蛋白	有批文		有批文	有批文	有批文
人免疫球蛋白	有批文，在生产		有批文，在生产	有批文，在生产	有批文，未生产
狂犬病人免疫球蛋白			有批文，未生产		有批文，在生产
破伤风人免疫球蛋白	有批文，在生产				有批文，在生产
乙型肝炎人免疫球蛋白	有批文，在生产		有批文，在生产	有批文，未生产	有批文，在生产
纤维蛋白原	有批文，未生产		有批文，在生产		

	成都蓉生	贵州中泰	上海所	兰州所	武汉所
凝血因子 VIII	有批文，未生产		有批文，在生产		
凝血酶原复合物			有批文，未生产		
组织胺人免疫球蛋白	有批文，未生产		有批文，在生产		有批文，未生产
凝血酶				有批文，未生产	

数据来源：CFDA，西南证券

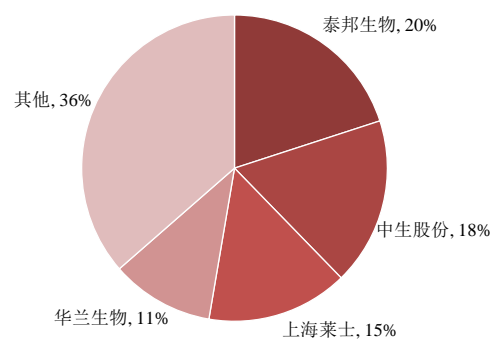
从批签发数据来看，中生股份的采浆量龙头地位使得公司的血制品批签发数量也处于行业龙头地位。2015 年，中生股份的白蛋白批签发数量约为 225 万瓶（10g/瓶），占国产白蛋白批签发数量的比例为 17%，排名第一；静丙批签发数量约为 139 万瓶（2.5g/瓶），占静丙批签发数量的比例为 18%，排名第二，仅次于泰邦生物。

图 6：2015 年国产白蛋白批签发数量分布情况



数据来源：中检所，西南证券整理

图 7：2015 年静丙批签发数量分布情况



数据来源：中检所，西南证券整理

虽然中生股份拥有 12 个产品批文，但实际在生产的主要是白蛋白和静丙，并有血浆用于生产肌丙和特免。凝血因子类产品虽然有批文，但真正获得批签发的只有纤原和凝血因子 VIII，且每年批签发数量仅为数千瓶，数量很少。

白蛋白和血制品是所有血制品的主要收入来源，占比一般超过 80%。成都蓉生是中生股份主要的血制品企业，2015 年白蛋白和静丙的批签发数量占比分别为 60%和 64%。

表 9：2015 年中生股份血制品批签发数据（万瓶）

生产企业	白蛋白（10g）	静丙（2.5g）	肌丙（300mg）	乙免（200IU）	破免（250IU）	狂免（200IU）
成都蓉生	134.18	88.69		22.08	40.39	
贵州中泰	1.35	2.89				
兰州所	31.69	20.94				
上海所	29.06	16.26	27.54			
武汉所	28.56	10.61				67.61
合计	224.84	139.39	27.54	22.08	40.39	67.61
蓉生占比	60%	64%	0%	100%	100%	0%

数据来源：中检所，西南证券（注：表中批签发数据为将不同规格换算后的数据）

3.3 中生股份血制品收入体量最大，但盈利能力有待提升

血制品供不应求现象十分严重，上游生产企业处于强势地位，给经销商和销售终端留的利润空间很小。如港股上市公司兴科蓉医药 (6833.HK) 代理奥克特珐玛的白蛋白在国内销售，2013-2015 年毛利率在 15% 左右。草根调研显示，由于国外企业的白蛋白成本和出厂价更低，给代理企业留的毛利率更高，国内血制品代理毛利率仅在 10% 左右。据此估计，国内血制品生产企业的出厂价大约是终端销售价的 90%。

表 10：兴科蓉医药白蛋白毛利率

	2013	2014	2015 年前 10 个月
营收 (百万元)	251	629	552
毛利 (百万元)	40	92	69
毛利率	16%	15%	13%

数据来源：兴科蓉医药公告，西南证券

根据 PDB 样本医院的终端销售数据，我们可以得到中生股份旗下各血制品企业不同产品的终端销售价，详见下表：

表 11：2015 年 PDB 样本医院的血制品终端价

生产企业	白蛋白 (10g)	静丙 (2.5g)	肌丙 (300mg)	乙免 (200IU)	破免 (250IU)	狂免 (200IU)
成都蓉生	371	554		280	143	
贵州中泰						
兰州所		550				
上海所	354	542	59 (PDB 平均值)	278		
武汉所	375	560			209	168

数据来源：PDB，西南证券 (注：由于 PDB 数据库没有收录上海所肌丙销售，采用其他肌丙企业终端售价的平均值)

根据批签发数据和血制品出厂价格 (出厂价约为终端售价的 90%)，可以估算 2015 年中生股份的血制品收入约为 18 亿，其中成都蓉生的收入约为 11 亿。而公司年报披露成都蓉生 2015 年的收入为 10 亿，偏离 10% 左右，假设中生股份旗下其他血制品业务的实际收入和批签发估计收入也存在 10% 的偏差，则预计 2015 年中生股份血制品业务的总收入为 $18.48/11.09*10.12=16.86$ 亿元。

表 12：中生股份各企业血制品收入情况 (百万元)

生产企业	白蛋白 (10g)	静丙 (2.5g)	肌丙 (300mg)	乙免 (200IU)	破免 (250IU)	狂免 (200IU)	合计
成都蓉生	498	491	0	62	58	0	1109
贵州中泰	5	16	0	0	0	0	21
兰州所	116	115	0	0	0	0	231
上海所	103	88	16	0	0	0	207
武汉所	107	59	0	0	0	114	280
合计	829	770	16	62	58	114	1848
蓉生占比	60%	64%	0%	100%	100%	0%	60%

数据来源：中检所，西南证券 (注：部分企业的产品在 PDB 数据库无销售记录，采用其他企业价格的平均值测算)

考虑到技术实力、产品收率、规模效应、管理经营等方面的差异，成都蓉生与三大所+贵州中泰的净利率存在明显差异。2011-2013 年期间，成都蓉生的毛利率要比三大所+贵州中泰高 5 个百分点左右，且差距逐步缩小。

表 13: 2011-2013 年中生股份血制品毛利率变化趋势

	2011	2012	2013
血制品合计	54.80%	48.20%	41.60%
成都蓉生	58.24%	51.63%	43.30%
三大所+贵州中泰	51.36%	46.53%	39.51%
毛利率差距	6.88%	5.10%	3.79%

数据来源:《中生股份 2014 年度跟踪评级报告》, 西南证券

2015 年成都蓉生的净利率为 27%，考虑到毛利率和费用率的差距，估计三大所+贵州中泰的净利率约为 20%。预计 2015 年中生股份的净利润约为 4.04 亿，其中成都蓉生占比约为 67%。

表 14: 成都蓉生毛利率和净利率变化趋势

	2011	2012	2013	2014	2015
毛利率	58%	52%	43%	44%	47%
净利率	31%	23%	21%	24%	27%

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 15: 2015 年中生股份血制品净利润预测 (百万元)

	营收	净利率	净利润
成都蓉生	1012	27%	269
三大所+贵州中泰	674	20%	135
合计	1686		404
蓉生占比	60%		67%

数据来源: 公司公告, 西南证券

总体来看，中生股份的浆站数量和采浆量都明显超过其他血制品企业，但由于工艺技术不够完善的原因，白蛋白的批签发数量仅仅略高于泰邦生物，静丙批签发数量更是低于泰邦生物，且凝血因子尚未实现大规模生产，导致公司的血制品、利润和净利率都明显低于华兰生物、上海莱士等民营企业。

2012-2015 年期间，成都蓉生的净利率水平持续提高，从 23% 提高到 27%，表明成都蓉生在生产工艺改进和管理效率提升等方面都取得了显著成效，使得盈利能力持续提升，未来很可能逐步提升到 30% 以上的行业平均水平，考虑到血制品供需失衡带来的提价预期，未来净利率水平甚至有望达到 35% 左右。

表 16: 2015 年主要血制品企业的收入和利润比较

企业	血制品收入 (百万元)	血制品利润 (百万元)	净利率
中生股份	1686	404	24%
其中: 天坛生物	1012	269	27%
华兰生物	1345	551	41%

企业	血制品收入 (百万元)	血制品利润 (百万元)	净利率
上海莱士	2013	682	34%
博雅生物	342	105	31%
泰邦生物	1932	578	30%

数据来源：各公司公告，西南证券（注：各公司数据为估计值，泰邦生物收入和利润还包括胎盘多肽）

3.4 重组铸就血制品龙头，未来持续提升空间大

公司公告称大股东拟将旗下的其他血制品业务作价入股成都蓉生，但尚不确定具体的资产评估方法和交易方案。由于缺少三大所血制品业务收入、利润和资产的公开数据，我们只能根据目前已有的数据来预测重组后公司对中生股份血制品业务的持股比例。

