证券研究报告—动态报告

医药保健

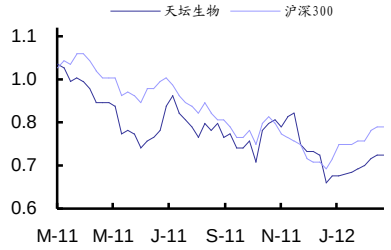
制药与生物

天坛生物（600161） 中性

2011 年年报点评 （维持评级）

2012 年 03 月 13 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	515/488
总市值/流通（百万元）	8,474/8,027
上证综指/深圳成指	2,435/10,301
12 个月最高/最低元）	23.09/13.80

相关研究报告:

《天坛生物 09 年报点评：期待改善与整合》——2010-03-19

《天坛生物：流感疫苗概况及对上市公司业绩影响》——2009-09-16

《天坛生物中报点评：突遇计划疫苗政策性调价风险》——2009-08-18

《天坛生物深度报告：期待 09-12 年大发展》——2009-03-10

《天坛生物：大股东增持和调研简评》——2008-10-10

证券分析师：贺平鸽
电话：0755-82133396
E-MAIL： hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

证券分析师：丁丹
电话：0755-82139908
E-MAIL： dingdan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120006

联系人：刘勍
电话：0755-82133400
E-MAIL： liuqing2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

未来两年业绩趋弱

- **2011 年报业绩符合预期**

2011 年天坛生物收入 13.94 亿，同比增长 16%；营业利润 3.32 亿，同比增长 32%；归母净利润 2.33 亿亿元，同比增长 33%。EPS0.45 元，符合预期。母公司剔除甲流疫苗尾款贡献实际亏损，增长主要来自血液制品和水痘疫苗。

- **血液制品子公司成都蓉生业绩大幅增长，未来增速可能放缓**

天坛生物控股 90%的子公司成都蓉生实现营业收入 6.51 亿增 38%，净利润 1.99 亿增 41%，归母净利润为 1.79 亿，贡献 EPS0.35 元。公司的血制品整合至蓉生后，毛利率和净利率逐年提高。为筹备中生集团上市，估计 11 年业绩释放较为充分：血制品批签发量较 2010 年有较大幅度提高，库存血浆已降至低位。受血浆原料瓶颈制约，预计今明年蓉生投浆量难有大幅提高，业绩将平稳趋缓。

- **水痘疫苗竞争激烈，长春祈健增势减弱**

控股 51%的疫苗子公司祈健实现收入 2.4 亿元增 33%，净利润 0.79 亿增 13%，归母净利润 0.40 亿，贡献 EPS0.078 元。水痘疫苗市场近年竞争渐趋激烈，公司收入虽有增长但净利润率因竞争激烈而逐年降低（从最高 55%降至 33%），未来这一趋势将延续，在没有水痘疫情发生的情况下，祈健面临增长瓶颈。

- **天坛生物母公司因一类苗价格过低而盈利微弱，未来 2 年面临新基地大投入和搬迁、成本上升压力**

天坛生物母公司 11 年实现收入 5.1 亿（其中包含甲流疫苗 477 万支的收入，若按 20 元价格支付，则收入约 9500 万元，贡献净利润约 5600 万元），母公司财务费用和资产减值大幅提高，净利润仅 0.14 亿，若剔除甲流疫苗的贡献则母公司亏损。未来两年，天坛母公司亦庄基地建设持续投入（规划投入 24 亿元，2013 年下半年搬迁），财务费用、资产报废、折旧等费用预计增加；加上一类疫苗价格 09 年大幅下调后偏低导致盈利能力趋弱。总体判断天坛母公司未来 2 年面临成本高企，收入难有增长的局面。

- **维持对公司的“中性”评级**

综上，我们认为公司未来两年业绩提升的空间较小，预计 12-14 年公司 EPS 分别为 0.38/0.39/0.40 元，维持对公司的“中性”评级。提示：控股股东中生集团年内香港上市、以及血液制品“倍增计划”的政策利好可能带来事件性机会。

