

业绩略超预期, 经营效率逐步提升

投资要点

- **事件:** 公司发布2019半年度业绩预告, 预计实现归母净利润3亿元, 同比增长23.9%, 实现扣非后归母净利润3亿元, 同比增长25%。分季度来看, 公司2019 Q2实现归母净利润1.7亿元, 同比增长27.8%。
- **业绩略超预期, 核心产品批签发大幅提升。** 公司上半年业绩略超预期, 19年Q2增速进一步加速, 原因主要是产品价格小幅上涨以及经营效率提升所致。截止2018年, 公司在全国13个省/自治区的单采血浆站(含分站)数量达到57家, 其中在营49家, 浆站数量位于全国前列。2018年, 公司采浆量约1568吨, 同比增长11.9%, 采浆增速高于行业平均增速约4-5个百分点。从核心产品的批签发情况来看, 2019上半年: 1) 人血白蛋白: 批签发量为216万支(换算成10g/支), 同比增长约32.5%; 2) 静丙: 批签发量为128万支(换算成2.5g/支), 同比增长约10%; 3) 狂免: 批签发量为39.5万支(换算成200IU/支), 同比增长约2.9%; 4) 破免: 批签发量为70万支(250IU/支), 同比增长约96%。
- **行业去库存顺利, 经营效率提升带动公司较快增长。** 2017-2018年上半年期间, 由于行业推出两票制, 渠道端加速去库存, 血制品价格受到冲击, 2017年国内血制品批签发货值约为289亿元, 同比增长3.8%, 增速相比于2016年(+21%)明显放缓。从2018年下半年开始, 行业库存已经基本消化, 2018年国内血制品批签发货值约为311亿元, 同比增长7.6%, 2018年国内血浆采集量约为8600吨, 同比增速接近7%, 货值增速与采浆量增速基本接近, 表明行业开始恢复, 预计2019年血制品行业将恢复高增长。此外, 国内采浆站的新批趋严, 血浆资源的稀缺性日益显著, 公司作为国内血制品龙头企业之一, 采浆站数量和采浆量处于行业前列, 随着前期血制品业务整合的磨合期已基本渡过, 预计公司经营效率后续将不断改善, 贵州血制、上海血制、兰州血制等核心子公司产能利用率将逐步提高, 贡献更多利润。
- **盈利预测与估值。** 预计2019-2021年归母净利润分别为6.2亿元、7.7亿元和9.3亿元, 2019-2021年复合增速为22%, 对应估值分别为42倍、34倍和28倍。考虑到公司是国内血制品行业龙头, 但产能利用率还有较大提升空间, 我们给予公司2019年50倍市盈率, 对应目标价为30元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险; 公司经营效率提升不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2931.06 | 3471.05 | 4141.00 | 4977.20 |
| 增长率 | 66.05% | 18.42% | 19.30% | 20.19% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 509.48 | 625.17 | 769.63 | 931.32 |
| 增长率 | -56.82% | 22.71% | 23.11% | 21.01% |
| 每股收益EPS(元) | 0.49 | 0.60 | 0.74 | 0.89 |
| 净资产收益率ROE | 16.93% | 17.54% | 18.12% | 18.36% |
| PE | 51 | 42 | 34 | 28 |
| PB | 7.73 | 6.69 | 5.74 | 4.90 |

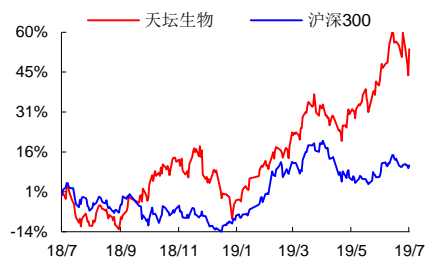
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 10.45 |
| 流通A股(亿股) | 10.45 |
| 52周内股价区间(元) | 17.0-27.1 |
| 总市值(亿元) | 260.71 |
| 总资产(亿元) | 55.11 |
| 每股净资产(元) | 4.02 |

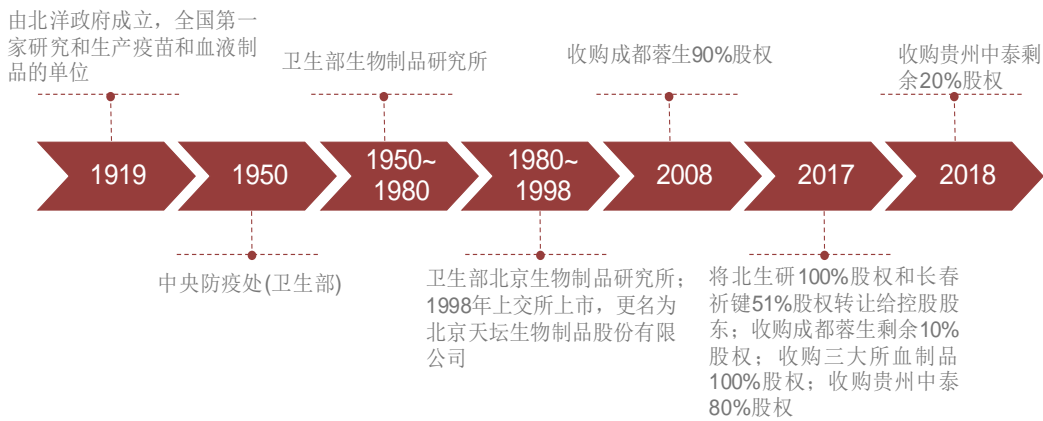
相关研究

1 公司为国内血制品龙头企业之一

公司是国内最早形成血液制品工业化生产的企业之一，成立时间最早可追溯到 1919 年，由当时北洋政府建立的中央防疫处；1950 年，其成为卫生部直属中央防疫处；1998 年公司在上交所上市，更名为北京天坛生物制品股份有限公司。公司目前拥有成都蓉生、上海血制、武汉血制、兰州血制和贵州中泰等核心血制品子公司。

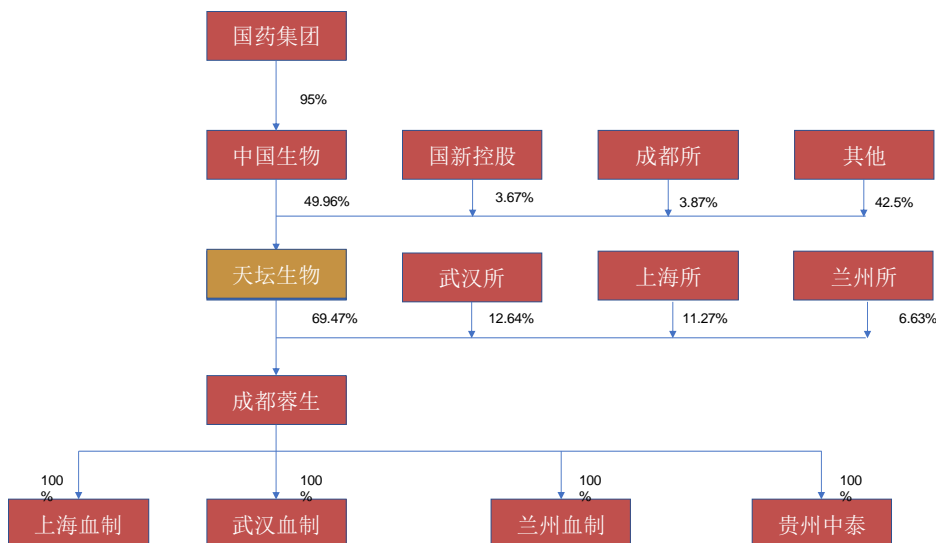
公司此前拥有血制品和疫苗两大业务，为了聚焦血制品以及解决与控股股东同业竞争问题，公司针对两大业务进行了系列资产重组。1) 血制品方面，2008 年，公司向成都所收购成都蓉生 90% 的股权；2017-18 年期间，公司收购成都蓉生剩余 10% 股权，成都蓉生后又收购了上海、武汉和兰州三大所血制品业务以及贵州中泰全部股权。至此，公司成为中生集团旗下唯一血制品业务平台。2) 疫苗方面，2017 年公司将旗下经营疫苗业务的子公司北生研 100% 股权和长春祈健 51% 股权转让给控股股东，至此，公司退出疫苗业务。

图 1：公司发展历程



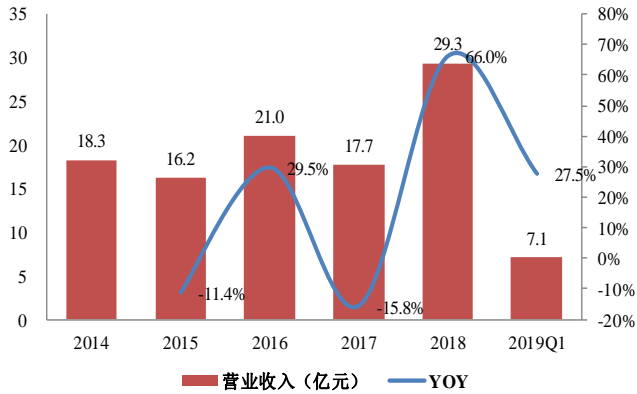
数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

图 2：公司股权结构情况

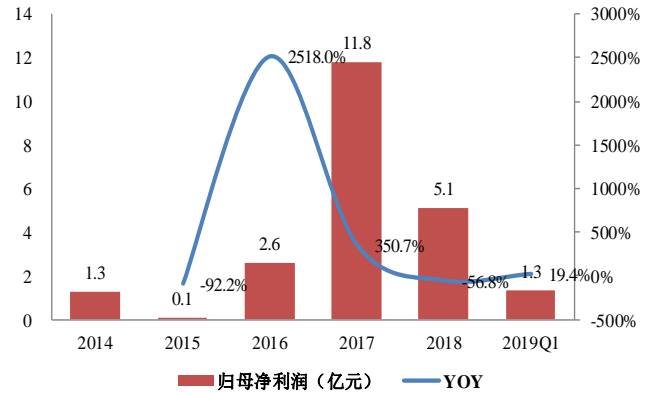


数据来源：Wind，西南证券整理

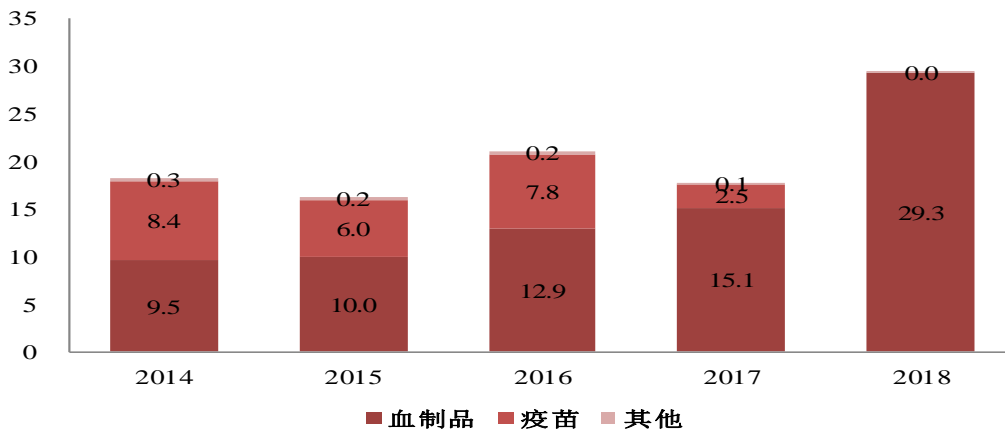
2018 年，公司实现营业收入 29.3 亿元，2014-2018 年营收复合增速为 12.5%，实现归母净利润 5.1 亿元，2014-2018 年归母净利润复合增速为 41.1%。

图 3：2014-2019Q1 公司营收情况（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

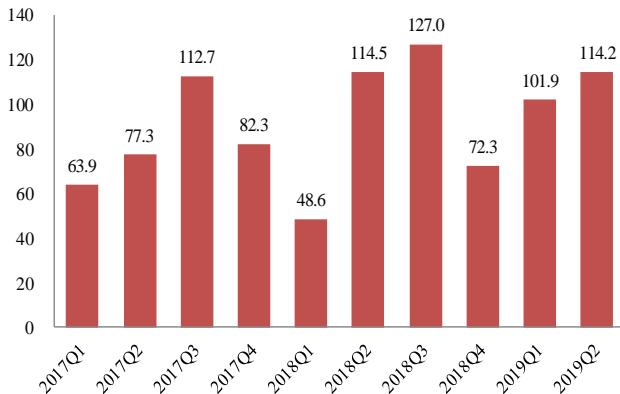
图 4：2014-2019Q1 公司归母净利润情况（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

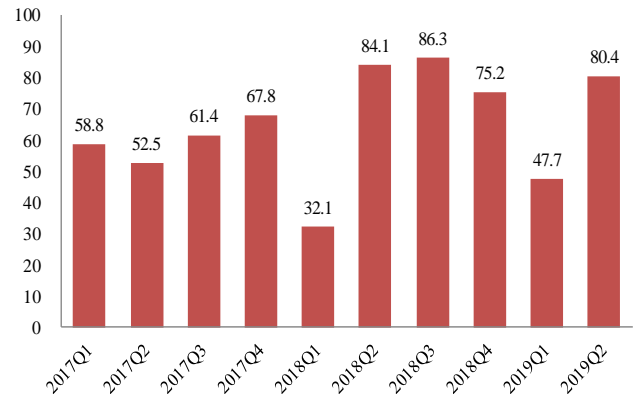
图 5：2014-2018 年公司业务结构情况（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

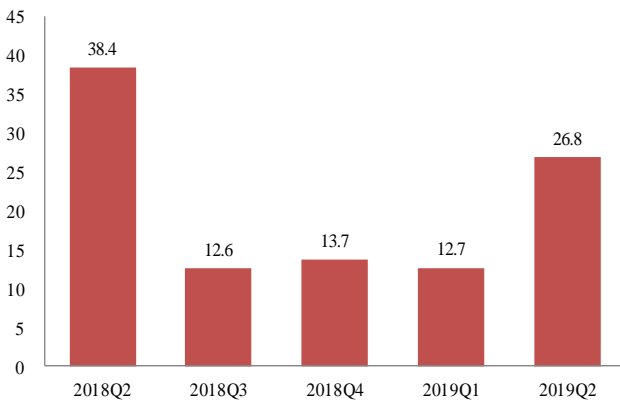
从产品的批签发情况来看，2019 上半年：1) 人血白蛋白：批签发量为 216 万支（换算成 10g/支），同比增长约 32.5%；2) 静丙：批签发量为 128 万支（换算成 2.5g/支），同比增长约 10%；3) 狂免：批签发量为 39.5 万支（换算成 200IU/支），同比增长约 2.9%；4) 破免：批签发量为 70 万支（250IU/支），同比增长约 96%。

图 6: 公司人血白蛋白批签发情况 (万支, 换算成 10g/支)


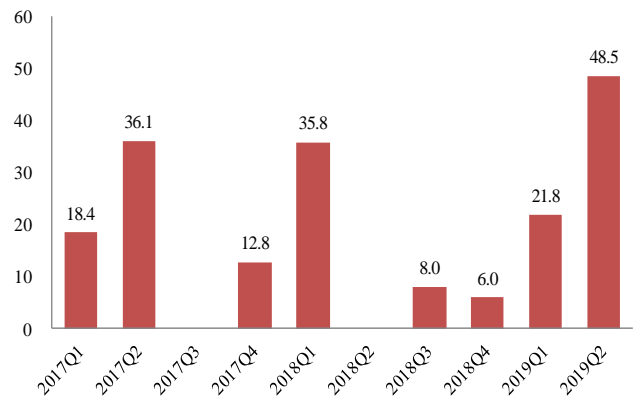
数据来源: 中检院, 西南证券整理

图 7: 公司静丙批签发情况 (万支, 换算成 2.5g/支)


数据来源: 中检院, 西南证券整理

图 8: 公司狂免批签发情况 (万支, 换算成 200IU/支)


数据来源: 中检院, 西南证券整理

图 9: 公司破免批签发情况 (万支, 换算成 250IU/支)


数据来源: 中检院, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

公司业务收入目前全部来自血制品, 分产品看:

- 1) 人血白蛋白: 2018 年销量为 372.9 万瓶 (换算成 10g/规格), 我们假设其销量 2019-2021 年分别增长 18%、19%和 20%, 假设出厂价为 320 元不变;
- 2) 静丙: 2018 年销量为 287.3 万瓶 (换算成 2.5g/规格), 我们假设其销量 2019-2021 年分别增长 20%、21%和 22%, 假设出厂价为 450 元不变;
- 3) 其他血制品业务假设收入增速为 15%;
- 4) 其他业务假设收入增速为 10%。

表 1: 盈利预测

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 2931.1 | 3471.1 | 4141.0 | 4977.2 |
| yoy | 66.0% | 18.4% | 19.3% | 20.2% |
| 营业成本 | 1548.2 | 1804.3 | 2111.1 | 2537.4 |
| 毛利率 | 47.2% | 48.0% | 49.0% | 49.0% |
| 血制品收入 | 2929.03 | 3468.8 | 4138.5 | 4974.5 |
| yoy | 93.57% | 18.43% | 19.31% | 20.20% |
| 成本 | 1548.17 | 1803.8 | 2110.7 | 2537.0 |
| 毛利率 | 47.14% | 48.0% | 49.0% | 49.0% |
| 人血白蛋白收入 (换算成 10g/规格) | 1193.18 | 1408.0 | 1675.5 | 2010.6 |
| YOY | | 18.00% | 19.00% | 20.00% |
| 静丙收入 (换算成 2.5g/规格) | 1149.16 | 1551.4 | 1877.2 | 2290.1 |
| YOY | | 20.00% | 21.00% | 22.00% |
| 其他血制品业务收入 | 586.69 | 509.5 | 585.9 | 673.8 |
| YOY | | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 其他业务收入 | 2.03 | 2.23 | 2.46 | 2.70 |
| yoy | -68.73% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 成本 | 0.07 | 0.47 | 0.47 | 0.39 |
| 毛利率 | 96.60% | 79.07% | 80.86% | 85.51% |

数据来源: 西南证券

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 34.7 亿元、41.4 亿元和 49.8 亿元, 归母净利润分别为 6.2 亿元、7.7 亿元和 9.3 亿元。

表 2: 可比公司估值情况

| 证券代码 | 证券名称 | 市值 (百万元) | 归母净利润 (百万元) | | | PE | | |
|------------|------|-------------|-------------|---------|---------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 002007.SZ | 华兰生物 | 44013.96 | 1419.00 | 1679.30 | 1951.00 | 31.02 | 26.21 | 22.56 |
| 300294.SZ | 博雅生物 | 13823.06 | 582.00 | 725.21 | 881.97 | 23.75 | 19.06 | 15.67 |
| 000403.SZ | 振兴生化 | 7596.74 | 217.00 | 305.00 | 402.00 | 35.01 | 24.91 | 18.90 |
| 平均值 | | | | | | 29.93 | 23.39 | 19.04 |

数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 截止 2019 年 7 月 19 日

考虑到公司是国内血制品行业龙头, 但产能利用率还有较大提升空间, 我们认为随着公司进一步加强经营效率, 血制品业务可快速放量, 我们给予公司 2019 年 50 倍市盈率, 对应目标价为 30 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

- 1) 行业竞争加剧的风险;
- 2) 公司经营效率提升不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 2931.06 | 3471.05 | 4141.00 | 4977.20 | 净利润 | 735.90 | 903.01 | 1111.66 | 1345.20 |
| 营业成本 | 1548.23 | 1804.25 | 2111.13 | 2537.39 | 折旧与摊销 | 133.66 | 125.27 | 125.27 | 125.27 |
| 营业税金及附加 | 33.48 | 44.85 | 52.79 | 62.63 | 财务费用 | -10.76 | 9.55 | 7.12 | 4.29 |
| 销售费用 | 199.37 | 242.97 | 281.59 | 323.52 | 资产减值损失 | -1.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 194.81 | 277.68 | 351.98 | 437.99 | 经营营运资本变动 | -841.75 | -315.34 | -334.98 | -478.07 |
| 财务费用 | -10.76 | 9.55 | 7.12 | 4.29 | 其他 | 661.90 | 3.78 | -1.79 | 0.26 |
| 资产减值损失 | -1.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 677.92 | 726.26 | 907.27 | 996.95 |
| 投资收益 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -443.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 125.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -317.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 868.36 | 1091.74 | 1336.39 | 1611.37 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -0.43 | -29.38 | -28.56 | -28.78 | 长期借款 | 30.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 867.93 | 1062.36 | 1307.83 | 1582.59 | 股权融资 | 326.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 132.03 | 159.35 | 196.18 | 237.39 | 支付股利 | -134.02 | -101.90 | -125.03 | -153.93 |
| 净利润 | 735.90 | 903.01 | 1111.66 | 1345.20 | 其他 | -1254.36 | -9.40 | -7.12 | -4.29 |
| 少数股东损益 | 226.42 | 277.83 | 342.03 | 413.89 | 筹资活动现金流净额 | -1031.49 | -111.29 | -132.15 | -158.22 |
| 归属母公司股东净利润 | 509.48 | 625.17 | 769.63 | 931.32 | 现金流量净额 | -667.83 | 614.96 | 775.12 | 838.73 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 1249.50 | 1864.46 | 2639.58 | 3478.32 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 466.25 | 620.71 | 697.05 | 847.58 | 销售收入增长率 | 66.05% | 18.42% | 19.30% | 20.19% |
| 存货 | 1708.98 | 1987.81 | 2328.33 | 2798.59 | 营业利润增长率 | -35.92% | 25.72% | 22.41% | 20.58% |
| 其他流动资产 | 8.15 | 9.65 | 11.51 | 13.84 | 净利润增长率 | -40.94% | 22.71% | 23.11% | 21.01% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -33.07% | 23.74% | 19.75% | 18.53% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 986.87 | 903.52 | 820.17 | 736.82 | 毛利率 | 47.18% | 48.02% | 49.02% | 49.02% |
| 无形资产和开发支出 | 382.60 | 342.22 | 301.85 | 261.48 | 三费率 | 13.08% | 15.28% | 15.47% | 15.39% |
| 其他非流动资产 | 264.62 | 263.08 | 261.53 | 259.99 | 净利率 | 25.11% | 26.02% | 26.85% | 27.03% |
| 资产总计 | 5066.97 | 5991.45 | 7060.03 | 8396.61 | ROE | 16.93% | 17.54% | 18.12% | 18.36% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 14.52% | 15.07% | 15.75% | 16.02% |
| 应付和预收款项 | 271.80 | 360.19 | 400.41 | 487.72 | ROIC | 28.62% | 26.80% | 30.42% | 33.39% |
| 长期借款 | 230.79 | 230.79 | 230.79 | 230.79 | EBITDA/销售收入 | 33.82% | 35.34% | 35.47% | 34.98% |
| 其他负债 | 217.60 | 252.42 | 294.17 | 352.15 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 720.19 | 843.40 | 925.36 | 1070.66 | 总资产周转率 | 0.67 | 0.63 | 0.63 | 0.64 |
| 股本 | 871.14 | 1045.37 | 1045.37 | 1045.37 | 固定资产周转率 | 4.50 | 4.22 | 5.60 | 7.59 |
| 资本公积 | 274.62 | 274.62 | 274.62 | 274.62 | 应收账款周转率 | 925.07 | 100.72 | 80.45 | 103.39 |
| 留存收益 | 2225.70 | 2748.97 | 3393.57 | 4170.96 | 存货周转率 | 1.19 | 0.98 | 0.98 | 0.99 |
| 归属母公司股东权益 | 3371.30 | 3894.73 | 4539.33 | 5316.72 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.84% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 975.48 | 1253.31 | 1595.34 | 2009.23 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 4346.78 | 5148.05 | 6134.67 | 7325.95 | 资产负债率 | 14.21% | 14.08% | 13.11% | 12.75% |
| 负债和股东权益合计 | 5066.97 | 5991.45 | 7060.03 | 8396.61 | 带息债务/总负债 | 32.05% | 27.36% | 24.94% | 21.56% |
| | | | | | 流动比率 | 7.12 | 7.40 | 8.26 | 8.57 |
| | | | | | 速动比率 | 3.57 | 4.12 | 4.87 | 5.21 |
| | | | | | 股利支付率 | 26.31% | 16.30% | 16.25% | 16.53% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.49 | 0.60 | 0.74 | 0.89 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.22 | 3.73 | 4.34 | 5.09 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.65 | 0.69 | 0.87 | 0.95 |
| | | | | | 每股股利 | 0.13 | 0.10 | 0.12 | 0.15 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | |
| EBITDA | 991.26 | 1226.56 | 1468.78 | 1740.93 | | | | | |
| PE | 51.17 | 41.70 | 33.88 | 27.99 | | | | | |
| PB | 7.73 | 6.69 | 5.74 | 4.90 | | | | | |
| PS | 8.89 | 7.51 | 6.30 | 5.24 | | | | | |
| EV/EBITDA | 20.64 | 16.18 | 12.98 | 10.47 | | | | | |
| 股息率 | 0.51% | 0.39% | 0.48% | 0.59% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 13013130110 | 13013130110 | wfy@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |