

天坛生物(600161)/生物制品

重组顺利完成, 血制品业务实现稳定增长

评级: 增持(维持)

市场价格: 19.47

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

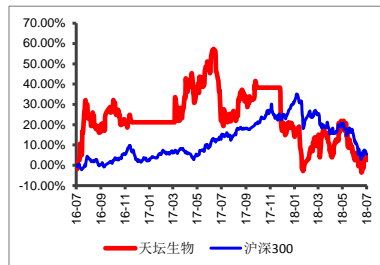
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 赵磊

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	871
流通股本(百万股)	871
市价(元)	19.47
市值(百万元)	16958.37
流通市值(百万元)	16958.37

股价与行业-市场走势对比

相关报告

天坛生物(600161)-公司深度研究:

整合落地, 血制品航母扬帆起航-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20170603

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2138.43	1765.17	3153.74	3791.04	4416.64
增长率 yoy%	32.17%	-17.45%	78.67%	20.21%	16.50%
净利润	256.89	1179.94	507.97	654.21	841.74
增长率 yoy%	2474.73	359.33%	-56.95%	28.79%	28.67%
每股收益(元)	0.29	1.35	0.58	0.75	0.97
每股现金流量	0.50	0.25	0.30	0.65	0.97
净资产收益率	10.97%	38.81%	14.88%	16.08%	17.14%
P/E	66.03	14.37	33.39	25.93	20.15
PEG	0.03	0.04	-0.59	0.90	0.70
P/B	4.29	5.58	4.97	4.17	3.45

备注: 数据截止 2018.07.19

投资要点

- 事件:** 2018年7月19日, 公司发布2018年半年度业绩快报。2018年上半年公司实现营业收入12.20亿元, 与去年同期(纳入三大血制, 重述调整)相比增长18.17%; 归母净利润2.41亿元, 与去年同期(重述调整)相比减少72.63%; 扣非归母净利润2.38亿元, 与去年同期(重述调整)相比增长26.02%。
- 点评:** 重组顺利完成, 血制品业务实现稳定增长。2018年上半年归母净利润大幅减少、扣非归母净利润实现稳定增长的主要原因是2017年上半年公司转让持有的北京北生研生物制品有限公司100%股权和长春祈健生物制品有限公司51%股权, 该部分取得7.58亿元的投资收益(税后)。2018年1月18日公司重大资产重组实施完成, 将武汉、上海和兰州三大血制纳入公司体系后稳步推进精细化管理, 并加大血制品营销力度, 血制品业务实现稳定较好增长。2018年上半年血制品业务实现营业收入12.20亿元, 与去年同期(纳入三大血制, 重述调整)相比增长55.87%; 归母净利润2.41亿元, 与去年同期(重述调整)相比增长70.04%。单季度看, 2018年第二季度营业收入环比增长20.40%, 归母净利润环比增长18.97%。二季度起公司血制品业务环比有所回暖。我们认为, 2018年下半年随着两票制落地、经销商渠道调整完毕, 企业积极推动销售工作, 血制品行业有望底部逐步回暖。
- 血制品航母扬帆起航, 采浆量、产品数行业第一, 吨浆利用率有望逐步提升, 享受行业长期景气。** 整合完成后天坛生物2018年采浆量有望达到1600吨-1700吨以上, 产品线将扩充至13个, 成为行业内采浆量最大、产品线最为齐全的公司。假设价格趋稳, 与同产品线数目企业相比整合后天坛生物血制品毛利率有望出现5%以上的提升空间。公司通过设立五大中心进行扁平化管理, 对贵州中泰和三大血制进行管理输出, 未来吨浆利用率有望逐步提升。
- 历史悠久, 技术积淀深厚。** 天坛生物依托的中国生物是历史悠久的国内血制品领头羊, 技术领先。公司在研产品丰富, 重组FVIII国内首家获批临床; 层析法静丙作为第四代静丙是与国际分离技术接轨的跨时代产品, 市场空间大。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计2018-2020年公司营业收入为31.54、37.91、44.17亿元, 同比增长78.67%、20.21%、16.50%, 归属于母公司的净利润为5.10、6.57、8.45亿元, 同比增长-56.82%、29.02%、28.54%, 对应EPS为0.76、0.98、1.26元。公司完成整合后目前已成为血制品行业龙头企业, 采浆量和浆站数目均属于行业领先水平, 更有第四代静丙和重组凝血因子VIII在研提供未来发展空间, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 整合不及预期的风险, 血制品行业渠道调整不及预期的风险, 血制品产品价格下降的风险, 血制品业务毛利率下降的风险。

图表 1: 天坛生物分季度情况 (单位: 百万元, %)

项目	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q
营业收入	360.17	880.58	1350.61	2095.73	522.87	944.17	1298.11	1765.17	553.66	666.62
营收同比增长	1.74%	6.85%	8.15%	29.53%	45.17%	7.22%	-3.89%	-15.77%	5.89%	-29.40%
营收环比增长	-77.74%	144.49%	53.38%	55.17%	-75.05%	80.57%	37.49%	35.98%	-68.63%	20.40%
营业成本	219.57	463.20	662.72	980.00	240.23	406.10	566.93	777.97	285.07	
毛利率	39.04%	47.40%	50.93%	53.24%	54.06%	56.99%	56.33%	55.93%	48.51%	
销售费用	13.24	27.78	44.93	128.27	32.20	57.36	80.44	105.66	14.50	
管理费用	70.67	151.80	265.15	445.09	72.15	138.12	179.38	252.63	52.64	
财务费用	24.08	47.15	70.78	95.99	23.62	34.23	37.22	22.57	5.11	
营业利润	27.69	139.96	258.14	356.11	144.20	1056.95	1181.12	1355.11	191.05	226.85
利润总额	31.07	148.36	272.73	377.62	147.62	1061.04	1190.34	1363.10	194.72	226.81
所得税	18.55	38.44	57.51	74.61	27.30	78.01	95.20	117.07	34.75	
归母净利润	-0.68	96.93	183.90	261.78	99.58	945.21	1045.75	1179.94	110.14	131.03
归母净利润同比增长	-105.62%	76.53%	356.67%	2523.05%	NA	875.15%	468.65%	350.74%	10.60%	-86.14%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 天坛生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2900	3698	3826	4234	营业收入	1765	3154	3791	4417
现金	1761	1634	1438	1546	营业成本	778	1418	1629	1810
应收账款	0	189	197	209	营业税金及附加	26	41	52	60
其他应收款	3	29	31	32	营业费用	106	284	341	397
预付账款	14	22	27	30	管理费用	253	536	682	795
存货	900	1576	1812	2026	财务费用	23	-76	-126	-199
其他流动资产	223	247	321	391	资产减值损失	17	41	37	35
非流动资产	765	663	564	464	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	782	0	0	0
固定资产	438	408	375	341	营业利润	1355	909	1176	1518
无形资产	125	77	22	-38	营业外收入	9	17	16	15
其他非流动资产	202	178	167	161	营业外支出	1	3	3	3
资产总计	3666	4361	4391	4698	利润总额	1363	924	1189	1530
流动负债	274	888	813	807	所得税	117	139	178	230
短期借款	0	155	128	115	净利润	1246	785	1011	1301
应付账款	21	59	64	69	少数股东损益	66	277	357	459
其他流动负债	253	674	622	622	归属母公司净利润	1180	508	654	842
非流动负债	207	-363	-1269	-2255	EBITDA	1481	879	1096	1365
长期借款	20000.00%	-48937.01%	-138268.34%	-234450.73%	EPS (元)	176.08%	58.31%	75.10%	96.62%
其他非流动负债	7	126	113	89	主要财务比率				
负债合计	48145.60%	52535.09%	-45570.26%	-144878.51%	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	144	421	778	1237	成长能力				
股本	67010.69%	87113.90%	87113.90%	87113.90%	营业收入	-17.5%	78.7%	20.2%	16.5%
资本公积	150	150	150	150	营业利润	289.56%	-32.89%	29.31%	29.05%
留存收益	222050.07%	239326.03%	304746.80%	388920.48%	归属于母公司净利润	359.3%	-56.9%	28.8%	28.7%
归属母公司股东权益	3040	3414	4068	4910	获利能力				
负债和股东权益	3666	4361	4391	4698	毛利率(%)	55.9%	55.0%	57.0%	59.0%
					净利率(%)	66.8%	16.1%	17.3%	19.1%
					ROE(%)	38.8%	14.9%	16.1%	17.1%
					ROIC(%)	80.9%	36.8%	40.6%	46.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	13.1%	12.0%	-10.4%	-30.8%
					净负债比率(%)	41.54%	-47.98%	260.49%	149.62%
					流动比率	10.57	4.16	4.70	5.25
					速动比率	7.29	2.35	2.44	2.70
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.79	0.87	0.97
					应收账款周转率	11	28	17	19
					应付账款周转率	19.98	35.35	26.47	27.22
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.35	0.58	0.75	0.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.30	0.65	0.97
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.92	4.67	5.64
					估值比率				
					P/E	14.37	33.39	25.93	20.15
					P/B	5.58	4.97	4.17	3.45
					EV/EBITDA	10	18	14	11

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。