盈利预测和财务指标

	2010	2011	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,202	1,394	1,371	1,399	1,414
(+/-%)	9.3%	16.0%	-1.7%	2.0%	1.1%
净利润(百万元)	175	233	196	201	207
(+/-%)	-17.4%	33.4%	-15.9%	2.3%	3.2%
摊薄每股收益（元）	0.34	0.45	0.38	0.39	0.40
EBITMargin	0.2%	0.3%	27.1%	26.7%	27.2%
净资产收益率（ROE）	%	18.1%	14.1%	13.5%	13.0%
市盈率（PE）	55.8	47.4	42.0	41.1	39.8
EV/EBITDA		37.4	23.3	21.6	20.0
市净率（PB）	14.78	7.86	5.95	5.55	5.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利增长 38.6%，EPS0.45 元符合预期

2011 年天坛生物主营收入 13.94 亿，同比增长 16%；营业利润 3.32 亿，同比增长 32%；归母净利润 2.33 亿亿元，同比增长 33%。EPS0.45 元，符合我们的预期。

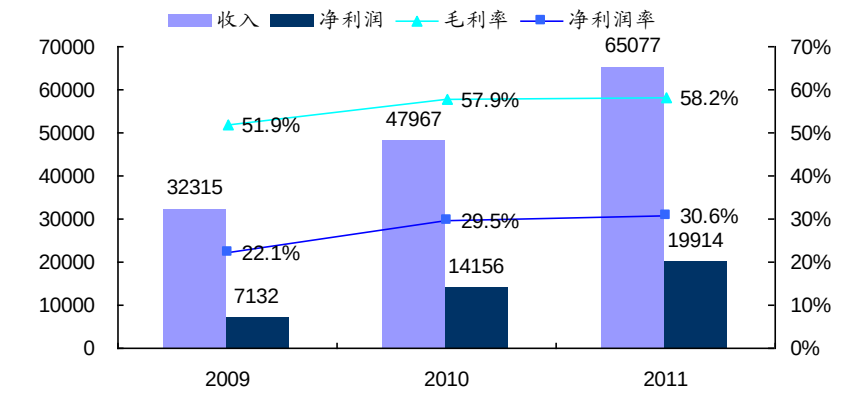
报告期内，天坛生物控股 90%的子公司成都蓉生实现营业收入 6.51 亿增 38%，净利润 1.99 亿增 41%，归母净利润为 1.79 亿，贡献 EPS0.35 元。为筹备中生集团上市，蓉生释放业绩充分，11 年批签发情况较 2010 年有较大幅度提高，库存血浆已降至低位，由于蓉生下属浆站采浆能力以平稳为主，未来几年蓉生投浆量难有大幅提高，公司业绩将平稳。

表 1：成都蓉生历年血液制品批签发量（万瓶）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
人血白蛋白(10g/瓶)	61	76	63	88	114
静注人免疫球蛋白(2.5g/瓶)	12	59	42	51	54
破伤风人免疫球蛋白	0	26	64	22	63
乙型肝炎人免疫球蛋白	0	45	43	52	58
以白蛋白批签发量反推的投浆量	216 吨	270 吨	226 吨	316 吨	406 吨

