

# 证券研究报告—动态报告/公司快评

<sup>医药保健</sup> 天坛生物(**600161**)

增持

制药与生物

重大事件快评

(维持评级)

2018年11月19日

# 效益改善提供成长动力,新建基地保障增长空间

**证券分析师: 谢长雁** 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

# 事项:

公司公告: 11 月 16 日披露公司拟投资 17 亿元新建云南生物制品产业化基地,规划用地约 161 亩,旨在解决扩大产能问题。

国信医药观点: 1)产能问题短中长期均有解决方案。成都蓉生本部现有产能 650 吨,显著低于采浆量,短期内开展血浆调拨以增加血浆和三大所产能利用率,中长期看永安血制 1200 吨新产能预计 2021 年投产,且此次拟新建云南基地解决扩大产能问题,实现可持续发展。2) 2018 年业绩不断向好。行业整体回暖,公司 Q1-3 营收利润快速增长,存货及应收账款、票据企稳,经营性净现金流大幅改善,销售压力减小,经营情况好转。3)未来三年成长动力主要来自三大血制+贵州血制效率提升。成都蓉生效率较高,在缺乏凝血因子批件的情况下,吨浆收入和利润分别为 200 万和 65 万左右。三大血制与贵州血制相比蓉生本部效率较低,主要体现在血浆利用率和产能利用率低,通过成都蓉生技术、管理的输出和浆量的增加,血浆和产能利用率有望逐渐接近蓉生本部的效率。合并后三大血制 2018 年批签发快速增长,贵州血制 17 年业绩也有大幅增长,效率提升显著。4) 风险提示: 新建项目进度不及预期、整合不及预期、血制品销售不及预期、在研品种进度不及预期。5) 投资建议: 行业整体回暖,公司经营状况改善,业绩增速优于行业整体,整合后三大血制+贵州血制效益改善明显,是未来三年增长主要动力。长期来看,VIII 因子、重组 VIII 因子、层析法静丙等在研产品的上市会进一步增加蓉生的吨浆利润。作为国家队,天坛在上游的采浆和下游的渠道和终端都有优势,补齐甚至提高效率短板更增添成长动力。我们继续维持此前盈利预测,预计 18-20 年净利润 5.12/6.55/7.90 亿,对应 EPS 为 0.59/0.75/0.91 元,对应当前股价 PE 为 37.2/29.1/24.1X,维持"增持"评级。

#### 评论:

#### ■ 产能问题: 短中长期均有解决方案

成都蓉生满产,三大血制+贵州利用率低;短期以血浆调拨为解决方案。成都蓉生现有设计产能 650 吨,明显低于采浆量,受限于产能,蓉生本部业绩成长速度较低,年投浆在 700 吨左右。上海血制、武汉血制、兰州血制的设计产能分别为 700、600、300 吨,合并前采浆和投浆都在 100~200 吨的水平,产能利用率低;贵州血制设计产能 500 吨,采浆和投浆只有几十吨的规模。为解决蓉生产能限制的问题,提高产能和血浆利用率,成都蓉生开展了血浆调拨,利用三大血制和贵州血制的产能进行生产。血浆调拨是公司针对当前产能情况的短期解决方案。



表1: 成	都蓉生及子公司	<b>同产能、采浆、</b> 技	<b>投浆情况(吨)</b>	
公司	设计产能(吨)	17 年采浆 (吨)	估计投浆(吨)	品种
成都蓉生	650	830	700	白蛋白、静丙、乙免、破免
上海血制	700	200	200	白蛋白、静丙、肌免、乙免、Ⅷ因子、纤原、PCC
武汉血制	600	240	200	白蛋白、静丙、狂免、破免
兰州血制	300	110	100	白蛋白、静丙
贵州血制	500			白蛋白、静丙

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理、估计

中期方案: 永安血制 1200 吨新产能预计 2021 年投产。2017 年成都蓉生在成都市天府新区天府国际生物城购置约140 亩土地,拟新建天府生物城永安血制建设项目,建成后血液制品生产线投浆量达到 1200 吨/年,投资额估计在14.5 亿元。永安血制还将实现因子类产品产业化生产和静丙产品技术升级,同时建设成都蓉生产品研发、质检中心。永安血制于 2018 年 3 月 30 日正式开工,预计 2021 年上半年投产。除了产能的增长,VIII 因子、重组 VIII 因子、层析法静丙等在研产品的上市会进一步增加蓉生的吨浆利润。

表 2: 永安血制建设项目情况						
分期	工期	建设内容				
一期	3.3 年	厂区总平工程、办公楼、质检研发楼、血制生产车间等土建部分、血制生产车间配套的辅助公用工程设施等				
二期	3.3 年	以人血白蛋白、低温乙醇法人免疫球蛋白和人凝血因子VIII产品为目标的工艺设备及安装工程				
三期(预计 2020 年 初启动)	2.3 年	以层析法静注人免疫蛋白、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原产品为目标的工艺设备及安装工程				

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

长期方案:新建云南基地提供支持。根据我们的预测,成都蓉生的采浆量在 2020 年将会超过 2000 吨,永安血制投产后仍可能会面临产能紧张的问题。上市公司拟投资 17 亿元新建云南生物制品产业化基地,规划用地约 161 亩,目的是为实现公司可持续发展,解决扩大产能问题,保证血液制品市场供应。根据投资额和用地面积,预计云南基地的产能不会少于永安血制,长期来看,利用扩大规模、整合资源,匹配天坛采浆量的增长。云南基地的新建项目体现了公司对血制品行业长远发展的信心,以及在上市公司平台打造我国血制品龙头的目标。

#### ■ 未来三年增长动力主要来自三大血制+贵州血制效率提升

**2018 年业绩不断向好。** 18 年前三季营收 20.57 亿 (+27.68%), 扣非净利润 3.94 亿 (+37.96%); 从单季度数据来看,Q1-3 营收分别为 5.54/6.67/8.36 亿,同比分别增长 0.3%/38.6%/44.7%; 扣非净利润分别为 1.08/1.30/1.57 亿,同比分别增长 11.6%/40.2%/62.1%,增长幅度每季度增加。虽然同比高增长有三大所重组停产导致去年基数较低的原因,但考虑到 18Q2、Q3 的营收、净利润环比增速均在 20%以上,重组后公司血制品业务成长势头良好。

表 3: 天坛生物血制品业务营收、净利润情况(百万)									
	15H1	15A	16H1	16A	17H1	17A	18Q1	18H1	18Q3
营收 (百万)	479.4	1011.6	609.4	1304.7	694.4	1515.2	553.7	1220.3	2056.6
增速			27.1%	29.0%	14.0%	16.1%	0.3%	18.2%	27.7%
净利润 (百万)	126.8	269.3	208.7	453.4	244.2	509.8	107.6	237.4	394.1
增速			64.5%	68.4%	17.0%	12.4%	11.6%	25.6%	38.0%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究整理。2017 年之前为财报中血制品分部数据,18 年之后为合并报表数据,增速以调整后数据为基准。

存货、应收账款及票据企稳,现金流大幅好转。公司 Q1-3 的存货分别为 16.8/17.4/17.4 亿,应收账款及票据分别 为 4.23/3.57/4.24 亿,基本企稳。经营性净现金流分别为-0.48/3.81/2.54 亿,大幅好转。在公司营收快速增长的情况下,存货和应收账款及票据基本持平且经营性净现金流增长显著,表明公司销售压力减小,经营状况好转。公司前三季度销售费用 1.15 亿,由于血制品行业的销售调整,估计销售费用会继续温和增长。



表 4.	天坛生物	2018	年分季度	主要财	冬粉捉	(百万)

• • • • • • • •	111 112 21 12 12 1					
	2018Q1	2018Q2	2018Q3			
总资产	4613.2	4670.8	4902.2			
存货	1684.6	1744.1	1739.6			
应收账款及票据	422.7	356.5	423.7			
营收	553.7	666.6	836.3			
销售费用	14.5	54.1	45.9			
经营性净现金流	-47.6	381.2	253.5			
存货/总资产	0.37	0.37	0.35			
应收账款及票据/总资产	0.092	0.076	0.086			
销售费用/营收	0.026	0.081	0.055			

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

三大血制+贵州血制批签发高增长。天坛 2018 年 M1-10 白蛋白批签发 281.6 万瓶 (+7.3%),静丙批签发 206.8 万瓶 (+8.5%),两大品种占比均排国内第一。其中成都蓉生的批签发量基本持平,上海血制、武汉血制略有上升,兰州血制、贵州血制大幅上涨。三大血制+贵州血制白蛋白批签发 129.7 万瓶(+28.2%),静丙批签发 79.5 万瓶(+19.7%),增长速度快。

