

天坛生物(600161)/生物制品

血制品业务稳健增长, 季度环比盈利改善

评级: 增持(维持)

市场价格: 20.85

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

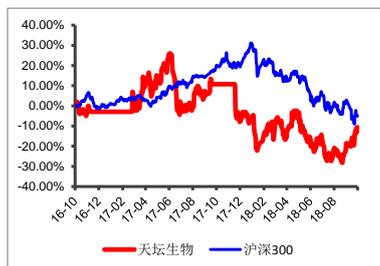
分析师: 赵磊

执业证书编号: S0740518070007

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)	20.85
市值(百万元)	18160.35
流通市值(百万元)	18160.35

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 天坛生物(600161)-2018H1 点评: 采浆量增长 13.89%, 血制品业务实现稳定增长-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20180823
- 2 天坛生物(600161)-公司点评: 重组顺利完成, 血制品业务实现稳定增长-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20180719
- 3 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)-20180603

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	2905.41	3386.15	3843.44
增长率 yoy%	32.17%	-17.45%	64.60%	16.55%	13.50%
净利润	256.89	1179.94	558.95	716.84	895.33
增长率 yoy%	2474.73	359.33%	-52.63%	28.25%	24.90%
每股收益(元)	0.29	1.35	0.64	0.82	1.03
每股现金流量	0.50	0.25	0.39	0.88	1.21
净资产收益率	10.97%	38.81%	16.13%	17.14%	17.63%
P/E	70.71	15.39	32.50	25.34	20.29
PEG	0.03	0.04	-0.62	0.90	0.81
P/B	4.59	5.97	5.24	4.34	3.58

备注: 数据截止 2018.10.27

投资要点

- **事件: 2018年10月26日, 公司发布2018年三季报。2018年前三季度公司实现营业收入20.57亿元, 与去年同期(纳入三大血制, 重述调整)相比增长27.68%; 实现归母净利润3.97亿元, 与去年同期(重述调整)相比减少60.39%; 扣非归母净利润3.94亿元, 与去年同期(重述调整)相比增长37.96%。**
- **点评: 血制品业务稳健增长, 季度环比盈利改善。第三季度单季度公司实现营业收入8.36亿元, 同比减少35.58%、环比增长25.45%; 实现归母净利润1.56亿元, 同比减少85.05%; 实现扣非归母净利润1.57亿元, 同比增长62.12%。三季度公司推进精细化管理和血制品绩效考核卓有成效, 血制品业务实现稳健增长, 季度环比盈利略有改善。前三季度毛利率48.27%, 其中第三季度毛利率47.13%, 预计主要是单季度产品产量提升带来成本项增加。费用率方面, 前三季度销售费用率5.57%(下降0.05个百分点)、管理费用率5.98%、研发费用率2.40%、财务费用率-0.25%, 和中报相比基本保持平稳态势。我们预计血液制品营业收入同比增长50%、归母净利润同比增长50%左右, 主要原因是成都蓉生经营稳定、稳健增长以及三家血制公司去年同期受三证转移基数较低等原因。**
- **存货和应收账款基本稳定, 现金流好转。2018Q公司存货约17.40亿元, 和2018H1的17.44亿元相比基本保持稳定, 血液制品渠道销售逐步稳定。应收账款4.24亿元, 占收入比重20.60%, 和半年报29.22%相比显著提升, 血液制品业务销售回款增加良好。经营性现金流净额5.87亿元, 和中报3.34亿元相比显著增长。**
- **收购贵州血制20%剩余股权, 血制品业务整合进一步强化。2018年10月9日公司公告控股子公司成都蓉生以9,060万元收购国药集团广东环球制药有限公司持有的贵州血制(原贵州中泰)20%股权。收购完成后成都蓉生持有贵州血制100%股权。中生集团下属血制品业务进一步强化内部资源整合, 天坛生物作为血制品业务唯一平台发挥协同效应。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。**
- **盈利预测与投资建议: 考虑到下半年经营情况略好于预期, 我们小幅调整2018-2020年公司营业收入为29.05、33.86、38.43亿元, 同比增长64.60%、16.55%、13.50%, 归属于母公司的净利润为5.59、7.17、8.95亿元, 同比增长-52.63%、28.25%、24.90%, 对应EPS为0.64、0.82、1.03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	2018-3Q
营业收入	360.17	880.58	1350.61	2095.73	522.87	944.17	1298.11	1765.17	553.66	666.63	836.30
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%	-35.58%
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%	25.45%
营业成本	219.57	463.20	662.72	980.00	240.23	406.10	566.93	777.97	285.07	336.59	442.11
毛利率	39.04%	47.40%	50.93%	53.24%	54.06%	56.99%	56.33%	55.93%	48.51%	49.51%	47.13%
销售费用	13.24	27.78	44.93	128.27	32.20	57.36	80.44	105.66	14.50	54.09	45.92
管理费用	70.67	151.80	265.15	445.09	72.15	138.12	179.38	252.63	52.64	50.97	47.49
研发费用											21.39
财务费用	24.08	47.15	70.78	95.99	23.62	34.23	37.22	22.57	5.11	-7.49	-2.74
营业利润	27.69	139.96	258.14	356.11	144.20	1056.95	1181.12	1355.11	191.05	224.62	274.04
利润总额	31.07	148.36	272.73	377.62	147.62	1061.04	1190.34	1363.10	194.72	224.57	272.94
所得税	18.55	38.44	57.51	74.61	27.30	78.01	95.20	117.07	34.75	41.18	48.10
归母净利润	-0.68	96.93	183.90	261.78	99.58	945.21	1045.75	1179.94	110.14	130.14	156.32
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%	-86.23%	-85.05%
净利率	-0.19%	11.01%	13.62%	12.49%	19.04%	100.11%	80.56%	66.85%	19.89%	19.52%	18.69%
扣非归母净利润	(3.72)	92.53	82.14	73.59	96.46	92.54	96.67	128.09	107.64	129.74	156.73
扣非归母净利润同比	-141.78%	139.54%	543.23%	281.07%	2695.34%	0.01%	17.70%	74.06%	11.59%	40.19%	62.12%

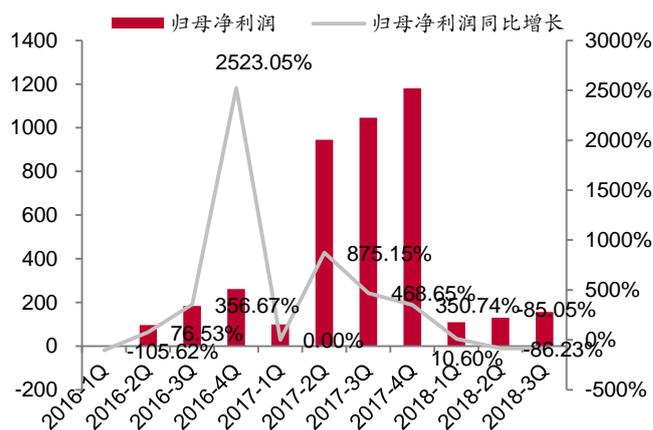
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 天坛生物分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 天坛生物分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 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	4557	5769	7313	营业收入	1765	2905	3386	3843
现金	1761	2492	3444	4755	营业成本	778	1452	1624	1767
应收账款	0	174	176	181	营业税金及附加	26	37	46	52
其他应收款	3	27	28	28	营业费用	106	174	203	231
预付账款	14	23	27	29	管理费用	253	261	271	269
存货	900	1613	1807	1978	财务费用	23	-63	-85	-125
其他流动资产	223	228	288	342	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	1002	1290	1615
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	5220	6333	7778	利润总额	1363	1016	1303	1628
流动负债	274	879	797	783	所得税	117	152	196	244
短期借款	0	155	128	115	净利润	1246	864	1108	1384
应付账款	21	60	64	67	少数股东损益	66	305	391	488
其他流动负债	253	664	606	600	归属母公司净利润	1180	559	717	895
非流动负债	207	426	513	589	EBITDA	1481	985	1251	1536
长期借款	200	300	400	500	EPS (元)	1.76	0.64	0.82	1.03
其他非流动负债	7	126	113	89					
负债合计	481.46	1305.71	1310.90	1371.90	主要财务比率				
少数股东权益	144	449	840	1329	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	670	871	871	871	成长能力				
资本公积	150	150	150	150	营业收入	-17.5%	64.6%	16.5%	13.5%
留存收益	2221	2444	3161	4056	营业利润	289.56%	-26.05%	28.72%	25.21%
归属母公司股东权益	3040	3465	4182	5077	归属于母公司净利润	359.3%	-52.6%	28.2%	24.9%
负债和股东权益	3666	5220	6333	7778	获利能力				
					毛利率(%)	55.9%	50.0%	52.0%	54.0%
现金流量表					净利率(%)	66.8%	19.2%	21.2%	23.3%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	38.8%	16.1%	17.1%	17.6%
经营活动现金流	218	341	763	1056	ROIC(%)	80.9%	41.2%	47.6%	55.3%
净利润	1246	864	1108	1384	偿债能力				
折旧摊销	103	46	46	46	资产负债率(%)	13.1%	25.0%	20.7%	17.6%
财务费用	23	-63	-85	-125	净负债比率(%)	41.54%	41.15%	45.44%	49.34%
投资损失	-782	0	0	0	流动比率	10.57	5.18	7.23	9.34
营运资金变动	-396	-634	-287	-232	速动比率	7.29	3.30	4.93	6.78
其他经营现金流	24	128	-18	-16	营运能力				
投资活动现金流	1517	131	44	49	总资产周转率	0.36	0.65	0.59	0.54
资本支出	145	0	0	0	应收账款周转率	11	28	17	19
长期投资	-28	4	-1	-0	应付账款周转率	19.98	35.56	26.14	26.95
其他投资现金流	1634	135	43	48	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-582	260	144	207	每股收益(最新摊薄)	1.35	0.64	0.82	1.03
短期借款	-300	155	-28	-12	每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.39	0.88	1.21
长期借款	-1712	100	100	100	每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.98	4.80	5.83
普通股增加	155	201	0	0	估值比率				
资本公积增加	-167	0	0	0	P/E	15.39	32.50	25.34	20.29
其他筹资现金流	1442	-196	72	119	P/B	5.97	5.24	4.34	3.58
现金净增加额	1145	731	952	1312	EV/EBITDA	11	17	13	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。