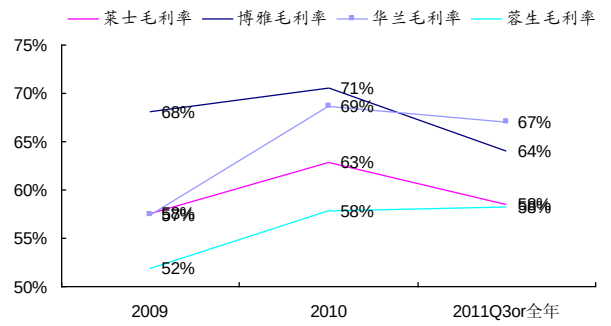
数据来源：中检所、国信证券经济研究所

图 1：成都蓉生盈利情况（万元）



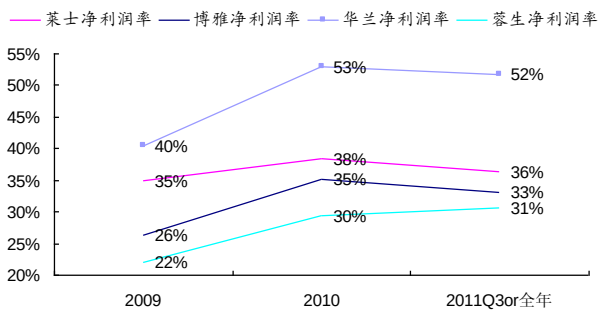
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

图 2：血液制品上市公司的毛利率比较



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所。注：华兰为母公司毛利率和剔除投资收益后的净利润率

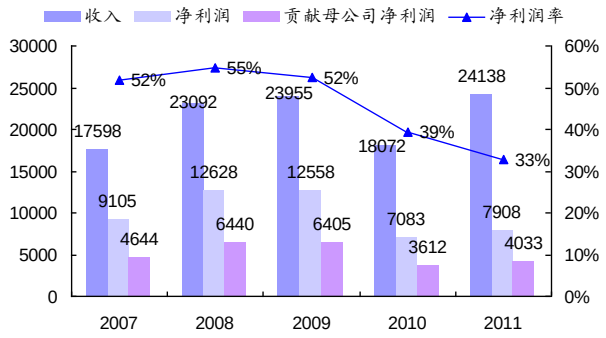
图 3：血液制品上市公司的净利润率比较



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所。注：华兰为母公司毛利率和剔除投资收益后的净利润率

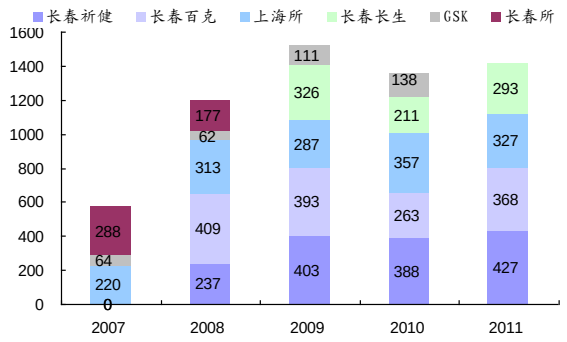
天坛生物控股 51%的长春祈健主要生产水痘疫苗，11 年祈健实现收入 2.4 亿元增 33%，净利润 0.79 亿增 13%，归母净利润 0.40 亿，贡献 EPS0.078 元。水痘疫苗市场近年竞争渐激烈，公司收入虽有增长但净利润率因竞争激烈而逐年降低，未来这一趋势将延续，在没有水痘疫情发生的情况下，祈健面临增长瓶颈。

