

生物制品

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.50元

当前股价: 16.00元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2439.46
总股本(百万)	515
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	78
EPS	0.45
每股净资产(元)	2.50
资产负债率	55.14%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天坛生物	7.38	-11.71	-11.41
医药生物	7.37	-6.85	-14.40
沪深300指数	5.38	5.52	-3.33



相关报告

天坛生物-甲流收入未确认致10年业绩低预期, 公司长期战略价值依旧 2011-03-15

天坛生物

600161

中性

血液制品快速增长, 疫苗不尽如人意, 蜕变还需时间

公司公布2011年年报, 实现收入13.94亿, 同比增15.98%; 实现净利2.33亿, 同比增33.4%, EPS0.45元, 拟10派1元, 符合预期。

投资要点:

➢ **血液制品快速增长和收到甲流款带来净利润快速增长。**公司实现收入13.94亿, 同比增15.98%; 营业利润3.32亿, 同比增32.17%; 利润总额3.42亿, 同比增26.5%; 归属于母公司净利2.33亿, 同比增33.4%, EPS0.45元。

1、11年血液制品量价齐升, 预计还将保持良好的势头:成都蓉生11年实现收入6.52亿, 同比增35.9%, 实现净利润1.99亿, 同比增46.7%。预计投浆量增长约10%, 价格随全行业上涨而有所上涨, 带来收入和净利润快速上涨。公司目前共16个浆站, 其中渠县和安岳为新建浆站, 预计投浆量未来还将持续稳定增长。

2、疫苗事业收到甲流款项带来综合毛利率上升, 疫苗整体情况稍有压力:疫苗实现收入7.28亿, 同比增2.44%; 毛利率64.71%, 同比增6.07%。

长春祈健收入增速较快, 销售费用较高, 净利增速低于收入增速:长春祈健实现收入2.41亿, 同比增33.6%; 净利润7900万, 同比增11.7%, 水痘疫苗竞争较激烈, 销售费用较高导致净利润增速慢于收入。

总部疫苗收入有所下降, 好转需待亦庄基地的建成:拆分疫苗整体收入和祈健收入, 预计母公司疫苗收入约4.87亿, 同比下降8.17%, 若扣除甲流, 下降更多。麻腮风系列受益于进口产品批签发受影响, 11年增长情况较好; 预计乙肝等其他一类苗品种销售有所下降。一类苗价格压力较大, 需要靠量拉动增长, 需待亦庄基地建成及WHO预认证后, 将有较好转变。

➢ **公司的蜕变尚需等待新基地的建成:**亦庄基地正在加紧建设, 未来新基地将申请WHO预认证, 实现出口将对量有较大提升。同时麻腮风等优势品种量将有所提升。

➢ **中生集团正在H股上市途中, 未来和天坛的整合或许带来投资机会。**

➢ **投资建议:**公司血液制品发展势头良好, 鉴于疫苗情况好转还需一些时间, 我们预计12-14年EPS分别为0.46、0.5、0.59元, 维持中性评级。

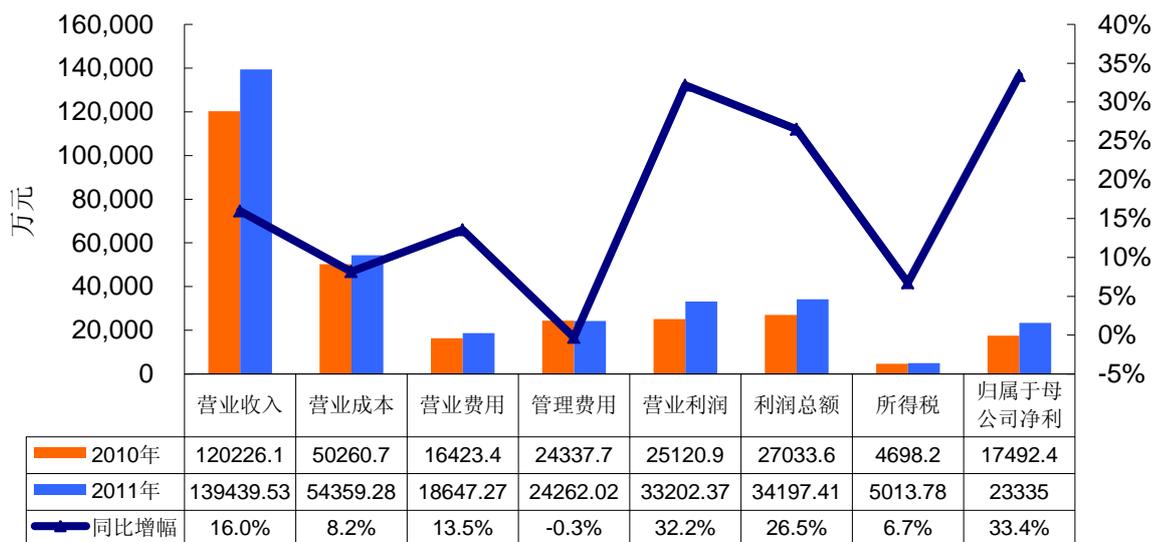
风险提示:亦庄新基地建设进入尚有不不确定性; 中生集团H股上市时间尚有不不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1394	1552	1715	2007
收入同比(%)	16%	11%	10%	17%
归属母公司净利润	233	238	258	305
净利润同比(%)	33%	2%	9%	18%
毛利率(%)	61.0%	57.4%	57.6%	57.3%
ROE(%)	18.1%	15.6%	14.5%	14.6%
每股收益(元)	0.45	0.46	0.50	0.59
P/E	35.34	34.71	31.93	27.07
P/B	6.40	5.40	4.62	3.95
EV/EBITDA	20	17	14	11

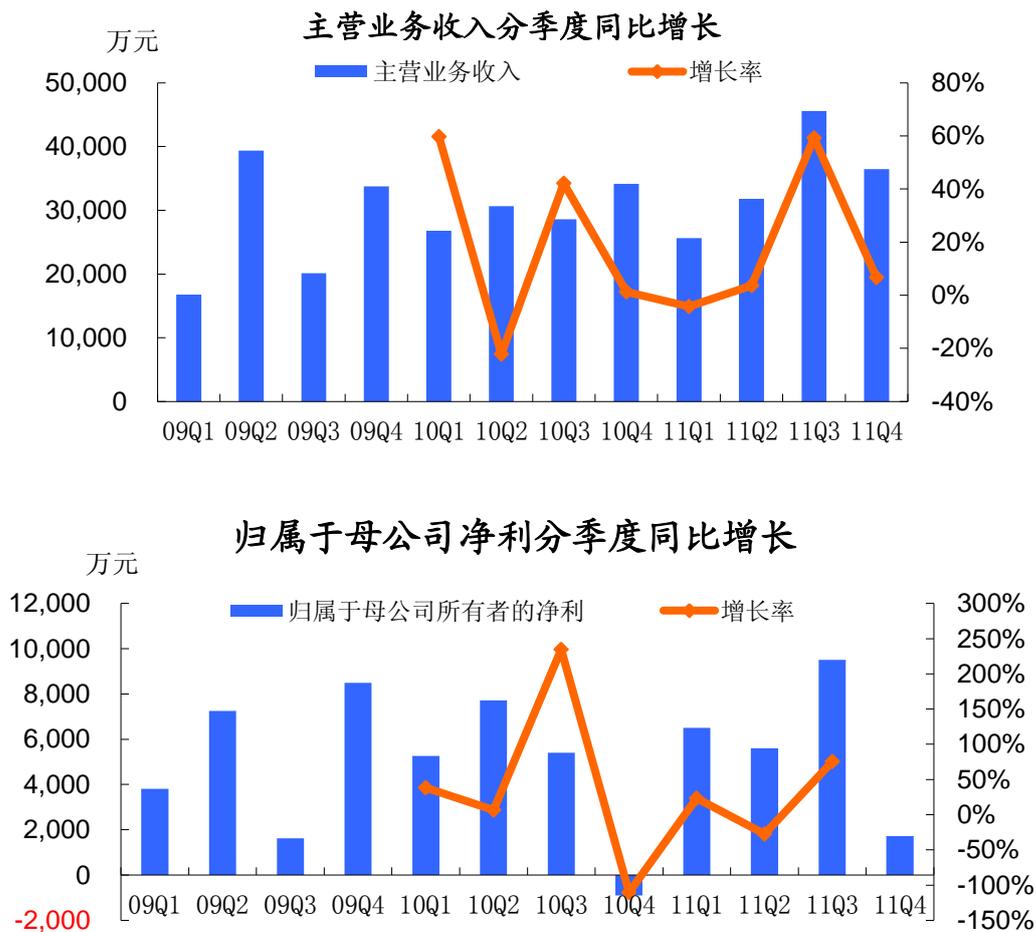
资料来源: 中投证券研究所

图 1: 天坛生物 11 年主要盈利性指标变化



资料来源：天坛生物年报、中投证券研究所

图 2: 天坛生物分季度数据



资料来源：天坛生物历年报表、中投证券研究所

表 1: 天坛生物的季度盈利性数据

财务指标(万)	10年1Q	10年2Q	10年3Q	10年4Q	11年1Q	11年2Q	11年3Q	11年4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	26084	31361	28617	34164	25644	31779	45579	36437	-20.1%	6.7%
营业成本	10683	12776	12196	14606	9652	12249	18293	14165	-22.6%	-3.0%
营业费用	1729	3767	3200	7727	1013	2426	4501	10707	137.9%	38.6%
管理费用	3465	4709	5031	11133	4150	6496	7306	6310	-13.6%	-43.3%
财务费用	327	647	520	653	610	1160	1273	1629	28.0%	149.5%
营业利润	9534	8511	7178	-102	9788	8531	12947	1937	N/A	N/A
利润总额	9565	8650	7123	1695	10051	8548	13028	2570	-80.3%	51.6%
所得税	1454	676	988	1580	1585	904	1870	655	-65.0%	-58.5%
归属于母公司净利润	7190	5790	5408	-896	6508	5599	9500	1728	N/A	N/A
EPS	0.14	0.11	0.10	-0.02	0.13	0.11	0.18	0.03	N/A	N/A
毛利率	59.0%	59.3%	57.4%	57.2%	62.4%	61.5%	59.9%	61.1%	1.3%	3.9%
营业费用率	6.6%	12.0%	11.2%	22.6%	4.0%	7.6%	9.9%	29.4%	19.5%	6.8%
管理费用率	13.3%	15.0%	17.6%	32.6%	16.2%	20.4%	16.0%	17.3%	1.3%	-15.3%
营业利润率	36.6%	27.1%	25.1%	-0.3%	38.2%	26.8%	28.4%	5.3%	-23.1%	5.6%
实际所得税率	15.2%	7.8%	13.9%	93.2%	15.8%	10.6%	14.4%	25.5%	11.1%	-67.7%

资料来源: 天坛生物历年报表、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名; 2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师; 团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号(证券行业唯一一个);

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;
余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 2 年证券行业从业经验, 负责中药研究;
余文心, 医药行业分析师, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;
江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;
王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434