根据现有资料，我们能够对中生股份血制品业务的采浆量、收入和净利率来进行预测。从采浆量来看，成都蓉生在 2017 年的采浆量约为 676 吨和 777 吨，占中生股份总采浆量的比例为 61%。虽然说从长期来看，随着工艺和管理水平提升，成都蓉生和三大所+贵州中泰的盈利能力都将逐步趋同，但考虑到目前仍然存在较大的差异，估计依据利润来进行资产评估的可能性更大。

考虑到血制品量价齐升带来业绩高增长，我们预计 2017 年成都蓉生的血制品净利润将超过 6 亿元，占中生股份血制品净利润的比例在 73% 左右，考虑到目前公司对成都蓉生的持股比例为 90%，如不考虑收回少数股权，预计重组完成后公司对中生股份血制品业务的持股比例为 66% 左右，对应的采浆量为 840 吨。

4 盈利预测与分析

考虑到公司血制品业绩量价齐升带来中报业绩超预期且疫苗业务明显减亏，我们上调公司盈利预测，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.39 元、0.72 元、1.08 元，对应 PE 分别为 105 倍、57 倍、38 倍。

如考虑公司资产重组后只保留血制品业务，2017 年归属上市公司的权益采浆量约为 840 吨。目前华兰生物的吨浆利润约为 100 万元，根据中报业绩预告估计成都蓉生的吨浆利润已超过 70 万元且还在持续提升，即便考虑国企经营效率相对较低，未来吨浆利润预计不低于华兰生物的 80%。2016 年华兰生物的吨浆市值约为 3600 万，考虑到血制品价格每年提升 5%-10%，预计 2017 年华兰生物的吨浆市值有望突破 4000 万，公司由于盈利能力较低给予吨浆市值 3200 万，则 2017 年对应的血制品市值约为 270 亿。

另外天坛生物还会将所有疫苗业务剥离，其中北生研究的净资产为 8.74 亿元，评估值为 12.16 亿元，出售后预计可收回至少 12 亿元现金；长春祈健（持股 51%）2015 年的净利润为 1.6 亿元，净资产 4.3 亿，出售后预计可收回至少 2 亿元现金。

综合血制品业务估值和出售疫苗业务获得的现金，我们给予天坛生物 2017 年目标市值为 284 亿元。综上所述，我们认为天坛生物的血制品业务被严重低估，给予 2017 年目标市值 284 亿元，对应目标价为 55.15 元/股，上调至“买入”评级。

表 17: A 股血制品企业吨浆市值比较

代码	股票	市值 (万元)	2016 采浆量 (吨)	吨浆市值 (万元)
002252.SZ	上海莱士	10,439,122	950	10989
300294.SZ	博雅生物	1,941,748	250	7767
002007.SZ	华兰生物	3,629,202	1000	3629
000403.SZ	ST 生化	845,536	350	2416

数据来源: 公司公告, 西南证券

5 风险提示

1) 由于数据来源不齐全和推导过程不完善而导致分析或预测不全面或不准确的风险

由于中生股份旗下三大所的血制品业务尚未剥离且缺少公开数据, 本报告中的血制品收入和利润是依据其他公开数据推导而来, 存在数据来源不齐全或推导过程不完善而导致分析或预测不全面或不准确的风险。

2) 血制品业务重组结果或不符合预期的风险

中生股份将把三大所的血制品业务注入成都蓉生, 在此过程中需要对双方进行估值, 有多种资产评估方法, 但是由于本报告只能对双方的收入、利润和采浆量进行预测, 在此情况下我们认为参照利润进行资产评估最能显示公平性。但由于实际估值方法和双方估值结果的不确定性, 可能存在业务重组结果或不符合预期的风险, 归属天坛生物的采浆量可能存在低估或高估的可能。