图 4：近年祈健盈利情况



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

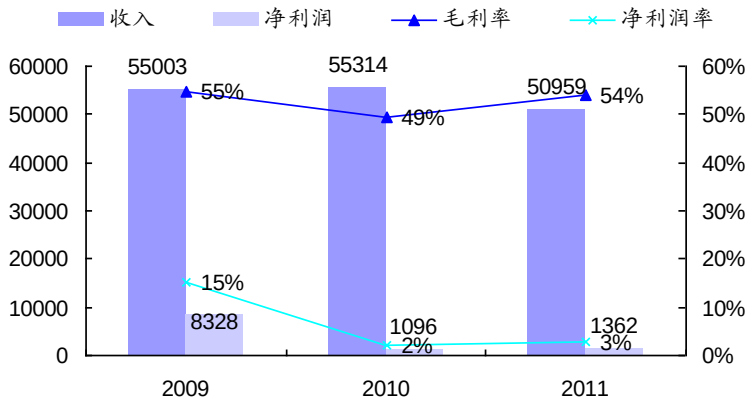
图 5：近年水痘疫苗批签发情况



资料来源：中检所、国信证券经济研究所

天坛生物母公司 11 年实现收入 5.1 亿（其中包含甲流疫苗 477 万支的收入，若按 20 元价格支付，则收入约 9500 万元，贡献净利润约 5600 万元），母公司的财务费用 3252 万增 280%，资产减值 2626 万增 400%，由于以上两项费用的大幅提高，母公司的净利润仅 0.14 亿，若剔除甲流疫苗的贡献则母公司亏损。未来两年，天坛母公司面临亦庄基地建设的持续投入，财务费用将继续保持高位；此外原生产基地将陆续进入报废期，亦庄基地进入折旧期；加上一类疫苗价格偏低，企业盈利微弱。总体我们认为天坛母公司面临成本高企，收入难有增长的局面。提示关注目前定价过低的一类疫苗价格调整对公司带来的利好。

图 1：天坛生物母公司盈利情况（万元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

维持对公司的“中性”评级

综合以上各因素，我们认为公司未来两年业绩提升的空间较小，预计 12-14 年公司 EPS 分别为 0.38/0.39/0.40 元，维持对公司的“中性”评级。

提示：控股股东中生集团已经明确年内在香港上市，国家也提出“十二五”期间血液制品“倍增计划”。公司可能因上述事件带来交易性机会。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	334	200	200	200
应收款项	274	188	192	194
存货净额	562	623	584	562
其他流动资产	16	123	126	127
流动资产合计	**1187**	**1134**	**1101**	**1083**
固定资产	1522	1961	2149	2120
无形资产及其他	213	205	198	191
投资性房地产	244	244	244	244
长期股权投资	60	60	60	60
资产总计	**3224**	**3604**	**3752**	**3697**
短期借款及交易性金融负债	640	534	410	128
应付款项	35	37	35	33
其他流动负债	272	281	278	274
流动负债合计	**947**	**852**	**722**	**435**
长期借款及应付债券	708	1058	1208	1308
其他长期负债	124	125	127	129
长期负债合计	**831**	**1183**	**1335**	**1437**
负债合计	**1778**	**2035**	**2057**	**1872**
少数股东权益	157	182	208	234
股东权益	1289	1387	1487	1591
负债和股东权益总计	**3224**	**3604**	**3752**	**3697**

关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.45	0.38	0.39	0.40
每股红利	0.10	0.19	0.19	0.20
每股净资产	2.50	2.69	2.89	3.09
ROIC	16%	11%	10%	10%
ROE	18%	14%	13%	13%
毛利率	61%	60%	60%	61%
EBIT Margin	29%	27%	27%	27%
EBITDA Margin	35%	32%	34%	36%
收入增长	16%	-2%	2%	1%
净利润增长率	33%	-16%	2%	3%
资产负债率	60%	62%	60%	57%
息率	2.5%	1.2%	1.2%	1.3%
P/E	35.3	42.0	41.1	39.8
P/B	6.4	5.9	5.5	5.2
EV/EBITDA	20.3	23.3	21.6	20.0

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**1394**	**1371**	**1399**	**1414**
营业成本	544	554	556	556
营业税金及附加	16	14	14	14
销售费用	186	192	196	198
管理费用	243	240	259	262
财务费用	47	58	64	60
投资收益	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(32)	(30)	(15)	(15)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	332	284	295	309
营业外净收支	10	5	5	5
利润总额	**342**	**289**	**300**	**314**
所得税费用	50	43	48	53
少数股东损益	58	49	51	54
归属于母公司净利润	**233**	**196**	**201**	**207**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	233	196	201	207
资产减值准备	25	(32)	0	0
折旧摊销	87	69	104	122
公允价值变动损失	32	30	15	15
财务费用	47	58	64	60
营运资本变动	(183)	(101)	30	15
其它	(18)	56	26	27
经营活动现金流	**176**	**220**	**375**	**385**
资本开支	(630)	(500)	(300)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(630)**	**(500)**	**(300)**	**(100)**
权益性融资	61	0	0	0
负债净变化	348	350	150	100
支付股利、利息	(208)	(98)	(100)	(104)
其它融资现金流	**126**	**(106)**	**(124)**	**(282)**
融资活动现金流	466	146	(75)	(285)
现金净变动	12	(134)	0	0
货币资金的期初余额	322	334	200	200
货币资金的期末余额	334	200	200	200
企业自由现金流	(380)	(215)	148	355
权益自由现金流	94	(20)	119	124

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312
崔嵘 021-60933159

交通运输
郑武 0755-82130422
陈建生 0755-82133766
岳鑫 0755-82130432
周俊 0755-82136085
糜怀清 021-60933167

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
常伟 0755-82131528

机械
陈玲 0755-82130646
杨森 0755-82133343
后立尧 010-88005327

电力设备与新能源
杨敬梅 021-60933160
张弢 010-88005311

电力及公共事业
谢达成 021-60933161

家电
王念春 0755-82130407

纺织服装
方军平 021-60933158

旅游
曾光 0755-82150809
钟潇 0755-82132098

量化交易策略与技术
戴军 0755-82133129
黄志文 0755-82133928
秦国文 0755-82133528
张璐楠 0755-82130833-1379

固定收益
李怀定 021-60933152
侯慧娣 021-60875161
张旭 010-66026340
赵婧 021-60875168

银行
邱志承 021-60875167
黄飙 0755-82133476

汽车及零配件
左涛 021-60933164

基础化工及石化
刘旭明 010-66025272
张栋梁 0755-82130532
吴琳琳 0755-82130833-1867
罗洋 0755-82150633
朱振坤 010-66025229

传媒
陈财茂 010-88005322
刘明 010-88005319

非银行金融
邵子钦 0755-82130468
田良 0755-82130470
童成墩 0755-82130513

建筑工程及建材
邱波 0755-82133390
刘萍 0755-82130678
马彦 010-88005304

食品饮料
黄茂 0755-82138922

数量化投资产品
焦健 0755-82133928
周琦 0755-82133568
邓岳 0755-82150533

基金评价与研究
杨涛 0755-82133339
康亢 010-66026337
李腾 010-88005310
刘洋 0755-82150566
潘小果 0755-82130843
蔡乐祥 0755-82130833-1368
钱晶 0755-82130833-1367

策略
黄学军 021-60933142
林丽梅 021-60933157

技术分析
闫莉 010-88005316

房地产
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755-82133397
方焱 0755-82130648

钢铁及新材料
郑东 010-66025270
秦波 010-66026317

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁丹 0755-82139908
杜佐远 0755-82130473
胡博新 0755-82133263
刘勍 0755-82133400

有色金属
彭波 0755-82133909
龙飞 0755-82133920

轻工
李世新 0755-82130565
邵达 0755-82130706

计算机及电子元器件
段迎晟 0755-82130761
高耀华 0755-88005321
欧阳仕华 0755-82151833

新兴产业
陈健 010-88005308

量化投资策略
董艺婷 021-60933155
郑云 021-60875163
毛甜 021-60933154
李荣兴 021-60933165
郑亚斌 021-60933150

数据与系统支持
赵斯尘 021-60875174
徐左乾 0755-82133090
袁剑 0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）
王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492-1277 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戬 010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺 010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	崔鸿杰 021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 18022@guosen.com.cn
杨柳 18601241651 yangliu@guosen.com.cn	李佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjwen@guosen.com.cn	赵晓曦 82134356-1228 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	