表 5: 天	坛生物分产品	品批签发情况	」(千瓶)			
	2015	2016	2017	2018M1-10	占比	排名
白蛋白	2,527.8	2,623.1	3,362.1	2,815.9	19.4%	1
增速		3.8%	28.2%	7.3%		
静丙	1,628.9	1,991.0	2,405.2	2,067.4	25.0%	1
增速		22.2%	20.8%	8.5%		
狂免	676.1	485.4		509.9	7.8%	5
增速		-28.2%	-100.0%			
破免	454.9	413.5	605.7	438.4	14.6%	3
增速		-9.1%	46.5%	-19.6%		
乙免	110.4	317.2	322.9	349.5	18.8%	2
增速		187.3%	1.8%	8.2%		

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理。

表 6:	天坛生物分公司	批签发情况	(千瓶)
------	---------	-------	------

. <del></del>	批签发 (千标准瓶)				批签发增速			
公司	品种 -	2015	2016	2017	2018M1-10	2016	2017	2018M1-10
	白蛋白	1,419.8	1,565.1	1,943.9	1,518.5	10.2%	24.2%	-5.8%
to describe at	静丙	953.2	1,166.3	1,460.5	1,272.6	22.4%	25.2%	2.5%
成都蓉生	破免	403.9	343.1	545.4	358.3	-15.1%	59.0%	-34.3%
	乙免	110.4	294.6	322.9	349.5	166.8%	9.6%	8.2%
	白蛋白	290.6	378.6	376.5	224.0	30.3%	-0.5%	-15.7%
上海血制	静丙	183.4	323.8	244.7	159.8	76.5%	-24.4%	1.5%
	纤原		5.1	1.7	1.8		-65.7%	123.5%
	白蛋白	479.8	316.5	680.7	478.0	-34.0%	115.1%	6.4%
武汉血制	静丙	251.9	222.6	402.3	275.5	-11.7%	80.7%	-6.9%
武汉亚利	狂免	676.1	485.4		509.9	-28.2%	-100.0%	
	破免	51.0	70.4	60.3	80.1	38.0%	-14.3%	
<u> 무 티 스 씨</u>	白蛋白	324.1	252.6	282.2	343.5	-22.1%	11.7%	34.1%
兰州血制	静丙	211.4	228.9	202.4	204.0	8.3%	-11.6%	40.0%
贵州血制	白蛋白	13.5	110.3	78.7	252.0	715.5%	-28.7%	513.2%
贝州亚制	静丙	28.9	49.4	95.3	155.5	70.8%	93.0%	140.2%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理。上海所9月、10月批签发数据未收入,上海血制批签发数据被低估。

三大血制+贵州血制效率提升是未来三年主要成长动力。成都蓉生效率较高,在缺乏凝血因子批件的情况下,吨浆收入和利润分别为 200 万和 65 万左右。三大血制与贵州血制相比蓉生本部效率较低,主要体现在血浆利用率和产



能利用率低。在蓉生本部产能基本饱和的情况下,未来三年天坛成长的主要动力在于三大血制与贵州血制的效率提升。贵州血制 17Q2 合并入上市公司体系,2017 年营收和净利润均大幅增长,初步说明合并后的效率提升。

表 7:贵州血制 15-17 年财务情况(万元)						
年份	2015	2016	2017			
营业收入 (万元)	2308.38	4269.15	8785.36			
净利润 (万元)	-2116.82	-108.59	1225.93			

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

#### ■ 投资建议:三大血制+贵州血制效益改善明显,采浆+终端优势双重保障成长

血制品行业整体从底部回升,企业营收端增速重回 20%档,公司作为行业龙头,业绩增速优于行业整体。公司收购贵州 20%股份后完全整合了中生集团旗下的血制品业务,合并后的三大血制+贵州血制效益改善明显,通过成都蓉生技术、管理的输出和浆量的增加,三大血制+贵州血制的血浆利用率和产能利用率分别提升,有望逐渐接近蓉生本部的效率。 长期来看,VIII 因子、重组 VIII 因子、层析法静丙等在研产品的上市会进一步增加蓉生的吨浆利润。作为国家队,天坛在上游的采浆和下游的渠道和终端都有优势,补齐甚至提高效率短板更增添成长动力。我们继续维持此前盈利预测,预计 18-20 年净利润 5.12/6.55/7.90 亿,对应 EPS 为 0.59/0.75/0.91 元,对应当前股价 PE 为 37.2/29.1/24.1X,维持"增持"评级。



	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	512.3	654.9	790.0
yoy		359.3%	-56.6%	27.9%	20.6%
成都蓉生股权	90.0%	90.0%	69.47%	69.47%	69.47%
成都蓉生营收 (百万)	1294.0	1514.0	2506	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	737.38	942.76	1137.13
yoy		11.4%	45.9%	27.9%	20.6%
原成都蓉生					
营收 (百万)	1294.0	1367.3	1456	1491	1548
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	129
投浆量 (吨)	609	700	700	710	72
吨浆收入 (万)	212	210	208	210	21
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	7
原三大血制					
营收 (百万)	845.1	586.8	875	1080	1387.
yoy		-30.6%	49.1%	23.4%	28.5%
净利润 (百万)	95.0	123.2	183.8	270.0	353.
yoy		29.7%	49.1%	46.9%	31.0%
采浆量 (吨)	463	519	571	629	69
理论投浆量(吨)	429	477	532	586	64
实际投浆量 (吨)	470	345	500	600	75
吨浆收入 (万)	180	170	175	180	18
毛利率(%)	36.8%	45.3%	46.0%	47.0%	48.0%
吨浆净利率(%)	11.2%	21.0%	21.0%	25.0%	25.5%
吨浆净利润(万)	20	36	37	45	4
血浆调拨					
吨数			100	301	462
营收 (百万)			175	542.4	853.
净利润(百万)			36.8	136.0	218.

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)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1761	1761	1761	1761
应收款项	218	310	385	468
存货净额	900	1755	2057	2463
其他流动资产	22	31	18	22
流动资产合计	2900	3857	4221	4715
固定资产	446	872	1272	1640
无形资产及其他	125	121	117	113
投资性房地产	194	194	194	194
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	3666	5044	5804	6662
短期借款及交易性金融负债	0	1261	1842	2077
应付款项	24	47	120	144
其他流动负债	250	413	251	302
流动负债合计	274	1722	2213	2523
长期借款及应付债券	200	(30)	(30)	(30)
其他长期负债	7	(221)	(449)	(500)
长期负债合计	207	(251)	(479)	(530)
负债合计	481	1471	1734	1994
少数股东权益	144	174	212	258
股东权益	3040	3399	3857	4410
负债和股东权益总计	3666	5044	5804	6662

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.76	0.59	0.75	0.91
每股红利	0.28	0.18	0.23	0.27
每股净资产	4.54	3.90	4.43	5.06
ROIC	14%	13%	13%	14%
ROE	39%	15%	17%	18%
毛利率	56%	44%	46%	46%
EBIT Margin	34%	27%	30%	30%
EBITDA Margin	40%	30%	33%	34%
收入增长	-16%	42%	24%	22%
净利润增长率	351%	-57%	28%	21%
资产负债率	17%	33%	34%	34%
息率	1.3%	1.0%	1.3%	1.6%
P/E	12.4	37.2	29.1	24.1
P/B	4.8	5.6	4.9	4.3
EV/EBITDA	21.5	27.2	20.2	16.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1765	2506	3113	3789
营业成本	778	1411	1669	2046
营业税金及附加	26	37	46	20
销售费用	106	150	202	265
管理费用	253	218	260	308
财务费用	23	(41)	1	23
投资收益	782	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(17)	0	0	0
其他收入	10	0	0	0
营业利润	1355	730	934	1126
营业外净收支	8	0	0	0
利润总额	1363	730	934	1126
所得税费用	117	183	233	282
少数股东损益	66	35	45	55
归属于母公司净利润	1180	512	655	790

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1180	512	655	790
资产减值准备	(45)	14	12	13
折旧摊销	102	65	93	123
公允价值变动损失	17	0	0	0
财务费用	23	(41)	1	23
营运资本变动	(513)	(984)	(670)	(456)
其它	101	16	26	32
经营活动现金流	842	(377)	117	503
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	(501)	(501)	(501)
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)	(154)	(197)	(237)
其它融资现金流	1182	1261	581	235
融资活动现金流	(2617)	878	384	(2)
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	(903)	(376)	28
权益自由现金流	2485	159	204	246



#### 相关研究报告

《天坛生物-600161-2018 年半年报点评: 采浆量稳步提升, 渠道优势明显》 ——2018-08-24

《天坛生物-600161-2017 年年报点评:表现稳健的千吨血制品国家队》 ——2018-04-03

《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

#### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
	买入	预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上
股票投资评级	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 ±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 ±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