



2017年03月06日

## 增持(首次评级)

当前价：39.4 元  
目标价：49 元

### 医药行业研究组

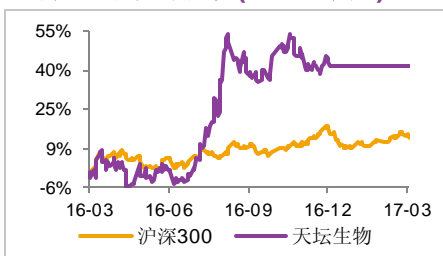
分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：李志新

电话：010-64408516  
邮箱：lizhixin@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

### 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1618.0	2084.1	1630.9	2038.6
(+/-)		28.8%	-21.8%	25.0%
净利润	10.0	253.4	482.0	627.7
(+/-)		243.4%	90.2%	30.2%
EPS(元)	0.02	0.49	0.94	1.22
P/E	1970	80	42	32

资料来源：联讯证券研究院

### 相关研究

## 天坛生物(600161.SH)

# 【联讯医药公司重大事件点评】天坛生物：剥离全部疫苗资产，年采量超千吨血液制品航母即将下水

### 投资要点

#### 重大事件：

天坛生物（600161）近日公告，公司拟以现金 140,300 万元的价格向中生股份出售北生研 100%的股权并以现金 40,290 万元的价格向中生股份出售长春祈健 51%的股权；同时，旗下子公司成都蓉生向中生股份 3.6 亿元购买贵州中泰 80%股权。

#### 点评：

#### 解决同业竞争迈出实质步伐，静待武汉、兰州、上海三所血液制品注入

一直以来，天坛生物与大股东中生股份旗下武汉所、兰州所、上海所及贵州中泰存在疫苗和血液制品同业竞争情况，为解决矛盾，大股东中生股份曾于 2011 年 3 月作出承诺，于 5 年内消除系统内其他企业与天坛生物之间的同业竞争。2016 年，由于上述三个所资产剥离、评估和文号、资质变更等难度，承诺延期到 2018 年 3 月 15 日之前。本次重大资产重组先期解决疫苗业务同业竞争，剥离公司全部疫苗业务予以中生股份，迈出实质一步。预期待武汉等三所完成资产审计、剥离等程序，天坛生物和中生股份将很快启动武汉等三所血液制品注入交易的第二步。

#### 蜕变成纯粹血液制品企业，年采浆量超千吨的血液制品航母即将下水

公司疫苗业务近几年来营收规模不断下滑，盈利状况得不到改善，成为公司日常经营的出血点。2016 年，山东疫苗事件后，公司疫苗业务经营状况更加恶化，经营二类疫苗的长春祈健盈转亏。整体剥离疫苗资产后，公司业务蜕变成纯粹血液制品企业，盈利能力大幅提升。目前公司旗下成都蓉生拥有单采血浆站 18 家，年采浆量 584.24 吨（2015 年，下同），本次注入的贵州中泰年采浆量 20.41，后期待注入的上海所（136.62 吨）、武汉所（193.75 吨）、兰州所（87.61 吨），公司完成解决涉及疫苗和血液制品同业竞争问题后，将拥有 45 家浆站（2016 年）和 1022.61 吨的年采浆量规模，超过上海莱仕（33 家，800 多吨）和华兰生物（23 家，720 吨），成为行业内浆站数最多以及采浆量最大的企业。另外，公司计划通过积累的政府资源加大力度开拓浆站资源，力争至十三五末实现内延采浆量突破 2,400 吨；并计划到十三五末，力争通过收购的方式实现外延采浆量 600 吨。国家队血液制品航母即将下水。

#### 吨血浆市值比有望回归行业平均水平

目前血液制品全行业吨血浆市值比均值在 6000 万元（参考 2015 年全年采浆量），天坛生物吨血浆市值比仅有约 3800 万元，是行业中吨血浆市值比最低的大型血液制品公司之一，华兰生物吨血浆市值比为 4800 万元，我们认为，剥离亏损疫苗资产后，天坛生物吨血浆市值比有望价值回归到行业均值



水平。

#### ◇ 盈利预测与估值

本次公司疫苗资产出售和贵州中泰购买交易预计年内完成，2017 年公司盈利将显著改善；暂不考虑明年的三所血液制品资产注入（具体方案未确定）。我们预测 2016-2018 年归母净利润 2.53\4.82\6.27 亿元，对应 EPS 为 0.49\0.94\1.22 元。

疫苗资产出售后，公司成为一家纯粹血液制品公司，我们认为采浆量是决定血液制品公司未来价值的关键因素，参考华兰生物吨血浆市值比 4800 万元，天坛生物年采浆量 584.24 吨（2015 年），权益采浆量 525.8 吨（按 90%成都蓉生股份计），合理市值为 252.4 亿元，目标价格 49.0 元，对应 2017 年 PE 为 52 倍，相对现价有约 25%的上升空间，首次给予“增持评级”。

#### ◇ 风险提示

重组审批不通过风险，整合效果不达预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产					经营活动现金流	473.3	613.3	545.5	697.5
现金	563.6	547.8	2494.0	3001.5	净利润	115.6	293.3	535.5	697.5
应收账款和票据	211.3	358.1	113.8	205.0	折旧摊销	196.1	250.0	60.0	60.0
其它应收款	18.4	50.8	40.0	40.0	财务费用	111.4	120.0	-40.0	-50.0
预付账款	8.2	28.6	26.0	30.0	投资损失	72.3	50.0	10.0	10.0
存货	944.4	987.3	750.0	800.0	营运资金变动	-131.1	-100.0	-20.0	-20.0
其他	12.1	13.7	1.0	10.0	其它	109.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产					投资活动现金流	-300.2	-200.0	3372.1	-7.2
长期投资	849.6	902.0	82.5	90.0	资本支出	-300.6	-200.0	-10.0	-7.2
固定资产	2611.5	2456.3	418.5	400.0	长期投资	0.0	0.0	3382.1	0.0
无形资产	192.0	188.8	131.7	130.0	其他	0.4	0.0	0.0	0.0
其他	220.9	234.3	0.0	0.0	筹资活动现金流	-567.5	-429.0	-1971.4	50.0
资产总计	5631.9	5767.8	4057.5	4706.5	短期借款	122.0	-60.0	-230.0	50.0
流动负债					长期借款	735.0	161.9	-1741.4	0.0
短期借款	330.0	270.0	40.0	90.0	其他	-1424.5	-531.0	0.0	0.0
应付账款	128.7	119.3	30.4	70.0	现金净增加额	-388.4	-15.8	1946.2	507.5
其他	964.3	807.3	485.0	500.0					
非流动负债					主要财务比率				
长期借款	1779.5	1941.4	200.0	200.0	成长能力				
其他	193.3	90.4	7.3	10.0	营业收入	-11.4%	28.8%	-21.7%	25.0%
负债合计	3395.7	3228.4	762.7	870.0	营业利润	-36.2%	93.7%	87.9%	28.5%
少数股东权益	294.7	235.0	235.0	249.0	归属母公司净利润	-92.2%	2438.8%	90.2%	30.2%
归属母公司股东权益	1941.6	2186.9	3059.8	3587.5	获利能力				
负债和股东权益	5631.9	5767.8	4057.5	4706.5	毛利率	48.6%	47.4%	55.0%	57.0%
					净利率	7.1%	14.1%	32.8%	34.2%
					ROE	0.5%	11.6%	15.8%	17.5%
利润表					ROIC				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
营业收入	1618.0	2084.1	1630.9	2038.6	偿债能力				
营业成本	831.7	1,097.0	733.9	876.6	资产负债率	60.3%	56.0%	18.8%	18.5%
营业税金及附加	8.8	10.0	12.5	15.6	净负债比率	151.9%	127.1%	23.1%	22.7%
营业费用	90.7	105.0	40.8	51.0	流动比率	1.24	1.66	6.17	6.19
管理费用	321.4	350.0	212.0	285.4	速动比率	0.57	0.83	4.82	4.98
财务费用	111.4	120.0	-40.0	-50.0	营运能力				
资产减值损失	72.3	50.0	10.0	10.0	总资产周转率	0.28	0.37	0.33	0.47
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	8.80	7.32	6.91	12.79
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	18.68	8.31	6.85	16.93
营业利润	181.8	352.1	661.7	850.0	每股指标(元)				
营业外收入	25.2	30.5	30.0	30.0	每股收益	0.02	0.49	0.94	1.22
营业外支出	9.1	9.0	9.0	9.0	每股经营现金	0.92	1.19	1.06	1.35
利润总额	197.9	373.6	622.7	811.0	每股净资产	3.77	4.25	5.94	6.97
所得税	82.4	80.3	87.2	113.5	估值比率				
净利润	115.6	293.3	535.5	697.5	P/E	1970.0	80.1	42.1	32.3
少数股东损益	105.6	39.9	53.6	69.7	P/B	10.5	9.3	6.6	5.7
归属母公司净利润	10.0	253.4	482.0	627.7	EV/EBITDA	45.8	30.9	28.9	22.1
EBITDA	505.4	743.6	642.7	821.0					
EPS (元)	0.02	0.49	0.94	1.22					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院。备注：假设年内完成本次重大资产重组，中生股份全部付款



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)