

证券研究报告—动态报告

医药保健

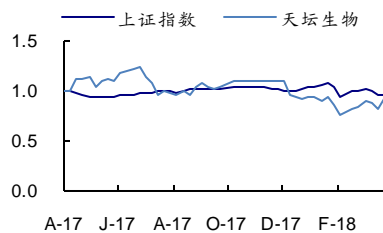
制药与生物

天坛生物(600161)
增持

2017 年年报点评

(维持评级)

2018 年 04 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	670/670
总市值/流通(百万元)	19,594/19,594
上证综指/深圳成指	3,163/10,853
12 个月最高/最低(元)	39.60/23.85

相关研究报告:

《天坛生物-600161-2017 年三季报点评: 血制品企稳, 静待重组完成》——2017-11-01
 《天坛生物-600161-2017 年半年报点评: 业绩稳步提升, 静待三大所注入》——2017-08-29
 《天坛生物-600161-重大事件快评: 重组过程稳步推进, 疫苗业务将完成剥离》——2017-03-24
 《天坛生物-600161-一加一减解决同业竞争, 拐点可期》——2016-08-04

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

表现稳健的千吨血制品国家队

● 血制品营收、利润稳定增长

公司 17 年营收 17.65 亿 (-17.45%, 追溯同口径调整), 营收减少因疫苗业务剔除并表; 归母净利润 11.80 亿 (+359%, 追溯同口径调整), 净利大幅增加因实现 7.82 亿投资收益; 扣非净利 4.14 亿 (+69.20%)。血制品业务方面, 17 年营收 15.14 亿 (+13.22%, 调整贵州中泰并表后, 下同), 净利润 4.55 亿 (+13.44%), 营收利润均保持稳定增长。从批签发看, 主要子公司成都蓉生白蛋白批量 194 万瓶 (+24.21%), 静丙批量 146 万瓶 (+25.22%), 在行业低迷的环境下仍实现 20% 以上的增长。

● 完成两次重组, 打造唯一血制品平台

17 年 5 月, 公司完成第一次重组, 剥离疫苗业务并置入贵州中泰 80% 股份; 18 年 1 月, 公司完成第二次重组, 以 6.23 亿购入成都蓉生 10% 股权, 且成都蓉生以换股方式收购三大血制。重组完成后, 上市公司成为实控人中生集团旗下唯一血制品平台, 持有子公司成都蓉生 69.47% 股权, 符合预期。

● 优化管理推进研发, 利润率水平持续改善

公司的毛利率、净利率水平一直低于行业平均水平, 公司通过优化管理, 提升产品收率, 降低成本, 提升毛利率至 55.0%, 估计吨浆净利 73 万/吨。成都蓉生的 VIII 因子已经报产, 有望在 18 年上市并提升吨浆净利至接近 90 万/吨。重组后, 贵州中泰、三大血制净利率较低, 通过技术、管理输出有较大提升空间。

● 采浆量维持增速, 关注十三五计划

公司 17 年采浆超 1400 吨 (+19.83%), 高于行业平均增幅。公司共有单采血浆站 (含分站) 55 家, 其中在营浆站 47 家, 新获批浆站 (含分站) 8 家, 浆站网络扩大至 13 个省份。公司十三五计划给出 2400 吨内生+600 吨外延的宏伟目标。考虑到行业近期普遍主动降低了采浆增速, 我们适度下调采浆及投浆预期, 保守估计可完成约 2200 吨目标, 即采浆量 CAGR 16% 的增长, 2020 年上市公司权益浆量将超 1500 吨。

