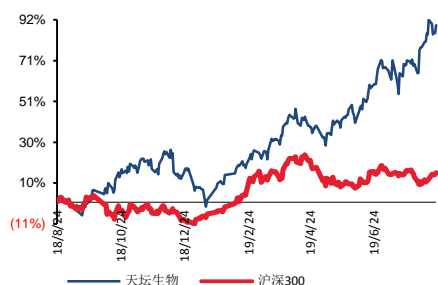


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

整合效果突出，业绩快速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,045/1,045
总市值/流通(百万元)	29,897/29,897
12个月最高/最低(元)	29.00/17.00

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：近日发布 2019 年中报，实现营业收入 15.6 亿元，同比增长 27.9%，归母净利润 2.94 亿元，同比增长 22.2%，经营性现金流净额 4.57 亿元，同比增长 36.9%，EPS 0.28 元。

■ 点评：

采/投浆量稳步提升，业绩快速增长。上半年营收 15.6 亿元(+27.9%)，净利润 2.94 亿元(+22.2%)，其中白蛋白销量同比增长 30.7%，静丙销量同比增长 20.8%。分季度看，二季度收入 8.55 亿元(+28.2%)，净利润 1.62 亿元(+24.6%)，业绩快速增长，主要原因是销售渠道拓展和整合后经营效率提升。公司上半年三级医院及其他医疗机构、药店覆盖数量达 9938 家，同比增长 46%，其中药店 3436 家，通过比增速 64%，并进入 25 家标杆医院和 36 家重点开发医院。采浆量持续稳定增长，上半年采浆 803 吨，同比增长 8.7%，预计全年采浆量 1800 吨左右。

临床必需，行业存四倍空间，“浆站资源+学术推广”决定企业中长期发展前景。血制品是一类特殊的生物制品，在临床急救、疾病预防和治疗中具有不可替代的作用。18 年国内血制品整体规模约 230 亿元，行业增速 10%左右，随着采浆量稳步提升、企业终端学术推广增强，预计国内血制品规模可达千亿级别，未来存 4 倍以上空间。“浆站资源+学术推广”决定企业中长期发展前景：1) 血制品为强监管行业，从上游采浆到中间生产环节均需要建立完善的质量控制体系，所以采/投浆能力是单吨血浆盈利水平的决定性因素；2) 可提取品种数量直接决定单吨血浆产出，品种数量越多，单吨血浆产出越高，国内华兰产品最丰富，也仅有 11 种，而国外巨头产品种类 20 种以上；3) 学术推广打开需求端天花板：国内血制品人均用量远低于发达国家，主要原因是静丙等多个品种临床认知度低；随着采/投浆稳步提升，龙头企业学术推广动力大大增加，我们预测 2-3 年内市场需求有望提速。**中长期稳定增长的血制品龙头。**公司浆站资源和销售渠道优势明显，血制品龙头地位稳固：1) 公司浆站数量 57 家，在营浆站 51 家，国内第一，且在浆站审批中具备独特优势；2) 产能方面，永安（1200 吨）、云南（1200 吨）生产基地 21-22 年陆续投产，解决产能瓶颈，提升吨浆产出，新产能投产后公司产能将达 4000 吨，国内第一；3) 采/投浆稳步提升将激发企业学术推广动力，一方面借助国药全国销售渠道，另一方面积极扩建学术推广队伍，加大学术推广力度，公司中长期稳定增长可期。

盈利预测与投资建议。采/投浆稳定增长，21-22年新产能陆续投入使用，整合后经营效率提升，中长期业绩稳定增长确定性高。预计19-21年净利润6.26/7.48/8.77亿元，同比增速22.9%/19.4%/17.3%，公司龙头地位稳固。血制品行业政策壁垒高，医保控费政策免疫性强，考虑到公司龙头地位稳固，长期稳定成长性高，给予一定估值溢价，19-20年合理估值344亿(19PE55X)/374元(20PE50X)，给予“买入”评级。

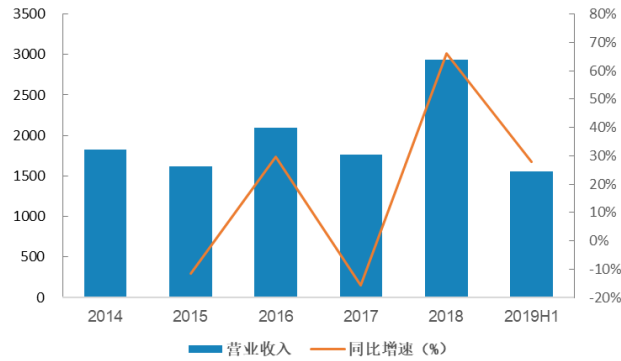
风险提示：销售低预期；新品获批进展不及预期；行业黑天鹅事件等。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2931	3495	4031	4608
(+/-%)	66.0%	19.2%	15.3%	14.3%
净利润(百万元)	509	626	748	877
(+/-%)	-56.8%	22.9%	19.4%	17.3%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.60	0.72	0.84
市盈率(PE)	59	48	40	34

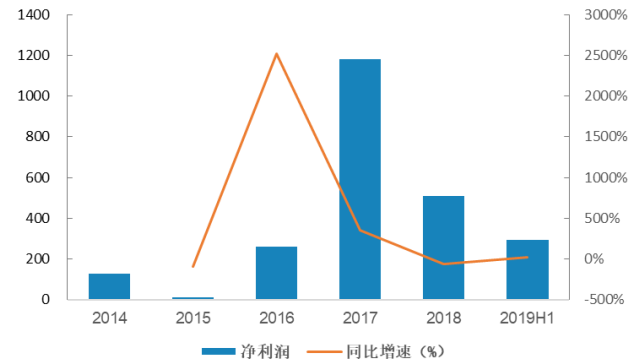
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 2014-2019H1 天坛生物营业收入 (百万元)



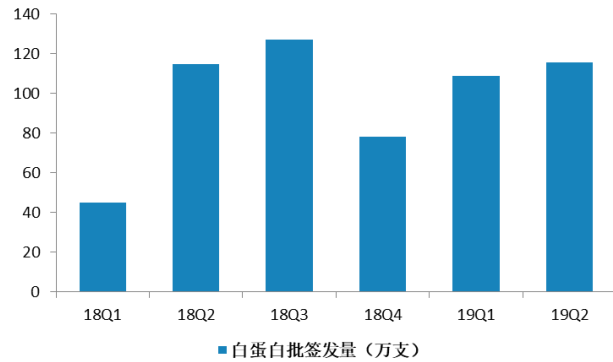
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 2: 2014-2019H1 天坛生物净利润 (百万元)



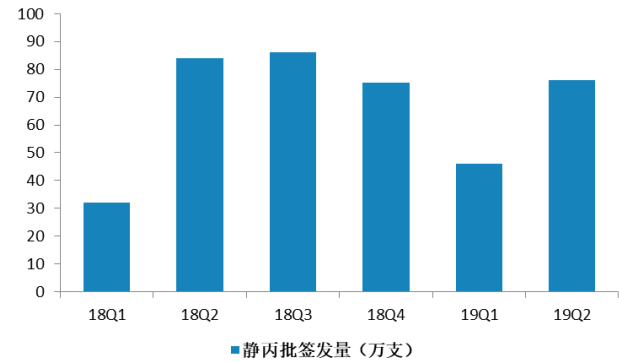
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 天坛生物白蛋白批签发量 (10g, 万支)



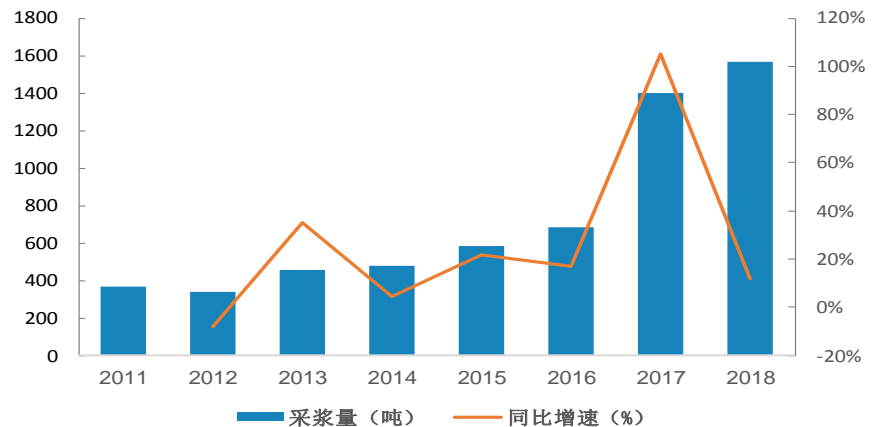
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 天坛生物静丙批签发量 (2.5g, 万支)



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 5: 2011-2018 年天坛生物采浆量变化 (吨)



资料来源: 公司年报, 太平洋证券研究院

盈利预测及估值说明

假设 1—采浆量&投浆量：预计 19-21 年采浆量增速 15%、12%、12%，不考虑新建浆站和外延并购影响，未来五年采浆量复合增速 11.8%，23 年采浆量突破 2700 吨；投浆量 19-21 年分别为 1640 吨、1835 吨、2037 吨，同比增速 13%、12%、11%；

假设 2—新品种上市：人凝血因子 VIII 处于 3 期临床，预计 21 年获批，重组 VIII 因子临床 1 期；层析法静丙国内进度最快，预计明年下半年完成临床，21 年有望获批；成都蓉生狂免已经获批生产，生产车间已获得 GMP 认证。

吨浆收入&利润：预计未来 3 年吨浆收入和利润将持续提升，19-21 年吨浆收入分别为 213 万元、219 万元、226 万元，吨浆净利润分别为 54 万元、57 万元、61 万元；永安（1200 吨）、云南（1200 吨）生产基地 21-22 年陆续投产，解决产能瓶颈，规模优势叠加品种增加，中长期吨浆产出有望持续提升；我们预计未来三年收入端复合增速超过 16%，利润端复合增速 20%左右，19-21 年净利润分别为 6.26 亿/7.48 亿/8.77 亿。考虑到行业地位和业绩中长期稳定增长，给予 19-21 年 55/50/48 倍 PE。

合理估值：合计 19-21 年合理估值 344 亿元，374 亿元，421 亿元，相比目前市值，1 年 25%空间。

图表：天坛生物业绩拆分及盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一、血制品（69.47%权益）								
收入	1,294	1,513	2,929	3,490	4,026	4,603	5,215	5,909
增速（%）		17.0%	93.6%	19.2%	15.4%	14.3%	13.3%	13.3%
净利润	501	561	721	880	1054	1241	1433	1655
贡献母公司净利润	451	505	501	611	733	862	996	1150
增速（%）		12%	-1%	22%	20%	18%	16%	16%
采浆量（吨）	683	863	1568	1803	2020	2262	2488	2737
投浆量（吨）	634	773	1450	1639	1835	2037	2241	2465
增速（%）		22%	88%	13%	12%	11%	10%	10%
吨浆收入（万元/吨）	204	196	202	213	219	226	233	240
吨浆利润（万元/吨）	79	73	50	54	57	61	64	67
二、疫苗								
收入	783	246	0	0	0	0	0	0
净利润	(144)	25	0	0	0	0	0	0
贡献母公司净利润	(138)	20	0	0	0	0	0	0
三、其他业务								
收入	19.53	6.49	2.03	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
贡献母公司净利润	8	1	1	1	1	1	1	1
四、其他科目								
营业外收支	22	8	0	0	0	0	0	0
贡献母公司净利润	16	6	0	0	0	0	0	0
财务费用	100	23	-11	-20	-20	-20	-20	-20
贡献母公司净利润	-75	-17	8	15	15	15	15	15
投资净收益	0	782	0	0	0	0	0	0
贡献母公司净利润	0	665	0	0	0	0	0	0
五、合计：								
收入	2,096	1,765	2,931	3,495	4,031	4,608	5,220	5,914
增速		-15.8%	66.0%	19.2%	15.3%	14.3%	13.3%	13.3%
净利润	303	1,246	736	896	1,070	1,257	1,449	1,671
归母净利润	262	1,180	509	626	748	877	1,011	1,165
增速		350.7%	-56.8%	22.9%	19.4%	17.3%	15.2%	15.3%
少数股东权益	41	66	226	270	323	380	438	506
EPS	0.51	1.76	0.58	0.60	0.72	0.84	0.97	1.11
目前市值对应当前 PE	114	25	59	48	40	34	30	26
合理估值				344	374	421	455	466
PE				55	50	48	45	40

资料来源:wind, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。