

拟建云南项目，远期规模可观

天坛生物 (600161)

事件

天坛生物云南生物制品产业化基地

天坛生物近日公告，公司董事会审议通过《关于公司云南生物制品产业化基地项目立项的议案》，预计总投资额达 17 亿。

简评

云南项目彰显公司对血制品行业长期信心，立志做大血制品规模

公司于今年 1 月完成重大资产重组，直接持有成都蓉生 69.47% 股权，通过蓉生持有上海血制、武汉血制、兰州血制和贵州血制 100% 股权，同时剥离疫苗业务，成为国药集团旗下血制品板块专业化平台。此次云南基地投资额达 17 亿元，规模超过成都永安基地 15 亿元投资额，预计设计产能也将超过 1200 吨，此前公司五处血制品基地合计产能约在 2000 吨血浆左右，加上在建的永安基地 1200 吨，云南基地建成后，公司将拥有 4000-5000 吨的血浆处理能力，赶上国际一线血制品公司规模。

通过云南项目与当地合作，为获建当地浆站资源开路

浆站是血制品行业发展的最大瓶颈，公司目前在营单采血浆站 48 个，分布在 13 个省份，其中在云南获批 2 家，根据公司重组计划书中上海血制的经营规划，公司计划于 2018 至 2022 年在云南省陆续投资并先行新建合计 10 家单采血浆站，此次云南项目落地将极大有利于公司在云南获取更多浆站资源。

预测和比率

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万)	1,765.2	2,680.7	3,204.6	3,885.0
营业收入增长率	-15.8%	51.9%	19.5%	21.2%
净利润 (百万)	1,179.9	531.3	652.3	802.4
净利润增长率	350.7%	-55.0%	22.8%	23.0%
ROE	38.8%	14.6%	16.0%	17.0%
EPS (元)	1.35	0.61	0.75	0.92
P/E	16.1	35.8	29.1	23.7
P/B	6.2	5.2	4.7	4.0
EV/EBITDA	11.9	17.5	14.8	11.8

维持
增持
贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号: S1440517050001

研究助理: 程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号: S1440518110002

发布日期: 2018 年 11 月 22 日

当前股价: 21.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.7/4.78	23.5/26.51	-16.85/6.65
12 月最高/最低价 (元)			37.8/16.8
总股本 (万股)			87,113.9
流通 A 股 (万股)			87,113.9
总市值 (亿元)			190.0
流通市值 (亿元)			190.0
近 3 月日均成交量 (万)			496.13
主要股东			
中国生物技术股份有限公司			49.96%

股价表现



相关研究报告

18.10.30 天坛生物(600161):整合提效显著,业绩加速增长

公司经营稳健，三大所整合持续超预期

公司业绩今年以来呈现逐季加速增长态势，主要来自于重组后的三大所整合提效。根据我们调研的情况，三大所单站采浆量今年以来平均增长 20%，产能利用率明显提升使得固定资产折旧摊销减少，同时重组后集团内技术交流更加充分，三大所血制品产率也有明显提升。另一方面，销售端公司以蓉生原有销售团队为主体对三大所及贵州血制进行整合，同时给予合适的激励政策，统一管理带来销售效率提升明显。公司前三季度采浆量保持 10%以上的稳定增长，远高于行业平均水平，同时今年新获批浆站 4 家，占全部新获批浆站数的 50%，公司作为国内规模最大的血制品企业优势将更加明显。

盈利预测及投资评级

公司作为国内血制品龙头企业，在行业有望稳步复苏的背景下，业绩有望持续保持稳健增长。我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 5.31、6.52 和 8.02 亿元，同比增速分别为-55%、22.8%和 23%，对应每股 EPS 为 0.61、0.75 和 0.92 元/股，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 35.8、29.1 和 23.7 倍，我们维持增持评级。

风险提示

白蛋白进口加大致价格进一步下滑；

静丙市场推广不达预期致渠道库存上升、价格下滑；

公司新产品研发和上市进度低于预期；

永安基地及云南项目投产进度低于市场预期。

表 1：2017-2018 年分季度单季主要财务指标

	20170331	20170630	20170930	20171231	20180331	20180630	20180930
营业收入	522.87	421.30	353.94	467.06	553.66	666.63	836.30
营业成本	240.23	165.87	160.83	211.04	285.07	336.59	442.11
营业税金及附加	7.47	7.95	2.90	7.95	5.51	8.46	7.72
销售费用	32.20	25.16	23.08	25.22	14.50	54.09	45.92
管理费用	72.15	65.97	41.26	73.25	52.64	50.97	47.49
财务费用	23.62	10.60	3.00	-14.65	5.11	-7.49	-2.74
资产减值损失	3.00	15.41	-1.29	-0.21	0.01	-0.06	0.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	782.41	0.00	0.00	0.00	0.00	0.18
对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.20	912.74	124.18	173.99	191.05	224.62	274.04
营业外收入	3.82	0.75	5.23	-0.65	3.96	0.21	0.07
营业外支出	0.40	0.07	0.11	0.57	0.28	0.27	1.17
非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额	147.62	913.42	129.29	172.76	194.72	224.57	272.94
所得税	27.30	50.71	17.19	21.87	34.75	41.18	48.10
净利润	120.32	862.71	112.11	150.89	159.98	183.39	224.84
归属于母公司所有者的净利润	99.58	845.63	100.53	134.20	110.14	130.14	156.32
少数股东损益	20.74	17.08	11.57	16.70	49.84	53.25	68.52
每股收益 (元/股)	0.19	1.26	0.15	0.20	0.16	0.15	0.18
收入增长率 (%)	45.17	-24.11	-24.94	-37.86	0.35	38.62	44.65
毛利率 (%)	54.06	60.63	54.56	54.81	48.51	49.51	47.14
营业税率 (%)	1.43	1.89	0.82	1.70	0.99	1.27	0.92
销售费用率 (%)	6.16	5.97	6.52	5.40	2.62	8.11	5.49
管理费用率 (%)	13.80	15.66	11.66	15.68	9.51	7.65	5.68
财务费用率 (%)	4.52	2.52	0.85	-3.14	0.92	-1.12	-0.33
期间费用率 (%)	24.47	24.15	19.02	17.95	13.05	14.64	10.84
所得税率 (%)	18.49	5.55	13.29	12.66	17.84	18.34	17.62
净利率 (%)	19.04	200.72	28.40	28.73	19.89	19.52	18.69
净利润增长率 (%)	861.03	753.23	13.84	79.42	66.03	-78.81	29.53

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

表 2：2017-2018 年分季度累计主要财务指标

	1Q2017	1-2Q2017	1-3Q2017	2017	1Q2018	1-2Q2018	1-3Q2018
营业收入	522.87	944.17	1298.11	1765.17	553.66	1220.29	2056.59
营业成本	240.23	406.10	566.93	777.97	285.07	621.67	1063.78
营业税金及附加	7.47	15.42	18.31	26.26	5.51	13.96	21.68
销售费用	32.20	57.36	80.44	105.66	14.50	68.59	114.51

请参阅最后一页的重要声明

管理费用	72.15	138.12	179.38	252.63	52.64	103.61	123.05
财务费用	23.62	34.23	37.22	22.57	5.11	-2.38	-5.12
资产减值损失	3.00	18.41	17.12	16.90	0.01	-0.05	0.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	782.41	782.41	782.41	0.00	0.00	0.18
对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.20	1056.95	1181.12	1355.11	191.05	415.67	689.71
营业外收入	3.82	4.56	9.80	9.14	3.96	4.17	4.25
营业外支出	0.40	0.47	0.58	1.15	0.28	0.55	1.73
非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额	147.62	1061.04	1190.34	1363.10	194.72	419.29	692.23
所得税	27.30	78.01	95.20	117.07	34.75	75.92	124.02
净利润	120.32	983.03	1095.14	1246.03	159.98	343.36	568.20
归属于母公司所有者的净利润	99.58	945.21	1045.75	1179.94	110.14	240.27	396.60
少数股东损益	20.74	37.82	49.39	66.09	49.84	103.09	171.61
每股收益(元/股)	0.19	1.41	1.56	1.76	0.16	0.28	0.46
收入增长率(%)	45.17	3.15	-6.40	-17.45	0.35	18.17	27.68
毛利率(%)	54.06	56.99	56.33	55.93	48.51	49.06	49.49
营业税率(%)	1.43	1.63	1.41	1.49	0.99	1.14	1.05
销售费用率(%)	6.16	6.07	6.20	5.99	2.62	5.62	5.54
管理费用率(%)	13.80	14.63	13.82	14.31	9.51	8.49	7.78
财务费用率(%)	4.52	3.63	2.87	1.28	0.92	-0.19	-0.78
期间费用率(%)	24.47	24.33	22.88	21.58	13.05	13.92	12.53
所得税率(%)	18.49	7.35	8.00	8.59	17.84	18.11	17.92
净利率(%)	19.04	100.11	80.56	66.85	19.89	19.69	19.28
净利润增长率(%)	861.03	765.11	416.30	320.66	66.03	-64.30	-49.96
货币资金	619.64	1668.14	1656.66	1760.56	1001.81	1050.33	1164.35
应收账款	294.84	30.21	27.02	0.03	16.64	14.01	16.56
应收账款周转天数	43.73	23.20	24.99	21.75	1.35	1.04	1.09
应收票据	38.24	12.22	86.39	215.04	406.08	342.52	407.16
存货	1059.33	825.58	878.52	899.81	1684.62	1744.10	1739.57
存货周转天数	385.77	404.59	447.32	439.56	407.98	382.73	334.95
固定资产	2422.86	428.89	440.17	438.00	900.02	885.19	0.00
在建工程	941.98	2.33	5.95	8.24	21.07	30.97	51.89
商誉	0.00	93.99	93.99	93.99	95.55	95.53	95.53
经营性现金净流量	19.40	90.64	107.50	218.39	-47.62	333.63	587.08

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

指标分析

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
业绩表现					
收入增长率	29.5%	-15.8%	51.9%	19.5%	21.2%
净利增长率	2523.8%	350.7%	-55.0%	22.8%	23.0%
EBITDA 增长率	34.3%	124.0%	-35.7%	18.6%	20.2%
EBIT 增长率	54.2%	202.6%	-43.0%	22.5%	23.7%
营业利润率	95.9%	280.5%	-39.8%	23.2%	23.6%
EBITDA Margin (%)	31.3%	83.3%	35.2%	35.0%	34.7%
ROE	11.9%	38.8%	14.6%	16.0%	17.0%
ROIC	9.7%	32.4%	46.8%	77.2%	65.4%
ROIC - WACC	0.9	3.1	4.5	7.4	6.3
价值评估					
P / E	72.6	16.1	35.8	29.1	23.7
EV / 收入	6.2	9.9	6.2	5.2	4.1
EV / EBITDA	19.7	11.9	17.5	14.8	11.8
EV / EBIT	28.6	12.8	21.2	17.3	13.4
EV / NOPLAT	35.6	13.9	23.1	19.0	14.7
EV / IC	3.3	11.5	14.6	10.0	9.9
P / B	8.7	6.2	5.2	4.7	4.0
Dividend Yield (%)	0.8%	0.7%	0.7%	1.1%	0.9%
每股指标					
报表 EPS	0.30	1.35	0.61	0.75	0.92
经常性 EPS	2.52	3.49	4.17	4.68	5.41
每股红利	72.6	16.1	35.8	29.1	23.7
每股经营现金流	8.7	6.2	5.2	4.7	4.0
每股净资产	9.1	10.8	7.1	5.9	4.9
流动性					
净负债 / 权益	136.9%	15.1%	55.4%	13.1%	43.3%
总负债 / 总资产	57.8%	13.1%	35.6%	11.6%	30.2%
流动比率	1.68	10.57	2.68	9.88	3.31
速动比率	0.84	7.29	1.65	6.89	2.05

报表预测

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	1,765.2	2,680.7	51.9%	3,204.6	19.5%	3,885.0	21.2%
营业成本	778.0	1,388.6	78.5%	1,634.3	17.7%	1,961.9	20.0%
营业税金及附加	26.3	28.1	7.2%	33.6	19.5%	40.8	21.2%
营业费用	105.7	155.5	47.2%	192.3	23.7%	233.1	21.2%
管理费用	252.6	308.3	22.0%	368.5	19.5%	446.8	21.2%
财务费用	22.6	-34.9	-254.7%	-48.7	39.6%	-58.8	20.7%
资产减值损失	16.9	20.0	18.3%	20.0	0.0%	20.0	0.0%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	782.4	-	-100.0%	-	-	-	-
营业利润	1,355.1	815.1	-39.8%	1,004.5	23.2%	1,241.2	23.6%
营业外收入	9.1	19.8	116.4%	18.0	-9.1%	15.6	-13.0%
营业外支出	1.1	4.6	297.7%	3.1	-32.7%	2.9	-4.7%
利润总额	1,363.1	830.3	-39.1%	1,019.4	22.8%	1,253.9	23.0%
所得税	117.1	71.3	-39.1%	87.6	22.8%	107.7	23.0%
净利润	1,246.0	759.0	-39.1%	931.9	22.8%	1,146.2	23.0%
少数股东损益	66.1	227.7	244.5%	279.6	22.8%	343.9	23.0%
归属母公司净利润	1,179.9	531.3	-55.0%	652.3	22.8%	802.4	23.0%
EBITDA	1,470.6	944.9	-35.7%	1,120.5	18.6%	1,347.1	20.2%
EPS（摊薄）	1.35	0.61	-55.0%	0.75	22.8%	0.92	23.0%
资产负债表（百万元）							
流动资产	2,900.4	5,551.2	91.4%	4,859.9	-12.5%	7,864.3	61.8%
现金	1,760.6	2,814.6	59.9%	3,013.0	7.0%	4,023.3	33.5%
应收账款	3.2	543.8	17125.5%	56.2	-89.7%	646.6	1051.0%
其它应收款	215.0	28.7	-86.7%	287.2	900.7%	153.6	-46.5%
预付账款	13.8	26.1	89.7%	22.5	-13.9%	39.9	77.3%
存货	899.8	2,127.6	136.5%	1,471.3	-30.8%	2,991.6	103.3%
其他	8.0	10.4	29.2%	9.8	-5.5%	9.4	-4.1%
非流动资产	765.4	665.6	-13.0%	492.8	-26.0%	309.7	-37.1%
长期投资	-	-	-	-	-	-	-
固定资产	438.0	281.3	-35.8%	124.7	-55.7%	-32.0	-125.7%
无形资产	125.1	117.0	-6.4%	108.9	-6.9%	100.9	-7.4%
其他	202.3	267.3	32.1%	259.2	-3.0%	240.9	-7.1%
资产总计	3,665.7	6,216.8	69.6%	5,352.7	-13.9%	8,174.1	52.7%
流动负债	274.3	2,070.6	654.8%	491.7	-76.3%	2,374.9	383.0%
短期借款	-	-	-	-	-	-	-
应付账款	21.2	119.1	461.6%	42.8	-64.1%	150.5	251.7%
其他	253.1	1,951.5	671.0%	448.9	-77.0%	2,224.4	395.5%
非流动负债	207.1	145.1	-29.9%	129.1	-11.1%	93.8	-27.3%

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
长期借款	200.0	-	-100.0%	-		-	
其他	7.1	145.1	1934.3%	129.1	-11.1%	93.8	-27.3%
负债合计	481.5	2,215.7	360.2%	620.8	-72.0%	2,468.7	297.7%
少数股东权益	144.3	372.0	157.8%	651.5	75.2%	995.4	52.8%
归属母公司股东权益	3,184.3	4,001.1	25.7%	4,731.9	18.3%	5,705.4	20.6%
负债和股东权益	3,665.7	6,216.8	69.6%	5,352.7	-13.9%	8,174.1	52.7%
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	218.4	1,041.3	376.8%	372.2	-64.3%	1,149.9	209.0%
净利润	1,246.0	531.3	-57.4%	652.3	22.8%	802.4	23.0%
折旧摊销	103.3	164.7	59.5%	164.7	0.0%	164.7	0.0%
财务费用	41.7	-34.9	-183.6%	-48.7	39.6%	-58.8	20.7%
投资损失	-782.4	-	-100.0%	-		-	
营运资金变动	-558.5	152.4	-127.3%	-675.7	-543.2%	-102.2	-84.9%
其它	168.3	227.7	35.3%	279.6	22.8%	343.9	23.0%
投资活动现金流	1,517.1	18.7	-98.8%	-3.1	-116.7%	-4.1	33.3%
资本支出	-28.0	18.7	-166.7%	-3.1	-116.7%	-4.1	33.3%
长期投资	-94.0	-	-100.0%	-		-	
其他	1,639.1	-	-100.0%	-		-	
筹资活动现金流	-582.0	-6.0	-99.0%	-170.7	2762.0%	-135.5	-20.6%
短期借款	-270.0	-	-100.0%	-		-	
长期借款	-1,712.3	-200.0	-88.3%	-	-100.0%	-	
其他	1,400.3	194.0	-86.1%	-170.7	-188.0%	-135.5	-20.6%
现金净增加额	1,153.5	1,054.0	-8.6%	198.4	-81.2%	1,010.3	409.2%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理

程培 021-68821605 chengpei@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859