● 风险提示

采浆量增长不及预期、行业安全性事件、血制品销售不及预期。

● 千吨国家队现身, 血制品业务稳定, 维持“增持”评级

重组后公司成为中生集团旗下唯一血制品平台, 采浆量稳定增长且渠道优势明显, 并且通过优化管理和推进研发可持续提升吨浆利润。持续提升的吨浆利润和采浆量保证未来业绩的增长。但是近期同业公司普遍压低采浆增长潜力, 提高销售费用, 因此我们基于保守性原则, 适度下调采浆量和投浆量预期至 2200 吨, 仍高于行业采浆增速。预计 18-20 年归母净利润 5.11/6.59/7.93 亿, 对应当前股价 PE 为 38.3/29.7/24.7X, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,096	1,765	2,506	3,113	3,789
(+/-%)	29.5%	-15.8%	42.0%	24.2%	21.7%
净利润(百万元)	262	1,180	511	659	793
(+/-%)	2523.8%	350.7%	-56.7%	28.9%	20.3%
摊薄每股收益(元)	0.39	1.76	0.76	0.98	1.18
EBIT Margin	22.6%	78.5%	25.5%	27.2%	28.0%
净资产收益率(ROE)	11.9%	38.8%	15.1%	17.1%	18.0%
市盈率(PE)	74.8	16.6	38.3	29.7	24.7
EV/EBITDA	33.8	13.5	29.7	22.6	18.1
市净率(PB)	8.9	6.4	5.77	5.08	4.44

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

■ 剥离疫苗带来大量投资收益，血制品业务稳定增长

剥离疫苗带来大量投资收益，血制品业务稳定增长。公司17年营收17.65亿(-17.45%)，营收减少因疫苗业务剔除并表；归母净利润11.80亿(+359%)，净利大幅增加因实现7.82亿投资收益；扣非净利4.14亿(+69.20%)。血制品业务方面，17年营收15.14亿(+13.22%，调整贵州中泰并表后，下同)，净利润4.55亿(+13.44%)，营收利润均保持稳定增长。其中，主要血制品企业子公司成都蓉生17年实现营收15.15亿(+16.1%)，净利润5.10亿(+12.4%)，四年净利润CAGR超25%。

表 1: 天坛生物血制品分部财务信息

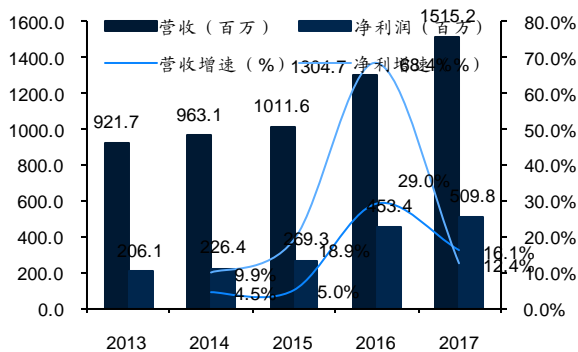
项目	2014	2015	2016	2017	增速
一、对外交易收入	9.56	9.96	12.94	15.14	16.96%
二、分部间交易收入		0.16	0.10	0.01	-86.71%
三、对联营和合营企业的投资收益					
四、资产减值损失	0.02	-0.02	0.05	0.00	-91.67%
五、折旧费和摊销费	0.44	0.48	0.46	0.46	0.51%
六、利润总额(亏损总额)	2.66	3.20	5.32	5.99	12.56%
七、所得税费用	0.40	0.51	0.79	0.90	13.22%
八、净利润(净亏损)	2.26	2.69	4.53	5.10	12.44%
九、资产总额	11.02	11.49	13.69	19.96	45.83%
十、负债总额	3.77	3.36	3.13	7.59	142.29%
十一、其他重要的非现金项目					
1. 折旧费和摊销费以外的其他现金费用	0.02	-0.02	0.05	0.00	-91.67%
2. 对联营企业和合营企业的长期股权投资					
3. 长期股权投资以外的其他非流动资产增加额	0.19	0.15	-0.08	0.39	-586.99%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司渠道优势明显，成都蓉生批签发稳定增长。17年受政策性影响，血制品行业批签发断崖式下滑，国产白蛋白批量1747万瓶(+3.66%)，静丙批量1089万瓶(-0.37%)；但成都蓉生批签发实现稳定增长，主要产品白蛋白批量194万瓶(+24.21%)，静丙批量146万瓶(+25.22%)。公司的渠道优势是其血制品业务实现稳定增长的重要原因：据年报披露，2017年重组后，公司下属公司基本覆盖了除港澳台地区外的各省市地区主要的重点终端，目前已经覆盖近500家三级医院，近1,000家三级以下医院及其他终端，终端数量处于领先地位；预计未来将覆盖近600家三级医院，近2,000家三级以下医院及其他终端。

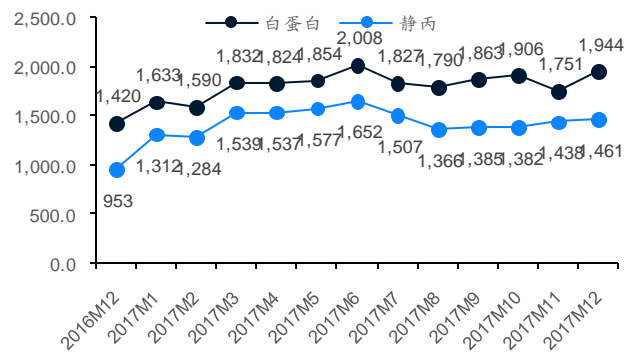
血浆调拨部分解决产能问题。现成都蓉生650吨老产能已满产，新产能预计2021年投产。目前采浆量大幅高于产能，公司已开展血浆调拨以部分解决产能问题。

图 1: 2013-17年成都蓉生营收净利情况(百万)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 2017年成都蓉生批签发情况(千瓶/TTM)

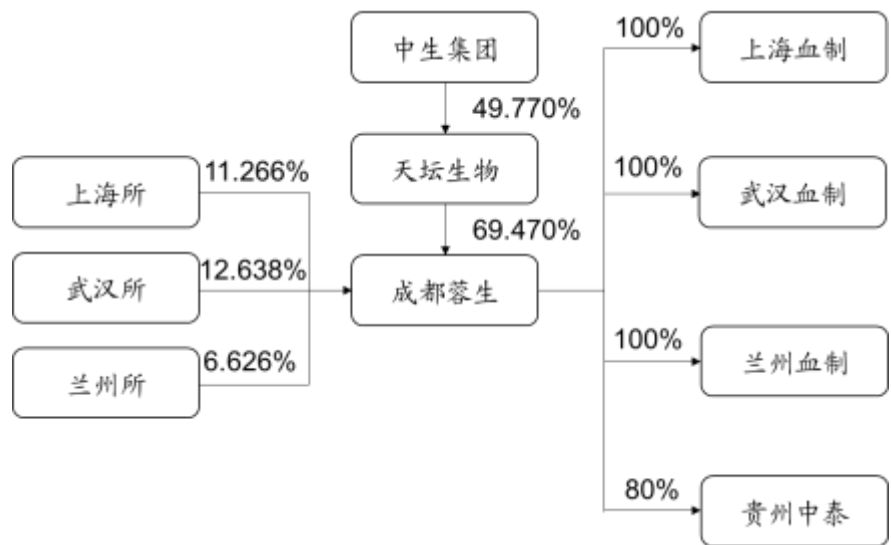


资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

■ 完成两次重组，打造唯一血制品平台

完成两次重组，打造唯一血制品平台。2017年1月至5月，公司完成了分别以现金140,300万元和40,290万元的价格将持有的经营疫苗业务的子公司北生研100%股权和长春祈健51%股权转让给控股股东中国生物和公司控股子公司成都蓉生以现金36,080万元的价格向中国生物收购其持有的贵州中泰80%股权的重组方案。2017年10月至2018年1月，公司完成了以现金62,280万元向中国生物现金收购成都蓉生10%股权，并由成都蓉生分别以101,000万元、113,300万元和59,400万元的交易价格向上海所、武汉所及兰州所收购其持有的上海血制、武汉血制及兰州血制100%的股权（成都蓉生以其自身股权作为对价支付方式）的重组方案，本次交易于2018年1月完成交割。交易完成后，天坛生物、上海所、武汉所及兰州所分别持有成都蓉生69.470%、11.266%、12.638%及6.626%的股权。

图 3: 重组后上市公司及子公司股权情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 优化管理推进研发，利润率水平持续改善

优化管理，毛利率、净利率持续改善。公司的毛利率、净利率水平一直低于行业平均水平；产品收率偏低及成本费用偏高导致盈利能力偏低。近年来积极开展提质增效工作，持续强化生产精细化操作和生产工艺参数优化，产品收率同比有所提升；通过强化预算考核等措施，有效降低了成本费用。14-17年血制品毛利率分别为44.1%、47.5%、54.4%和55.0%，利润水平有了显著提升。由采浆量估计16年成都蓉生的投浆量为609吨，由此估计吨浆净利为74万/吨，若17年投浆量略超满产，为700吨，则吨浆净利为73万/吨，也保持在较高水平。

推进研发，有望继续提升吨浆利润。成都蓉生的血源VIII因子已经报产，现处于技术评审阶段，有望在18年上市并提升吨浆净利至接近90万/吨。另外，公司重组VIII因子已申报临床，进度国内领先。

上市公司旗下其他血制品企业利润率水平有很大提升空间。贵州中泰主要生产白蛋白和静丙两种产品，16年营收5624万，净利润458万，净利率不足10%；而上海血制、武汉血制、兰州血制在16年度的净利率分别为9.9%、7.4%和18.6%，均处于较低水平。产品种类较少、管理水平较低是其他子公司利润率较低的主要原因，重组后，成都蓉生可通过技术输出、管理输出，并完善血制品批件来提升其他子公司的利润率。

表 2: 贵州中泰和三大血制公司 16 年盈利情况 (万)

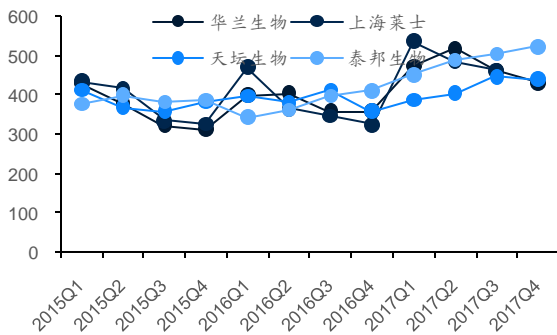
	贵州中泰	上海血制	武汉血制	兰州血制
营收	5624	36484	27028	21000

净利润	458	3595	2000	3906
净利率	8.1%	9.9%	7.4%	18.6%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

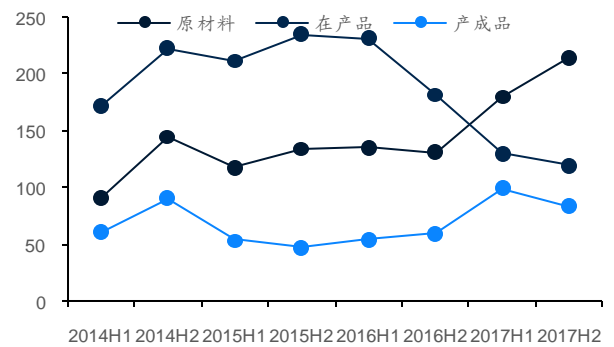
存货周转能力、费用率水平保持稳定。公司 17Q4 的存货周转天数约 440 天, 较 17Q3 的 447 天略有下降, 而较 17Q2 之前有较大增长, 可能是因为 17Q2 公司剥离了疫苗业务。根据已披露的年报数据, 公司存货周转天数与华兰 (431 天) 相近而优于泰邦 (525 天)。其中, 公司在产品和产成品周转能力显著提高, 反映销售压力的减小, 而原材料周转能力的下降应是受到产能的限制。而与其他血制品企业销售费用大幅增长不同, 天坛生物 17 年销售费用为 1.06 亿 (-17.8%), 销售费用率为 6.0%, 与 16 年基本持平, 估计公司原有渠道能力较强, 无需花费大笔费用用于渠道建设。

图 4: 主要血制品企业单季度存货周转天数



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 天坛生物细分存货周转天数

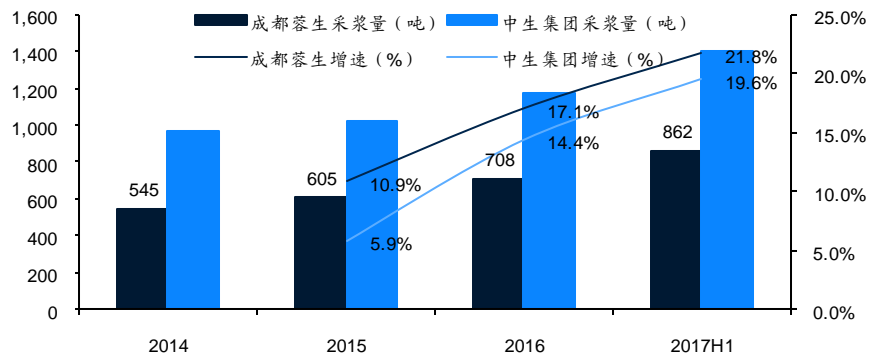


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 采浆量维持增速, 关注十三五计划

采浆量维持增速, 关注十三五计划。公司 17 年采浆超 1400 吨 (+19.83%), 高于行业平均增幅, 其中成都蓉生 (包括贵州中泰) 采浆 862.17 吨 (+21.67%)。公司共有单采血浆站 (含分站) 55 家, 其中在营浆站 47 家, 新获批浆站 (含分站) 8 家, 浆站网络扩大至 13 个省份。公司十三五计划给出 2400 吨内生+600 吨外延的宏伟目标, 保守估计可完成约 2200 吨目标, 即采浆量 CAGR 16% 的增长, 上市公司权益浆量将超 1500 吨。

图 6: 成都蓉生、中生集团采浆量情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 千吨国家队现身, 血制品业务稳定, 维持“增持”评级

完成重组后上市公司成为中生集团旗下唯一血制品业务平台, 公司采浆量稳定增长且渠

道优势明显，故血制品业务保持平稳增长，并且通过优化管理和推进研发可持续提升吨浆利润。中生集团提出十三五实现 3000 吨采浆的宏伟计划，保守估计可完成约 2200 吨目标，即采浆量 CAGR 16% 的增长，上市公司权益浆量将超 1500 吨。持续提升的吨浆利润和采浆量保证未来业绩的增长。但是近期同业公司普遍压低采浆增长潜力，提高销售费用，因此我们基于保守性原则，适度下调采浆量和投浆量预期至 2200 吨，仍高于行业采浆增速。预计 2018-2020 年归母净利润 5.11/6.59/7.93 亿，对应当前股价 PE 为 38.3/29.7/24.7X，维持“增持”评级。

表 3: 天坛生物估值模型示意

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收 (百万)	2096.0	1765.2	2506.0	3113.4	3789.3
yoy		-15.8%	42.0%	24.2%	21.7%
净利润 (百万)	256.9	1179.9	509.1	652.5	787.6
yoy		359.3%	-56.9%	28.2%	20.7%
成都蓉生股权	90.0%	90.0%	69.5%	69.5%	69.5%
成都蓉生营收 (百万)	1294.0	1514.0	2506.0	3113.4	3789.3
yoy		17.0%	65.5%	24.2%	21.7%
成都蓉生净利 (百万)	453.4	505.2	732.6	938.9	1133.3
yoy		11.4%	45.0%	28.2%	20.7%
原成都蓉生					
营收 (百万)	1294.0	1367.3	1456.0	1491.0	1548.0
yoy		5.7%	6.5%	2.4%	3.8%
净利润 (百万)	453.4	474.4	516.9	536.8	565.0
yoy		4.6%	8.9%	3.8%	5.3%
采浆量 (吨)	683	830	963	1117	1296
投浆量 (吨)	609	700	700	710	720
吨浆收入 (万)	212	210	208	210	215
毛利率 (%)	54.4%	55.0%	55.0%	56.0%	57.0%
吨浆净利率 (%)	35.0%	32.3%	35.5%	36.0%	36.5%
吨浆净利润 (万)	74	68	74	76	78
原三大血制					
营收 (百万)	845.1	586.8	875.0	1080.0	1387.5
yoy		-30.6%	49.1%	23.4%	28.5%
净利润 (百万)	95.0	123.2	183.8	270.9	354.8
yoy		29.7%	49.1%	47.4%	31.0%
采浆量 (吨)	463	519	571	629	691
理论投浆量 (吨)	429	477	532	586	644
实际投浆量 (吨)	470	345	500	600	750
吨浆收入 (万)	180	170	175	180	185
毛利率 (%)	36.8%	45.3%	46.0%	47.0%	48.0%
吨浆净利率 (%)	11.2%	21.0%	21.0%	21.5%	22.0%
吨浆净利润 (万)	20	36	37	45	47
血浆调拨					
吨数			100	301	462
营收 (百万)			175.0	542.4	853.8
净利润 (百万)			36.8	136.0	218.3
贵州中泰利润 (百万)	-6	-6	-6	-6	-6
疫苗业务营收 (百万)		251			
投资收益 (百万)		782			

资料来源:国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1761	1761	1761	1761	营业收入	1765	2506	3113	3789
应收款项	218	310	385	468	营业成本	778	1273	1541	1826
存货净额	900	1580	1895	2231	营业税金及附加	26	37	46	56
其他流动资产	22	31	18	22	销售费用	106	200	249	330
流动资产合计	2900	3682	4059	4482	管理费用	253	356	432	517
固定资产	446	858	1272	1640	财务费用	23	(46)	(7)	14
无形资产及其他	125	121	117	113	投资收益	782	0	0	0
投资性房地产	194	194	194	194	资产减值及公允价值变动	(17)	(15)	15	0
长期股权投资	0	(6)	(11)	(17)	其他收入	10	0	0	0
资产总计	3666	4849	5631	6413	营业利润	1355	671	867	1046
短期借款及交易性金融负债	0	1077	1704	1890	营业外净收支	8	10	10	10
应付款项	24	43	111	130	利润总额	1363	681	877	1056
其他流动负债	250	425	261	313	所得税费用	117	136	175	211
流动负债合计	274	1545	2075	2333	少数股东损益	66	33	43	51
长期借款及应付债券	200	(30)	(30)	(30)	归属于母公司净利润	1180	511	659	793
其他长期负债	7	(221)	(449)	(500)					
长期负债合计	207	(251)	(479)	(530)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	481	1294	1597	1804	净利润	1180	511	659	793
少数股东权益	144	157	174	195	资产减值准备	(45)	13	13	13
股东权益	3040	3398	3860	4415	折旧摊销	102	65	93	123
负债和股东权益总计	3666	4849	5631	6413	公允价值变动损失	17	15	(15)	0
					财务费用	23	(46)	(7)	14
					营运资本变动	(513)	(803)	(688)	(390)
					其它	101	(0)	4	7
					经营活动现金流	842	(198)	67	547
					资本开支	2875	(501)	(501)	(501)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	2875	(495)	(495)	(495)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	(1712)	(230)	0	0
					支付股利、利息	(188)	(153)	(198)	(238)
					其它融资现金流	1182	1077	627	186
					融资活动现金流	(2617)	693	429	(52)
					现金净变动	1100	0	0	0
					货币资金的期初余额	660	1761	1761	1761
					货币资金的期末余额	1761	1761	1761	1761
					企业自由现金流	3016	(727)	(419)	81
					权益自由现金流	2485	157	213	255

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.76	0.76	0.98	1.18
每股红利	0.28	0.23	0.30	0.36
每股净资产	4.54	5.07	5.76	6.59
ROIC	14%	13%	13%	14%
ROE	39%	15%	17%	18%
毛利率	56%	49%	51%	52%
EBIT Margin	34%	26%	27%	28%
EBITDA Margin	40%	28%	30%	31%
收入增长	-16%	42%	24%	22%
净利润增长率	351%	-57%	29%	20%
资产负债率	17%	30%	31%	31%
息率	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%
P/E	16.6	38.3	29.7	24.7
P/B	6.4	5.8	5.1	4.4
EV/EBITDA	28.5	29.7	22.6	18.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032