3) 重组进度或低于预期的风险

中生股份承诺在 2018 年 3 月 15 日之前消除同业竞争, 但由于资产评估、置换、剥离等环节复杂, 可能存在重组进度低于预期的风险。

4) 业务整合或低于预期的风险

完成资产重组后, 公司将 对中生股份旗下的所有血制品业务进行整合以提高盈利能力, 逐步将三大所的血制品业务净利率提升至与成都蓉生相同的水平, 可能存在业务整合低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1617.99	1669.19	1927.94	2276.90	净利润	115.58	304.52	473.62	680.19
营业成本	831.70	882.52	942.79	1046.42	折旧与摊销	196.09	355.49	444.54	561.98
营业税金及附加	8.75	10.72	11.81	13.90	财务费用	111.41	0.00	0.00	0.00
销售费用	90.66	50.08	38.56	22.77	资产减值损失	72.28	55.00	40.00	30.00
管理费用	321.42	300.45	327.75	364.30	经营营运资本变动	-131.05	-49.58	-20.40	-35.37
财务费用	111.41	0.00	0.00	0.00	其他	108.95	-53.51	-40.74	-29.88
资产减值损失	72.28	55.00	40.00	30.00	经营活动现金流净额	473.26	611.91	897.01	1206.92
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-50.18	-1000.00	-1500.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-250.04	-80.00	-80.00	-100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-300.22	-1080.00	-1580.00	-2100.00
营业利润	181.78	370.41	567.03	799.50	短期借款	122.00	-80.00	318.22	527.97
其他非经营损益	16.16	20.00	25.00	30.00	长期借款	735.05	200.00	300.00	400.00
利润总额	197.93	390.41	592.03	829.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	82.35	85.89	118.41	149.31	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	115.58	304.52	473.62	680.19	其他	-1424.57	42.04	0.00	0.00
少数股东损益	105.60	103.54	104.20	122.43	筹资活动现金流净额	-567.52	162.04	618.22	927.97
归属母公司股东净利润	9.98	200.98	369.43	557.75	现金流量净额	-388.44	-306.05	-64.76	34.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	563.61	257.56	192.79	227.69	成长能力				
应收和预付款项	237.91	286.97	316.63	372.30	销售收入增长率	-11.42%	3.16%	15.50%	18.10%
存货	944.35	1000.57	1069.74	1187.29	营业利润增长率	-36.20%	103.77%	53.08%	41.00%
其他流动资产	12.09	12.47	14.40	17.01	净利润增长率	-48.89%	163.47%	55.53%	43.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-4.40%	48.36%	39.35%	34.59%
投资性房地产	36.68	36.68	36.68	36.68	获利能力				
固定资产和在建工程	3461.11	4135.34	5220.52	6688.26	毛利率	48.60%	47.13%	51.10%	54.04%
无形资产和开发支出	192.00	162.89	133.79	104.68	三费率	32.35%	21.00%	19.00%	17.00%
其他非流动资产	184.18	263.57	342.96	442.35	净利率	7.14%	18.24%	24.57%	29.87%
资产总计	5631.93	6156.05	7327.52	9076.25	ROE	5.17%	11.93%	15.65%	18.35%
短期借款	330.00	250.00	568.22	1096.19	ROA	2.05%	4.95%	6.46%	7.49%
应付和预收款项	440.45	468.55	513.22	593.71	ROIC	4.48%	6.80%	8.81%	10.16%
长期借款	1779.51	1979.51	2279.51	2679.51	EBITDA/销售收入	30.24%	43.49%	52.47%	59.80%
其他负债	845.73	904.95	939.90	999.98	营运能力				
负债合计	3395.69	3603.01	4300.85	5369.40	总资产周转率	0.28	0.28	0.29	0.28
股本	515.47	515.47	515.47	515.47	固定资产周转率	0.67	0.57	0.53	0.50
资本公积	164.06	164.06	164.06	164.06	应收账款周转率	8.80	9.77	9.62	10.02
留存收益	1274.35	1475.33	1844.76	2402.51	存货周转率	0.95	0.91	0.91	0.93
归属母公司股东权益	1941.58	2154.85	2524.28	3082.03	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	398.19	502.39	624.83	资本结构				
股东权益合计	2236.24	2553.05	3026.67	3706.86	资产负债率	60.29%	58.53%	58.69%	59.16%
负债和股东权益合计	5631.93	6156.05	7327.52	9076.25	带息债务/总负债	62.12%	61.88%	66.21%	70.32%
					流动比率	1.24	1.09	0.87	0.72
					速动比率	0.57	0.39	0.29	0.25
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.02	0.39	0.72	1.08
					每股净资产	4.34	4.95	5.87	7.19
					每股经营现金	0.92	1.19	1.74	2.34
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	489.27	725.90	1011.57	1361.48					
PE	2122.89	105.38	57.33	37.97					
PB	9.47	8.30	7.00	5.71					
PS	13.09	12.69	10.99	9.30					
EV/EBITDA	46.21	31.66	23.32	17.91					
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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn