

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

天坛生物 (600161)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2019年07月12日

新批浆站与改善效率共同驱动采浆量增长

证券分析师： 谢长雁

0755-22940793

xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517100003

事项：

公司近期公告：1) 拟收购兰州血制下属西吉县浆站 20% 的少数股东股权及经营收益权；2) 武汉血制鄖阳浆站鄖西分站获批采浆；3) 成都蓉生的静丙车间获土耳其 GMP 到期再认证。

国信医药观点：1) 收购下属浆站少数股东权益及经营收益权，将使公司获得浆站的实质性控制权，推进采浆量考核及激励。此次收购体现了公司提升浆站专业化管理的执行力。2018 年，成都蓉生取得了山西省山阴、忻州两座浆站的控制权；截至目前，尚有山西浑源、山东聊城两个浆站不具有实际控制权。若公司继续获得上述浆站的控制权，解决历史遗留问题，则有望进一步提升浆站的采浆量。2) 未来三年采浆量预计保持每年 200 吨的增量。鄖西分站能在较短的时间内获批采浆体现了公司开拓新浆站的力度。公司现有 51 座浆站在采，浆站广泛分布于 12 个省区。在新批浆站的增加及现有浆站的内生增长作用下，预计天坛 2019~2020 年可保持每年 200 吨左右的采浆量增量。3) 静丙车间获土耳其 GMP 到期再认证。公司积极进行国际化布局，重点在东南亚等非法市场，土耳其在公司海外业务中占比不大。虽然现阶段国外业务占比不大，对公司业务影响较小；但由于国外静丙价格高于国内，未来不排除在满足国内需求的情况下继续拓展出口业务，成为公司业绩新的增量。4) 风险提示：采浆量增速不及预期，静丙学术推广不及预期，新工厂投产及新产品研发进度不及预期。5) 投资建议：公司管理团队的执行力、研发布局的眼光得到不断验证。预计未来 2~3 年血制品价格企稳，公司采浆量保持每年 200 吨的增量。公司采浆效益、产能利用率、血浆利用率逐步提升，带来经营效益确定性的改善。2021 年由于高纯静丙、小品种的上市叠加永安血制的投产，公司业绩迎来跃升。随着公司浆量的稳步提升、效益的改善以及新产品的上市，有望实现国内龙头地位的切换，最终对标国际血制品龙头企业。我们维持盈利预期，预计 2019~2021 年净利润 6.28/7.58/10.91 亿，对应当前股价估值为 41.4/34.3/23.9x。给予 2021 年利润 25~30x 估值，合理估值在 270~330 亿，对应股价为 25.7~31.4 元，维持“买入”评级。

评论：

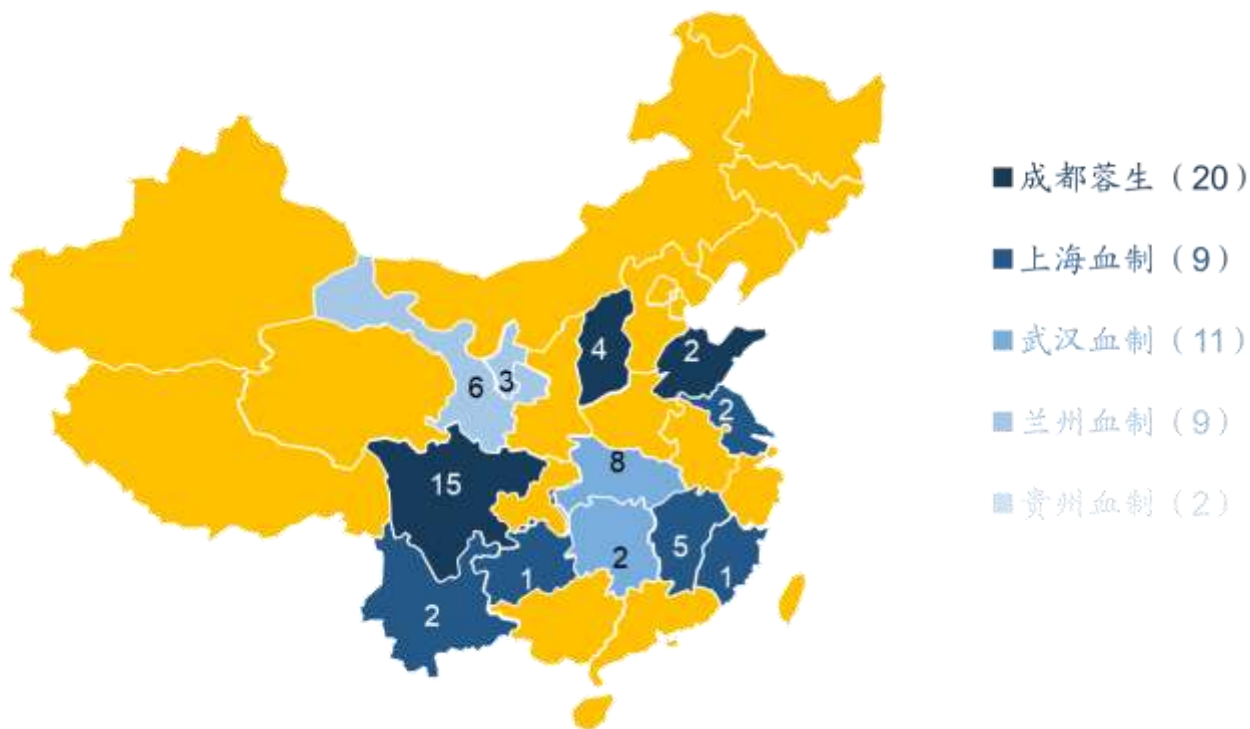
收购下属浆站少数股东权益，推进采浆量考核及激励。7 月 1 日，公司董事会通过收购下属浆站少数股东股权的议案，具体为：兰州血制按评估值人民币 1385 万元收购自然人股东程雨霏持有的西吉县兰生单采血浆有限公司 20% 股权及经营收益权。收购完成后，西吉县浆站将成为兰州血制的全资子公司。我们认为，收购少数股东权益及经营收益权，使公司获得浆站的实质性控制权，有利于公司推进浆站的采浆量考核及激励，进一步提升浆站的采浆能力。此次收购体现了公司提升浆站专业化管理的执行力。根据公司公告披露，2018 年，成都蓉生取得了山西省山阴、忻州两座浆站的控制权；截至目前，尚有山西浑源、山东聊城两个浆站不具有实际控制权。若公司继续获得上述浆站的控制权，解决历史遗留问题，则有望进一步提升浆站的采浆量。

鄖西分站开采，提供采浆新增量。武汉血制下属鄖阳浆站鄖西县分站 2018 年 3 月获批建站，2019 年 7 月获批开始采浆，执业地址为鄖西县河夹镇、城关镇、红庙乡、土门镇、观音镇、安家乡、涧池镇、马鞍镇、香口乡、羊尾乡。虽然鄖西

分站并未新增采浆区域，但可方便离原先郫阳浆站较远的居民（如马鞍镇、羊尾乡等）献浆，增加公司采浆量。

公司共有 51 座浆站在采，分布 12 个省。截至 2019 年 7 月，天坛生物旗下共有 51 座浆站在采（含分站），另有 7 座新建浆站待采。浆站分布在全国 12 个省级行政单位，包括：四川（15）、湖北（8）、甘肃（6）、江西（5）、山西（4）、宁夏（3）、山东（2）、江苏（2）、湖南（2）、云南（2）、贵州（1）、福建（1）。

图 1：天坛生物浆站分布图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

采浆增长动力：新浆站逐步放量，四大血制提升效率。天坛旗下有 7 座新建浆站未来有获批采浆预期，现有的 2-3 年内获批采浆的浆站尚有成长空间。另外，除成都蓉生单站采浆量已达到较高水平外，四大血制的单站采浆量仍有较大的提升空间，预计在公司优化管理、增加浆站的激励之后，采浆量会获得提升。在新批浆站的增加及现有浆站的内生增长作用下，预计天坛 2019~2021 年可保持每年 200 吨左右的采浆量增量。

表 1：天坛生物旗下浆站梳理

序号	公司	浆站	地区	股份	批准建站时间	开始采浆时间	是否分站	
1	成都蓉生	富顺蓉生单采血浆有限公司	四川	100%	2015 年	2017/10		
2		简阳蓉生单采血浆有限公司	四川	80%		2007 年前		
3		高县蓉生单采血浆有限公司	四川	80%		2007 年前		
4		金堂蓉生单采血浆有限公司	四川	90%		2007 年前		
5		都江堰蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2007 年前		
6		中江蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2007 年前		
7		通江蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2007 年前		
8		仁寿蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2007 年前		
9		什邡蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2007 年前		
10		南江蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2007 年	2008 年	
11		简阳浆站乐至采浆点	四川			2015 年	未采浆	分站
12		通江蓉生单采血浆有限公司平昌分公司	四川	/		2017/12	未采浆	分站
13		宜宾县蓉生单采血浆有限公司	四川	80%		2017/04	未采浆	
14		山阴天坛生物单采血浆有限公司	山西	80%			2008 年	
15		浑源天坛生物单采血浆站有限公司	山西	80%			2007 年	
16		忻州天坛生物单采血浆有限公司	山西	80%			2009 年	

17		聊城天坛生物单采血浆站有限公司	山东	80%		2007年	
18		安岳蓉生单采血浆有限公司	四川	99%		2011年	
19		蓬溪蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2015/12	
20		南部县蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2015/12	
21		渠县蓉生单采血浆有限公司	四川	100%		2011年	
22		什邡蓉生单采血浆有限公司罗江分公司	四川	/		2007年前	分站
23		聊城天坛生物单采血浆站有限公司莘县分公司	山东	/		2016年	分站
24	贵州血制	贵溪市中泰单采血浆有限公司	江西	100%	2011/06	2016/09	
25		分宜县中泰单采血浆有限公司	江西	100%	2011/04	2016/09	
26		永昌县单采血浆站	甘肃		2018/12		未采浆
27		中宁县兰生单采血浆有限责任公司	宁夏	100%	2016/10		
28		高台兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	100%	2013/11		
29		临洮县兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	100%	2013/10		
30	兰州血制	秦安县兰生单采血浆有限公司	甘肃	100%	2010/12		
31		西吉县兰生单采血浆有限公司	宁夏	100%	2009/06		
32		宁夏青铜峡兰生单采血浆站有限公司	宁夏	80%	2007/10		
33		定西兰生单采血浆有限公司岷口站	甘肃	100%	2007/08		分站
34		定西兰生单采血浆有限公司岷县站	甘肃	100%	2007/08		分站
35		定西兰生单采血浆有限公司陇西站	甘肃	100%	2007/08		分站
36		寻甸县上生单采血浆有限公司	云南	100%	2017/12	2018/10	
37		巧家县上生单采血浆有限公司	云南	100%	2017/12	2018/12	
38		常熟市白茆单采血浆有限责任公司	江苏	100%		2006年前	
39		石城县上生单采血浆有限公司	江西	100%		2007年前	
40	上海血制	上饶县上生单采血浆有限公司	江西	100%		2007年前	
41		上杭县上生单采血浆有限公司	福建	100%	2015/12		
42		滨海县上生单采血浆有限公司	江苏	100%	2009/08		
43		开阳县上生单采血浆有限公司	贵州	98%	2007/05		
44		宜春市上生单采血浆有限公司	江西	100%	2007/03		
45		大同云冈区武生单采血浆有限公司	山西	80%		2019/04	
46		十堰市郧阳区单采血浆站郧西县分站	湖北		2018/03	2019/07	分站
47		老河口市武生单采血浆站有限公司	湖北	100%	2015/11	2017年	
48		湖南君山单采血浆站有限公司岳阳县分站	湖南		2018/06	未采浆	分站
49		荆州市监利武新单采血浆站石首分站	湖北		2018/03	未采浆	分站
50		大同市矿区武生单采血浆站有限公司	山西	80%		未采浆	
51	武汉血制	钟祥武生单采血浆站有限公司	湖北	100%	2013/09		
52		黄冈市武生单采血浆站有限公司	湖南	100%	2012/12		
53		武生云梦单采血浆站有限公司	湖北	100%	2009/09		
54		武生松滋单采血浆站有限公司	湖北	99%	2008/03		
55		监利武新单采血浆站有限公司	湖北	100%	2007/04		
56		湖南君山单采血浆站有限公司	湖南	100%	2006/12		
57		十堰市郧阳区单采血浆站有限公司	湖北	80%			
58		武穴武源单采血浆站有限公司	湖北	100%			

资料来源:公司公告、天眼查、国信证券经济研究所整理

静丙车间获土耳其 GMP 到期再认证。公司积极进行国际化布局，重点在东南亚等非法规市场，土耳其在公司海外业务中占比不大。此次获得 GMP 认证的静丙，成都蓉生（母公司）2018 年度实现国内地区营业收入 71,561 万元，国外地区营业收入 6,748 万元。国外业务占比相对较小，占比低于 10%，现阶段对公司业务影响较小。由于国外静丙价格高于国内，未来不排除在满足国内需求的情况下继续拓展出口业务，成为公司业绩新的增量。

投资建议：公司管理团队的执行力、研发布局的眼光得到不断验证。预计未来 2~3 年血制品价格企稳，公司采浆量保持每年 200 吨的增量。公司采浆效益、产能利用率、血浆利用率逐步提升，带来经营效益确定性的改善。2021 年由于高纯静丙、小品种的上市叠加永安血制的投产，公司业绩迎来跃升。随着公司浆量的稳步提升、效益的改善以及新产品的上市，有望实现国内龙头地位的切换，最终对标国际血制品龙头企业。我们维持盈利预期，预计 2019~2021 年净利润 6.28/7.58/10.91 亿，对应当前股价估值为 41.4/34.3/23.9x。给予 2021 年利润 25~30x 估值，合理估值在 270~330 亿，对应股价为 25.7~31.4 元，维持“买入”评级。

表 2: 天坛生物盈利预测模型

	2016 A	2017 A	2018 A	2019E	2020E	2021E
营收 (亿)	22.35	24.83	29.31	32.96	37.59	46.74
yoy		11.10%	18.04%	12.45%	14.04%	24.35%
归母净利润 (亿)	1.16	11.73	5.09	6.28	7.58	10.91
Yoy			-57%	23%	21%	44%
扣非归母净利润 (亿)	2.45	4.14	5.06	6.28	7.29	10.66
反推扣非血制品净利润 (亿)	3.52	5.96	7.28	8.69	10.50	15.39
采浆量 (吨)	1171	1403	1568	1790	2000	2200
投浆量 (吨)	1100	1229	1444	1624	1843	2050
yoy		12%	18%	12%	13%	11%
吨浆收入 (万)	203	202	203	203	204	228
吨浆扣非净利润 (万)	32	48	50	54	57	75
吨浆原材料成本 (万)			107	107	107	107
吨浆制造费用 (万)	40.9	36.7	34.1	32.5	31.9	33.1
制造费用+人工费用 (亿)	4.50	4.50	4.92	5.28	5.87	6.78
转固资产 (亿)				3.00	6.00	9.00
转固带来折旧摊销增加				0.20	0.40	0.60
人工费用 (亿)	1.16	1.16	1.47	1.54	1.62	1.70
不考虑新增折旧的制造费用 (亿)		3.34	3.45	3.54	3.65	3.88
管理费用 (亿)			1.95	2.00	2.00	2.00
吨浆管理费用 (万)			13.5	12.3	10.9	9.8
财务费用 (亿)			-0.10	-0.35	-0.39	-0.35

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 19/7/9	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资评 级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
002007	华兰生物	31.25	438	0.81	1.09	1.26	1.45	38.5	28.7	24.9	21.5	20%	1.3	买入
300294	博雅生物	30.03	130	1.08	1.32	1.56	1.73	27.7	19.7	16.7	15.0	14%	1.2	买入
600161	天坛生物	24.46	256	0.49	0.60	0.72	1.04	50.2	40.7	33.7	23.4	16%	1.4	买入
002252	上海莱士	6.89	343	-0.31	-	-	-	-22.6	-	-	-	1%	-	无评级
002880	卫光生物	44.83	48	1.45	-	-	-	30.9	-	-	-	12%	-	无评级
000403	振兴生化	27.49	75	0.29	0.80	1.12	1.47	93.7	34.5	24.6	18.6	12%	0.2	无评级

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理。振兴生化为 Wind 一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1250	1505	1848	1930
应收款项	447	502	573	712
存货净额	1709	1925	2168	2490
其他流动资产	28	31	36	44
流动资产合计	3433	3963	4624	5177
固定资产	987	1189	1657	2388
无形资产及其他	287	276	264	253
投资性房地产	360	360	360	360
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	5067	5788	6906	8178
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	56	63	327	376
其他流动负债	426	474	534	612
流动负债合计	482	537	861	988
长期借款及应付债券	231	231	231	231
其他长期负债	7	7	7	8
长期负债合计	238	238	238	239
负债合计	720	775	1099	1228
少数股东权益	975	1171	1396	1721
股东权益	3371	3842	4411	5229
负债和股东权益总计	5067	5788	6906	8178

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.49	0.72	0.87	1.25
每股红利	0.14	0.18	0.22	0.31
每股净资产	3.22	4.41	5.06	6.00
ROIC	21%	21%	23%	28%
ROE	15%	16%	17%	21%
毛利率	47%	48%	48%	52%
EBIT Margin	33%	34%	35%	39%
EBITDA Margin	37%	38%	38%	43%
收入增长	66%	12%	14%	24%
净利润增长率	-57%	23%	21%	44%
资产负债率	33%	34%	36%	36%
息率	0.6%	0.6%	0.7%	1.1%
P/E	50.2	33.9	28.1	19.5
P/B	7.6	5.5	4.8	4.1
EV/EBITDA	24.2	17.8	15.5	11.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2931	3296	3759	4674
营业成本	1548	1717	1951	2260
营业税金及附加	33	40	43	54
销售费用	199	224	256	318
管理费用	195	181	200	200
财务费用	(11)	(34)	(30)	(35)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	0	(5)	(1)
其他收入	(99)	(99)	(99)	(99)
营业利润	868	1069	1234	1777
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	868	1069	1234	1777
所得税费用	132	163	154	222
少数股东损益	226	279	322	464
归属于母公司净利润	509	628	758	1091

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	509	628	758	1091
资产减值准备	(18)	(0)	(0)	(1)
折旧摊销	130	110	138	180
公允价值变动损失	(1)	0	5	1
财务费用	(11)	(34)	(30)	(35)
营运资本变动	(1020)	(220)	6	(343)
其它	181	196	226	325
经营活动现金流	(218)	713	1133	1255
资本开支	(633)	(300)	(600)	(900)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(633)	(300)	(600)	(900)
权益性融资	9	0	0	0
负债净变化	31	0	0	0
支付股利、利息	(142)	(157)	(190)	(273)
其它融资现金流	553	0	0	0
融资活动现金流	340	(157)	(190)	(273)
现金净变动	(511)	256	343	82
货币资金的期初余额	1761	1250	1505	1848
货币资金的期末余额	1250	1505	1848	1930
企业自由现金流	(713)	551	689	550
权益自由现金流	(129)	580	715	580

相关研究报告

- 《天坛生物-600161-公司分析：经营效益改善，成长确定性高》 ——2019-06-03
 《天坛生物-600161-2018 年年报点评：采浆与产能利用率稳步提升》 ——2019-04-04
 《天坛生物-600161-重大事件快评：效益改善提供成长动力，新建基地保障增长空间》 ——2018-11-19
 《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

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

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