

2019年01月13日

天坛生物 (600161.SH)

Q4 费用确认比较多，调浆获批产能利用率提升

事件: 公司公布 2018 年业绩公告, 归母净利润预计同比减少 6.83 亿元, 同比下降 58% 左右, 扣非归母净利润预计增加 0.79 亿元, 同比增加 19% 左右。剔除上年疫苗业务与转让北生研和长春祈健股权投资的影响, 同一口径下, 2018 年营业收入 29.3 亿元, 同比增长 31%, 归母净利润 4.97 亿元, 同比增加 14%。

点评:

■ **Q4 费用确认比较多。**调整后口径下, 2018 年营业收入 29.3 亿元, 同比增长 31%, 归母净利润 4.97 亿元, 同比增加 14%。Q4 单季度营业收入、净利润、归母净利润分别为 8.76、1.5、1.0 亿元, 按照调整后口径, Q4 季度收入同比增长 40.9%, 环比来看, 收入增加 4.7%, 净利润下降 33.1%。Q4 单季度净利润率为 17.2%, 前三季度净利润率为 27.6%, 预计 Q4 单季度确认费用较多。

■ **蓉生调浆批复, 产能利用率提升增长有望加速。**根据公司公告, 2018 年 11 月 30 日国家药品监督管理局批复同意成都蓉生为充分利用血浆资源, 将血液制品生产用人血浆调拨给武汉血制和兰州血制。成都蓉生现有厂房的年处理量仅 650 吨, 2017 年采浆量已经达到 860 吨, 根据公司公告, 蓉生新厂区永安血制建设项目有望于 2021 年投产。新厂区建成之前, 蓉生面临产能瓶颈。根据目前蓉生浆站 2015-2017 年获批的浆站占比为 18%, 以及预计接下来有新浆站获批, 预计蓉生 18-20 年浆量提升增速为 13%-15%, 调浆批复后产能利用率提升, 蓉生利润增长有望加速。

■ **产品端方面: 技术工艺提升+新产品丰富双管齐下, 进展顺利。**技术工艺提升方面, 根据公司公告, 上海血制人凝血因子 VIII 的新工艺已获批, 其次成都蓉生八因子新工艺改进有望今年拿到批文; 10% 层析静丙技术目前处于临床中, 层析法高纯静丙是第四代静丙, 生产工艺中采用离子交换等层析技术, 相较传统静丙, 具有生产周期短、纯度更高, 收率更高等优势。产品新技术工艺应用, 将能进一步提升血浆利用率。根据公司公告, 重组八因子 2018 年上半年获批进入临床, 重组七因子预计很快将进入申报临床阶段。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2018-2020 年的收入增速分别为 66.0%、20.7%、19.6%, 归母净利润分别为 4.97、6.23、7.55 亿元, 对应当前市值, PE 分别为 34X、27X、22X; 维持买入-A 的投资评级, 未来 6 个月目标价为 25 元。

■ **风险提示:** 血制品出厂价进一步下降; 终端需求增长慢于预期; 三所血制公司运营效率提升慢于预期

公司快报

证券研究报告

生物医药

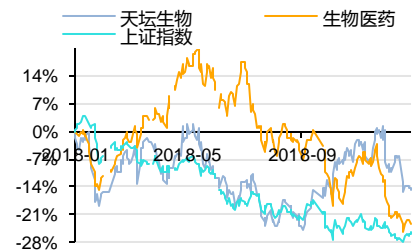
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **25 元**
股价 (2019-01-11) **19.34 元**

交易数据

总市值 (百万元)	16,847.83
流通市值 (百万元)	16,847.83
总股本 (百万股)	871.14
流通股本 (百万股)	871.14
12 个月价格区间	17.00/30.30 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.1	3.83	10.21
绝对收益	-12.96	1.79	-15.32

盛丽华

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517090002
shengli9@essence.com.cn

马帅

分析师
SAC 执业证书编号: S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

周新明

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517050002
zhouxm1@essence.com.cn
021-35082030

相关报告

天坛生物: 业绩基本符合预期, 重组后血制品龙头扬帆起航/崔文亮	2018-04-02
天坛生物: 中生三所血制资产注入方案落地, 蓉生股权持有比例超预期/崔文亮	2017-12-14

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,095.7	1,765.2	2,930.6	3,537.5	4,229.5
净利润	261.8	1,179.9	496.8	623.7	755.3
每股收益(元)	0.30	1.35	0.57	0.72	0.87
每股净资产(元)	2.52	3.49	4.03	4.75	5.63

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	64.4	14.3	33.9	27.0	22.3
市净率(倍)	7.7	5.5	4.8	4.1	3.4
净利润率	12.5%	66.8%	17.0%	17.6%	17.9%
净资产收益率	5.2%	34.0%	11.9%	16.7%	14.7%
股息收益率	0.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	9.7%	32.4%	46.9%	91.4%	38.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,095.7	1,765.2	2,930.6	3,537.5	4,229.5	成长性					
减:营业成本	980.0	778.0	1,544.5	1,839.5	2,178.2	营业收入增长率	29.5%	-15.8%	66.0%	20.7%	19.6%
营业税费	28.3	26.3	39.6	47.8	57.1	营业利润增长率	95.9%	280.5%	-35.6%	25.5%	21.1%
销售费用	128.3	105.7	190.5	237.0	287.6	净利润增长率	2523.8%	350.7%	-57.9%	25.5%	21.1%
管理费用	445.1	252.6	269.6	318.4	380.7	EBITDA 增长率	34.3%	124.0%	-28.3%	23.9%	20.8%
财务费用	96.0	22.6	-	-	-	EBIT 增长率	54.2%	202.6%	-36.3%	25.5%	21.1%
资产减值损失	62.0	16.9	14.4	-	-	NOPLAT 增长率	111.9%	247.1%	-43.2%	25.5%	21.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	-60.8%	-35.6%	191.2%	12.4%
投资和汇兑收益	-	782.4	-	-	-	净资产增长率	9.2%	30.5%	21.6%	23.5%	22.8%
营业利润	356.1	1,355.1	872.1	1,094.9	1,325.9	利润率					
加:营业外净收支	21.5	8.0	-	-	-	毛利率	53.2%	55.9%	47.3%	48.0%	48.5%
利润总额	377.6	1,363.1	872.1	1,094.9	1,325.9	营业利润率	17.0%	76.8%	29.8%	31.0%	31.4%
减:所得税	74.6	117.1	157.0	197.1	238.7	净利润率	12.5%	66.8%	17.0%	17.6%	17.9%
净利润	261.8	1,179.9	496.8	623.7	755.3	EBITDA/营业收入	31.3%	83.3%	36.0%	36.9%	37.3%
						EBIT/营业收入	21.6%	77.5%	29.8%	31.0%	31.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	434	294	60	67	83
						流动资产周转天数	73	147	42	33	53
						流动资产周转天数	323	500	459	391	319
						应收帐款周转天数	37	27	50	45	30
						存货周转天数	167	194	105	104	103
						总资产周转天数	980	964	595	580	543
						投资资本周转天数	654	551	154	195	258
						投资回报率					
						ROE	12.4%	39.1%	18.5%	18.8%	18.5%
						ROA	5.2%	34.0%	11.9%	16.7%	14.7%
						ROIC	9.7%	32.4%	46.9%	91.4%	38.0%
						费用率					
						销售费用率	6.1%	6.0%	6.5%	6.7%	6.8%
						管理费用率	21.2%	14.3%	9.2%	9.0%	9.0%
						财务费用率	4.6%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	31.9%	21.6%	15.7%	15.7%	15.8%
						偿债能力					
						资产负债率	57.8%	13.1%	35.7%	11.0%	20.6%
						负债权益比	136.9%	15.1%	55.6%	12.4%	26.0%
						流动比率	1.68	10.57	2.25	5.76	2.92
						速动比率	0.84	7.29	1.85	3.49	2.12
						利息保障倍数	4.71	60.61	-	-	-
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	0.15	-	-	-
						分红比率	59.1%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	660.3	1,760.6	2,875.7	1,747.2	2,482.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	264.1	3.2	810.9	73.5	631.5
应收票据	51.3	215.0	24.4	34.5	36.0
预付帐款	14.9	13.8	29.1	22.0	38.5
存货	1,000.0	899.8	816.3	1,227.6	1,192.6
其他流动资产	11.0	8.0	10.4	9.8	9.4
可供出售金融资产	46.0	74.0	45.0	55.0	58.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	34.3	-	-	-	-
固定资产	2,444.8	438.0	531.0	790.0	1,170.4
在建工程	906.8	8.2	541.5	1,079.1	1,455.3
无形资产	188.3	125.1	117.0	108.9	100.9
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	5,783.2	3,665.7	6,023.3	5,368.7	7,394.6
短期债务	270.0	-	-	-	-
应付帐款	392.5	185.3	1,033.1	315.9	555.4
应付票据	69.7	3.1	425.9	85.0	520.0
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	1,912.3	200.0	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	3,342.3	481.5	2,152.7	590.3	1,526.0
少数股东权益	246.5	144.3	362.6	636.7	968.6
股本	515.5	670.1	871.1	871.1	871.1
留存收益	1,689.9	2,370.1	2,636.9	3,270.6	4,028.9
股东权益	2,441.0	3,184.3	3,870.6	4,778.4	5,868.7

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	303.0	1,246.0	496.8	623.7	755.3
加:折旧和摊销	205.2	103.3	181.8	211.5	251.4
资产减值准备	62.0	16.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	99.1	41.7	-	-	-
投资损失	-	-782.4	-	-	-
少数股东损益	41.2	66.1	218.3	274.1	331.9
营运资金的变动	-211.7	-558.5	1,072.0	-1,087.7	396.2
经营活动产生现金流量	428.4	218.4	1,969.0	21.5	1,734.9
投资活动产生现金流量	-209.3	1,517.1	-771.0	-1,010.0	-1,003.0
融资活动产生现金流量	-159.5	-582.0	-82.8	-140.0	3.0

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.30	1.35	0.57	0.72	0.87
BVPS(元)	2.52	3.49	4.03	4.75	5.63
PE(X)	64.4	14.3	33.9	27.0	22.3
PB(X)	7.7	5.5	4.8	4.1	3.4
P/FCF	96.5	12.1	16.9	-12.0	41.9
P/S	8.0	9.5	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	33.5	12.1	13.6	11.9	9.6
CAGR(%)	43.6%	-4.4%	83.6%	43.6%	-4.4%
PEG	1.5	-3.2	0.4	0.6	-5.0
ROIC/WACC	1.0	3.2	4.6	9.0	3.7
REP	5.9	3.7	3.2	0.6	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

盛丽华、马帅、周新明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034