

疫苗拖累业务, 血制品量价齐升

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2016年中报, 实现营收8.8亿元(+7%)、归母净利润9693万元(+77%)、扣非后归母净利润8882万元(+87%)。
- **行业因素导致疫苗业务下滑, 血制品量价齐升增厚业绩。** (1) 单季度来看, 2016Q2实现营收5.2亿元(+11%)、归母净利润9760万元(+128%)、扣非后归母净利润9253万元(+140%)。总体来看, 第二季度的收入和营收都出现大幅度提升, 扭转了连续三个季度的利润亏损, 迎来了业绩拐点。(2) 血制品量价齐升推动业绩高速增长。血制品实现营收6.1亿元(28%), 毛利率也提升5.72pp至51.13%, 净利润达到2.1亿元(+65%), 我们分析认为成都蓉生的业绩高速增长主要是因为血制品量价齐升。从量来看, 2016H1成都蓉生的血制品批签发数量同比增长10%左右; 从价来看, 自2015年6月份药品最高零售价取消之后, 血制品提价十分明显, PDB样本医院的数据显示成都蓉生的白蛋白和静丙终端价分别提升8%和6%, 破免甚至提价209%。如出厂价也同比例提升, 估计平均提价幅度约为8%。(3) 山东疫苗事件导致公司疫苗业务出现明显下滑, 2016H1实现营收2.7亿元(-23%), 毛利率也下滑19.10pp至37.86%。下滑最明显的是以二类疫苗中的水痘疫苗为主要产品的长春祈健, 2016H1仅实现营收2502万元, 同比下滑84%; 净利润为-1729万元, 同比下滑119%。母公司的疫苗业务实现营收2.5亿元(+33%)和净利润-8123万元(减亏2292万元), 主要是因为麻腮风疫苗放量回升且口服I型III型脊灰疫苗上市带来收入增长和利润明显减亏。(4) 从盈利能力来看, 期间费率为25.75%, 同比下降5.28pp, 其中销售费率减少1.99pp至3.15%, 管理费减少1.92pp至17.24%, 财务费率减少1.38pp至5.35%。期间费率出现全面下滑主要是因为经营管理效率提升, 使得各项费用都出现明显减少。由于疫苗业务受到的影响较大导致公司综合毛利率下降2.72pp至47.40%, 净利率下降1.15pp至12.48%。
- **业务重组在即, 铸就血制品行业龙头。** 大股东中生股份承诺在2018年3月15日之前消除同业竞争, 即剥离亏损的疫苗业务和注入血制品资源。2015年中生股份拥有43个浆站共计1023吨血浆, 是国内唯一一个采浆量突破1000吨的血制品企业。资产重组完成后, 公司将控制中生股份旗下所有的血制品业务。预计2017年整个中生股份的采浆量将达到1300吨左右, 铸就血制品行业龙头。
- **盈利预测与投资建议。** 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、38倍, 考虑到血制品量价齐升高速增长且大股东血制品业务即将注入, 亏损的疫苗业务剥离后血制品将迎来价值重估, 维持“买入”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。

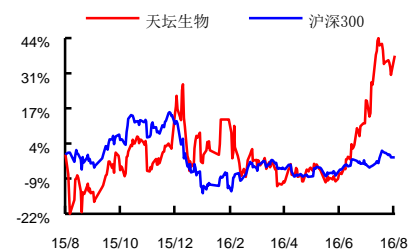
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1617.99	1669.19	1927.94	2276.90
增长率	-11.42%	3.16%	15.50%	18.10%
归属母公司净利润(百万元)	9.98	200.98	369.43	557.75
增长率	-92.23%	1914.43%	83.81%	50.98%
每股收益EPS(元)	0.02	0.39	0.72	1.08
净资产收益率ROE	5.17%	11.93%	15.65%	18.35%
PE	2117	105	57	38
PB	9.45	8.27	6.98	5.70

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: 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)	23.16-42.95
总市值(亿元)	211.24
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): 量价齐升业绩高速增长, 重组铸造血制品龙头 (2016-08-09)
2. 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)
3. 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)					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	2117.21	105.10	57.18	37.87					
PB	9.45	8.27	6.98	5.70					
PS	13.06	12.66	10.96	9.28					
EV/EBITDA	46.09	31.59	23.26	17.87					
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
	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