太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-30

公司点评报告

买入/维持

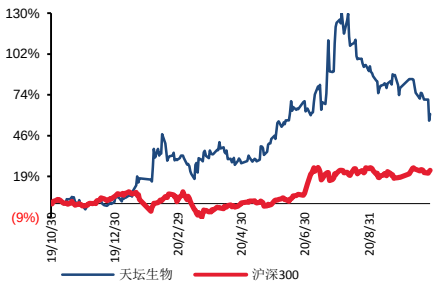
天坛生物(600161)

目标价：45

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

业绩符合预期，拟增资成都蓉生到持股比例不超过 74.1%

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,254/1,254
总市值/流通(百万元)	44,934/44,934
12 个月最高/最低(元)	51.07/25.65

相关研究报告：

天坛生物（600161）《受疫情影响终端需求未完全恢复，收入同比略有下降，长期成长逻辑不改》--2020/08/09

天坛生物(600161)《业绩符合预期，持续稳健增长》--2019/10/28

天坛生物(600161)《整合效果突出，业绩快速增长》--2019/08/25

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

事件 1：公司公布 2020 年 3 季报，2020 年前 3 季度实现收入 26.35 亿元（+4.62%），实现归母净利润 4.96 亿元（+6.42%），扣非归母净利润 4.84 亿元（+3.75%），经营性现金流净额 8.1 亿元（+16.1%）。

事件 2:公司拟非公开发行 A 股股票，总额不超过 33.4 亿元，拟非公开发行 A 股股票，募集资金不超过 33.40 亿元，投资于成都蓉生重组凝血八因子车间、云南血制品基地和兰州血制品基地，以及重组凝血八因子、层析静丙、人纤维蛋白原等临床项目。

事件 3:公司拟使用本次发行部分募集资金对成都蓉生进行增资，增资完成持股比例不超过 74.1%

具体点评：

业绩符合预期。Q3 单季度实现销售收入 10.8 亿元（+13%），实现归母净利润 2.13 亿元（+23%），Q1、Q2 收入增速为-6.72%、7.36%，归母净利润增速为-6.37%、0.28%。Q3 较之 Q2 改善明显，基于疫情影响减退，医院终端恢复，预计 Q4 终端需求恢复情况与 Q3 相当。毛利率 48.3%，较之去年同期下降 0.9pct，毛利率有所下降，预计是血浆加入核酸检测后成本有所增加，销售费用率 6.9%，基本与 2019 年同期持平，增加 0.2pct，预计公司静丙推广工作持续进行。

云南血制+兰州血制的新产能投入，也彰显了公司对未来加大血源拓展，持续获得浆源的信心。

拟非公开发行 A 股股票，募集资金不超过 33.40 亿元，投资于成都蓉生重组凝血八因子车间、云南血制品基地和兰州血制品基地，以及重组凝血八因子、层析静丙、人纤维蛋白原。其中，兰州血制品基地为新增项目，设计产能投浆量 1200 吨/年，云南血制+兰州血制+成都永安血制品达到 3600 吨投浆产能，再加上武汉所和贵州中泰已有产能 800-1000 吨，我们测算，新基地建成后，公司总产能有望达到 4400-4600 吨产能。云南血制+兰州血制的新产能投入，提高了产能供给保障能力，同时也彰显了公司未来对加大血源拓展，持续获得浆源的信心。

预计重磅品种重组凝血八因子、层析静丙、人纤维蛋白原将于 2023 年内获批上市。根据公告，目前重组凝血八因子、层析静丙、人纤维蛋白原处于临床三期。国内目前尚无重组凝血八因子上市，凝血八因子存在供需缺口，目前，国内尚无重组凝血因子类产品上市。层析法静丙（10%）较之前收率能提高 30%左右，且产品稳定性和安全性更高，生产周期更短。且层析法静丙有望在终端推广时，形成差异化竞

争，获得更高的品牌优势，减少搭便车情况，以及获得更好的定价优势。此次，募投资金有望加快以上品种临床推动，实现快速上市。

拟使用募集资金对增资成都蓉生，增资后持股比例不超过 74.01%，目前持股比例为 69.47%，持股比例提升后有利于提升公司盈利能力。本次增资完成后公司对成都蓉生的持股比例不超过 74.10%，武汉所持股比例不低于 10.73%、上海所持股比例不低于 9.56%、兰州所持股比例不低于 5.62%。

三、投资建议

短期看，预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势。中期看，成都蓉生永安项目工程顺利推进，成都蓉生本部产能将如期释放，叠加新产品线，业绩有望大幅提升。随着投浆规模进一步扩大，三大血制和贵州中泰浆量提升和产能利用率提升，吨浆利润率提升；预计 2021 年永安血制投产后，产能释放以及新产品的投产 （VIII 因子+层析静丙），业绩有望大幅提升。从中长期看，血制品企业核心竞争力在于血浆资源拓展能力。公司具备持续获批浆站能力，采浆量增长稳定，云南血制+兰州血制的新产能投入，一方面提高了产能供给保障能力，另一方面也彰显了公司未来对加大血源拓展，持续获得浆源的信心,增长确定性强，成长空间足。不考虑增发的影响，我们预计 2020-2022 年净利润为 6.75\8.42\12.24 亿元，对应的 2020-2022 年 PE 分别为 67、53 和 37 倍，继续给予“推荐”评级。

风险提示：新产能释放不及预期风险；研发不及预期风险；安全性生产风险，增发失败风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3282	3500	4100	5080
(+/-%)	11.98	6.64	17.14	23.90
净利润(百万元)	611	675	842	1224
(+/-%)	19.94	10.45	24.75	45.41
摊薄每股收益(元)	0.49	0.54	0.67	0.98
市盈率(PE)	57.35	66.57	53.36	36.70

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

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1250	1413	3431	2109	-412
应收和预付款项	457	659	167	190	222
存货	1709	1949	31	36	40
其他流动资产	24	24	73	82	92
流动资产合计	3433	4046	3647	2357	-123
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	864	820	1352	2648	5007
在建工程	123	740	1666	3055	5139
无形资产	287	293	274	255	236
长期待摊费用	15	24	24	24	24
其他非流动资产	143	52	52	52	52
资产总计	5067	6314	7335	8714	10658
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	163	205	199	235	270
长期借款	231	401	451	501	551
其他长期负债	7	85	85	85	85
负债合计	720	1137	1186	1353	1535
股本	871	1045	1045	1045	1045
资本公积	275	275	275	275	275
留存收益	1978	2370	2944	3660	4701
归母公司股东权益	3371	3939	4614	5456	6680
少数股东权益	782	975	1238	1535	1905
股东权益合计	4347	5177	6149	7361	9124
负债和股东权益	5067	6314	7335	8714	10658

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	678	642	3621	1694	2578
投资性现金流	-318	-566	-1640	-3051	-5133
融资性现金流	-1031	87	37	36	34
现金增加额	-671	164	2018	-1322	-2521

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2931	3282	3500	4100	5080
营业成本	1548	1646	1729	2000	2245
营业税金及附加	33	34	40	46	57
销售费用	199	231	245	274	333
管理费用	195	229	221	246	254
财务费用	-11	-22	6	-3	5
资产减值损失	1	1	0	0	0
投资收益	0	0	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	868	1047	1141	1421	2066
其他非经营损益	0	-4	2	2	2
利润总额	868	1043	1143	1423	2068
所得税	132	149	171	211	306
净利润	736	894	972	1212	1762
少数股东损益	226	283	297	370	538
归母股东净利润	509	611	675	842	1224

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	47.18%	49.85%	50.61%	51.21%	55.80%
销售净利率	25.11%	27.25%	27.76%	29.56%	34.69%
销售收入增长率	18.03%	11.97%	6.65%	17.14%	23.90%
EBIT 增长率	7.72%	20.31%	11.47%	23.78%	46.34%
净利润增长率	-56.57%	19.94%	10.45%	24.75%	45.41%
ROE	15.11%	15.51%	14.63%	15.43%	18.33%
ROA	10.05%	9.68%	9.20%	9.66%	11.49%
ROIC	22.20%	21.04%	30.57%	20.89%	17.44%
EPS(X)	0.41	0.49	0.54	0.67	0.98
PE(X)	52.32	57.35	66.57	53.36	36.70
PB(X)	7.91	8.90	9.74	8.24	6.73
PS(X)	6.32	8.90	10.70	9.13	7.37
EV/EBITDA(X)	17.79	24.36	25.22	19.91	13.82

资料来源：WIND，太平洋证券

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。