

资产重组持续推进, 血制品有望在四季度注入

投资要点

- **事件:** 公司发布重大资产重组方案并复牌, 拟出售疫苗业务并收购贵州中泰。
- **资产重组稳步向前推进, 疫苗业务全部剥离。** 天坛生物和中生股份都有血制品业务和疫苗业务, 中生股份承诺在 2018 年 3 月 15 日之前消除同业竞争。重组方案主要包括出售疫苗业务和注入血制品业务。疫苗业务将会完全剥离: 1) 北生研主营产品为乙肝疫苗等一类疫苗, 由于麻腮风疫苗生产自查、生产基地搬迁、费用较高等原因经营不稳定, 处于持续亏损状态, 2015 年收入和利润分别 3.1 亿、-3.1 亿, 2016 年前 11 个月收入和净利润分别为 6.4 亿、-1.1 亿。北生研的 100% 股权评估值为 12.9 亿, 出售价格为 14 亿。2) 长春祈健主营产品为水痘疫苗, 受到疫苗流通行业整顿的影响业绩大幅度下滑, 2015 年收入和利润分别 3.1 亿、1.6 亿, 2016 年前 11 个月收入和净利润分别为 0.9 亿、-0.2 亿。长春祈健的 51% 股权评估值为 1.6 亿, 出售价格为 4 亿。此次剥离亏损的疫苗业务, 有助于上市公司轻装上阵, 充分体现高质量血制品业务的盈利能力。
- **贵州中泰率先注入, 其他血制品业务有望在四季度启动资产注入。** 1) 贵州中泰拥有 2 个浆站, 2016 年采浆量为 25 吨, 实现收入 5624 万元和净利润 458 万元, 无论是采浆量还是产品收率都偏低, 成都蓉生有望通过整合实现深度挖潜。中泰生物 80% 股权的评估值为 1.1 亿, 转让价格为 3.6 亿。2) 上海所、武汉所和兰州所资产仍在进行剥离分拆, 目前已完成三家血制品公司的设立、生产许可证变更或获取、GMP 认证、变更产品文号等工作, 但土地、房产等产权过户仍在推进。待血制品业务完全剥离且独立运行一段时间验证生产体系和产品质量后再注入上市公司, 预计将在四季度启动资产注入。
- **重组铸就行业龙头, 血制品市值被明显低估。** 从采浆资源来看, 中生股份拥有 45 个浆站, 2016 年采浆量 1171 吨, 在全国排名第一位。从收入来看, 2016 年前 11 个月中生股份的血制品收入达到 18.46 亿, 估计全年超过 19 亿, 其中最大的血制品子公司成都蓉生在 2016 年实现 13.05 亿 (+29%) 和净利润 4.49 亿 (+67%)。如三大所的血制品业务全部以作价入股成都蓉生的方式注入, 我们测算重组完成后上市公司对中生股份血制品业务的权益比例在 70% 左右, 对应 2016 年权益采浆量为 820 吨。当前市值仅 203 亿, 考虑到此次出售疫苗业务回收超过 14 亿现金, 对应 2016 年吨浆市值仅 2300 万, 远低于博雅生物和华兰生物的吨浆市值 6700 万和 3400 万, 市值被明显低估。参照可比公司我们认为应该给予天坛生物吨浆市值 3000 万, 血制品业务合理市值为 245 亿, 再加上 14 亿现金, 合理市值为 259 亿, 对应股价为 50.29 元。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑三大所的血制品业务注入, 仅考虑此次重组完成后上市公司体内的成都蓉生和贵州中泰, 估计 2017 年上市公司体内的血制品业务净利润为 5.3 亿, 扣除 14 亿现金后 PE 仅 36 倍, 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。

天坛生物血制品备考利润预测

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	10.12	13.05	16.31	19.58
增长率	5%	29%	25%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	2.42	4.04	5.29	6.34
增长率	19%	67%	31%	20%
PE	78	47	36	30

数据来源: Wind, 西南证券 (注: 上表中的收入和利润仅考虑成都蓉生和中泰生物, 将疫苗业务剔除掉了以反映血制品业务的实际增长率)

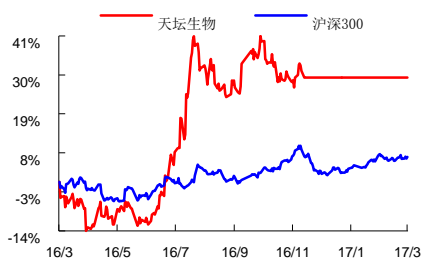
西南证券研究发展中心

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

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
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)	26.27-42.97
总市值(亿元)	203.09
总资产(亿元)	58.23
每股净资产(元)	4.12

相关研究

1. 天坛生物 (600161): 业绩持续高增长, 新产品获得注册受理 (2016-11-01)
2. 天坛生物 (600161): 疫苗拖累业务, 血制品量价齐升 (2016-08-30)
3. 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)
4. 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)

附：中生股份血制品业务相关数据

整个中生股份拥有 45 个浆站和 1171 吨采浆量，其中成都蓉生的占比分别为 42% 和 58%。通过资产重组，有助于提升成都蓉生的血制品实力。

表 1：中生股份浆站数量（个）

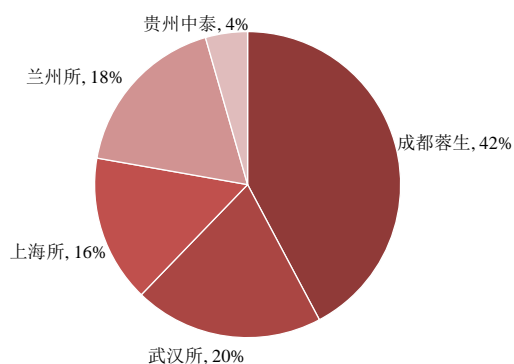
	2014	2015	2016
成都蓉生	15	18	19
上海所	6	6	7
武汉所	8	8	9
兰州所	7	7	8
贵州中泰	2	2	2
中生股份	38	41	45
增长率		+8%	+10%

数据来源：公司公告，西南证券整理

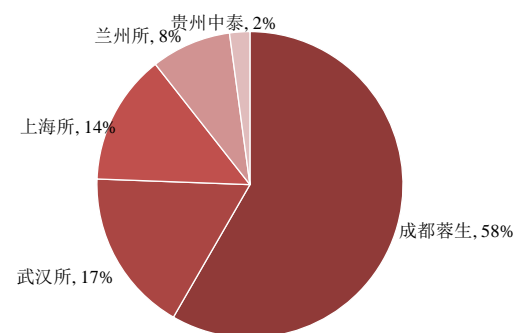
表 2：中生股份采浆量（吨）

	2014	2015	2016
成都蓉生	527	584	683
上海所	129	137	162
武汉所	181	194	202
兰州所	110	88	99
贵州中泰	18	20	25
中生股份	966	1023	1171
增长率		+6%	+14%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：2016 年中生股份浆站分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2016 年中生股份采浆量分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年中生股份收入估计超过 19 亿，其中成都蓉生收入达到 13 亿，占比约为 68%。从盈利能力来看，除成都蓉生以外的其他血制品公司由于规模小估计净利率较低。重组完成后，成都蓉生通过输入先进的生产工艺和管理水平（成都蓉生净利率从 2014 年的 23% 提升至 2016 年的 34%），有望逐步提升其他血制品公司的盈利能力，从而显著增厚业绩。

2016 年成都蓉生实现净利润 4.49 亿，估计中生股份其他血制品业务的净利率在 20% 左右（参照前述报告《重组铸造血制品行业龙头，市值被严重低估》），中生股份合计净利润约为 5.68 亿，成都蓉生占比约为 79%。天坛生物对成都蓉生的持股比例为 90%，则天坛生物对中生股份血制品业务的占比达到 $0.79 \times 0.9 = 71\%$ 。据此估计，重组完成后，天坛生物对中生股份血制品采浆量的权益比例在 70% 左右。

表 3：中生股份血制品收入（亿元）

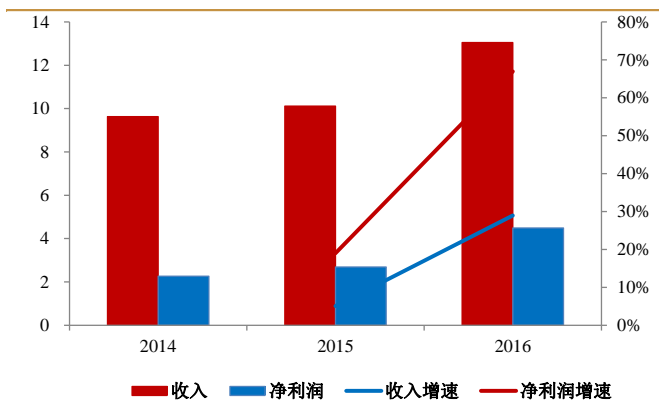
	2014	2015	2016
成都蓉生	9.63	10.12	13.05
贵州中泰	0.40	0.23	0.36 (2016 年前 11 个月)
中生股份	17.02	18.11	18.46 (2016 年前 11 个月)

数据来源：公司公告，西南证券整理

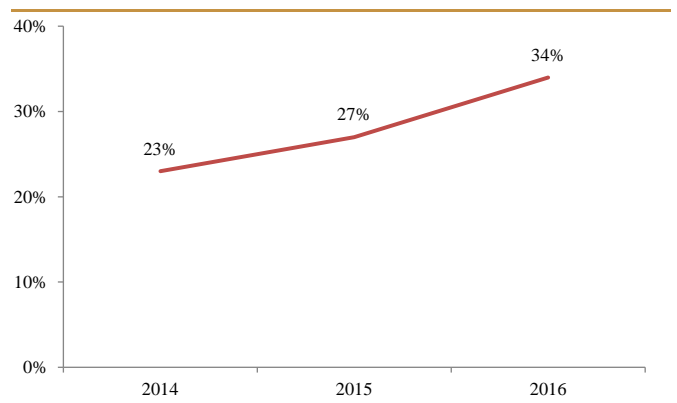
表 4：成都蓉生血制品盈利能力（亿元）

	2014	2015	2016
营业收入	9.63	10.12	13.05
净利润	2.26	2.69	4.49
净利率	23%	27%	34%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：成都蓉生收入和净利润增速（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：成都蓉生净利率提升趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn