

证券研究报告

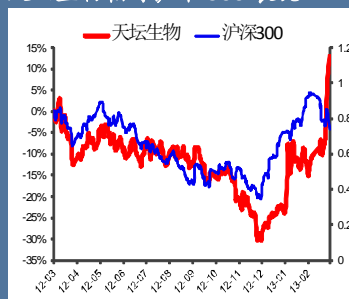
公司研究——年报点评

天坛生物（600161.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2012.10.31

天坛生物相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2013-03-04）

收盘价(元)	18.02
52周内股价波动区间(元)	10.76-18.50
最近一月涨跌幅(%)	33.09
总股本(亿股)	5.15
流通A股比例(%)	94.76
总市值(亿元)	92.89

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

李惜沅 行业分析师

执业编号：S1500512040001

联系电话：+86 10 63081424

邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 研究助理

联系电话：+86 10 63081101

邮箱：wulinping@cindasc.com

相关研究

《天坛生物（600161）三季报点评——业绩环比下滑，现金流压力大》2012.10

《天坛生物（600161）中报点评——仍就面临业绩压力》2012.8

《天坛生物（600161）深度报告——巩固基础，筹划未来》2012.8

未来两年经营仍不乐观

2012 年年报点评

2013 年 03 月 05 日

事件：公司发布 2012 年年报，报告期内实现营业收入 15.02 亿元，同比增长 7.74%；归属于母公司所有者的净利润 3.05 亿元，同比增长 30.67%。摊薄每股收益 0.59 元。超出我们之前每股收益 0.48 元的预期。

点评：

◆ **公司净利润大幅增长主要由于费用大幅减少及营业外收入增加所致。**报告期内公司销售费用、管理费用同比减少 8.48%、6.99%，对应费用率分别下降 2.01%、2.38%；营业外收入约 2800 万，比上年同期增加约 1500 万，主要是政府补助款增加。

◆ **12 年公司疫苗收入同比增长约 25%，但应收账款同比增长约 46%。**一类疫苗收入同比增长约 23%，主要是麻腮风三联和麻风二联疫苗增长较快，二类疫苗（水痘）收入同比增长约 30%。我们认为一类疫苗由于较高的接种率及发改委定价严格，未来两年增长空间有限；二类疫苗水痘竞争日趋激烈，高增长难以持续。同时公司 12 年末应收账款同比增加约 9600 万，同比增长近 46%，主要是疫苗销售欠款。

◆ **血液制品收入出现回落。**受困于原料血浆的限制及采浆成本的上升，公司 12 年血液制品收入增速同比下滑约 13%，毛利率下降 6.61 个百分点。由于公司库存血浆锐减，加上新采原料血浆增长缓慢，我们判断公司 2013 年血液制品收入将会维持目前的一个平稳增长态势。

◆ **亦庄基地项目持续投入，财务压力巨大。**公司亦庄基地项目计划投资 35 亿，计划于 13 年底前基本完工，截止 12 年末已经完成 58%，其中 12 年投入 13 亿。公司 12 年末长期借款 13 亿，同比增长 84%，同时还有 7 个亿的其他应付款（主要是本年度在建工程款），资产负债率达到 63%，处于行业高位，且随着基地完工每年折旧摊销将处于高位，未来几年公司财务压力巨大。

◆ **盈利预测及评级：**基于公司 2012 年经营状况，我们上调公司 2013、2014 年盈利预测至 0.60（+11.1%）元、0.65（+10.2%）元，考虑到公司血制品业务受限于原料的短缺、疫苗业务增长空间有限，以及亦庄基地建设带来的财务压力等因素，我们继续维持公司的“持有”评级。

◆ **风险因素：**应收款项过多，回款风险；现金流枯竭风险。

◆ **近期股价刺激因素：**中生集团整体上市预期；WHO 预认证顺利通过。

公司重要财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,394.40	1,502.35	1,618.91	1,815.42	2,040.67
增长率 YoY %	15.98%	7.74%	7.76%	12.14%	12.41%
净利润(百万元)	233.35	304.91	306.85	337.24	398.88
增长率 YoY%	33.40%	30.67%	0.64%	9.90%	18.28%
毛利率%	61.02%	59.63%	59.66%	59.82%	60.02%
净资产收益率 ROE%	18.10%	19.62%	16.96%	16.10%	16.33%
每股收益 EPS(元)	0.45	0.59	0.60	0.65	0.77
市盈率 P/E(倍)	39.8	30.5	30.3	27.5	23.3
市净率 P/B(倍)	7.2	6.0	5.1	4.4	3.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2013年03月04日收盘价

季度累计数据比较

	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31
营业收入(百万元)	256.44	574.24	1030.03	1394.40	321.56	729.04	1016.51	1502.35
同比增长(%)	-1.68%	-0.04%	19.68%	15.98%	25.39%	26.96%	-1.31%	7.74%
全年占比(%)	18.39%	41.18%	73.87%	100.00%	21.40%	48.53%	67.66%	100.00%
营业成本(百万元)	96.52	219.01	401.94	543.59	128.46	285.33	403.81	606.56
同比增长(%)	-9.66%	-6.64%	12.73%	8.15%	33.09%	30.28%	0.47%	11.58%
全年占比(%)	17.76%	40.29%	73.94%	100.00%	21.18%	47.04%	66.57%	100.00%
毛利率(%)	62.36%	61.86%	60.98%	61.02%	60.05%	60.86%	60.27%	59.63%
销售费用(百万元)	10.13	34.39	79.40	186.47	14.10	78.16	104.31	170.67
同比增长(%)	-41.43%	-37.42%	-8.69%	13.54%	39.15%	127.26%	31.37%	-8.48%
全年占比(%)	5.43%	18.44%	42.58%	100.00%	8.26%	45.80%	61.12%	100.00%
管理费用(百万元)	41.50	106.46	179.52	242.62	47.96	98.88	157.63	225.67
同比增长(%)	19.77%	30.23%	35.95%	-0.31%	15.58%	-7.11%	-12.19%	-6.99%
全年占比(%)	17.10%	43.88%	73.99%	100.00%	21.25%	43.82%	69.85%	100.00%
财务费用(百万元)	6.10	17.70	30.43	46.72	12.71	28.93	40.82	35.71
同比增长(%)	86.49%	81.71%	103.68%	117.63%	108.39%	63.39%	34.11%	-23.58%
全年占比(%)	13.05%	37.89%	65.14%	100.00%	35.60%	81.01%	114.31%	100.00%
营业利润(百万元)	97.88	183.18	312.65	332.02	104.83	214.33	277.30	419.65
同比增长(%)	2.66%	1.52%	23.96%	32.17%	7.11%	17.00%	-11.31%	26.39%
全年占比(%)	29.48%	55.17%	94.17%	100.00%	24.98%	51.07%	66.08%	100.00%
营业利润率(%)	38.17%	31.90%	30.35%	23.81%	32.60%	29.40%	27.28%	27.93%
利润总额(百万元)	100.51	185.99	316.27	341.97	105.05	215.33	282.39	445.10
同比增长(%)	5.08%	2.11%	24.82%	26.50%	4.52%	15.78%	-10.71%	30.15%
全年占比(%)	29.39%	54.39%	92.48%	100.00%	23.60%	48.38%	63.44%	100.00%
税前利润率(%)	39.19%	32.39%	30.71%	24.52%	32.67%	29.54%	27.78%	29.63%
归母净利润(百万元)	65.08	121.08	216.07	233.35	71.33	146.85	183.46	304.91
占净利润比(%)	76.87%	75.16%	79.24%	79.96%	81.95%	82.27%	80.17%	82.42%
同比增长(%)	-9.49%	-6.72%	17.51%	33.40%	9.60%	21.29%	-15.09%	30.67%
全年占比(%)	27.89%	51.89%	92.60%	100.00%	23.39%	48.16%	60.17%	100.00%
摊薄 EPS(元)	0.13	0.23	0.42	0.45	0.14	0.28	0.36	0.59
经营活动现金流	36.11	158.99	245.23	353.15	(59.62)	47.81	64.43	432.00

资料来源:公司公告,信达证券研发中心整理

季度分拆数据比较

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
营业收入 (百万元)	256.44	317.79	455.79	364.37	321.56	407.49	287.47	485.84
同比增长 (%)	-1.68%	1.33%	59.27%	6.65%	25.39%	28.22%	-36.93%	33.34%
环比增长 (%)	-24.94%	23.92%	43.42%	-20.06%	-11.75%	26.72%	-29.45%	69.00%
营业成本 (百万元)	96.52	122.49	182.93	141.65	128.46	156.87	118.48	202.75
同比增长 (%)	-9.66%	-4.12%	49.99%	-3.01%	33.09%	28.07%	-35.23%	43.13%
环比增长 (%)	-33.92%	26.91%	49.34%	-22.56%	-9.32%	22.12%	-24.47%	71.12%
毛利率 (%)	62.36%	61.46%	59.86%	61.12%	60.05%	61.50%	58.78%	58.27%
销售费用 (百万元)	10.13	24.26	45.01	107.07	14.10	64.07	26.15	66.35
同比增长 (%)	-41.43%	-35.58%	40.65%	38.56%	39.15%	164.05%	-41.91%	-38.03%
环比增长 (%)	-86.89%	139.52%	85.49%	137.88%	-86.83%	354.52%	-59.19%	153.76%
管理费用 (百万元)	41.50	64.96	73.06	63.10	47.96	50.92	58.75	68.03
同比增长 (%)	19.77%	37.93%	45.23%	-43.32%	15.58%	-21.61%	-19.59%	7.82%
环比增长 (%)	-62.72%	56.53%	12.47%	-13.63%	-23.99%	6.17%	15.37%	15.81%
财务费用 (百万元)	6.10	11.60	12.73	16.29	12.71	16.22	11.89	(5.11)
同比增长 (%)	86.49%	79.30%	144.86%	149.54%	108.39%	39.74%	-6.61%	-131.36%
环比增长 (%)	-6.57%	90.26%	9.70%	27.97%	-21.98%	27.58%	-26.68%	-142.97%
营业利润 (百万元)	97.88	85.31	129.47	19.37	104.83	109.49	62.98	142.35
同比增长 (%)	2.66%	0.23%	80.37%	-2001.31%	7.11%	28.35%	-51.36%	634.78%
环比增长 (%)	-9705.99%	-12.84%	51.76%	-85.04%	441.14%	4.45%	-42.48%	126.02%
利润总额 (百万元)	100.51	85.48	130.28	25.70	105.05	110.28	67.06	162.71
同比增长 (%)	5.08%	-1.17%	82.90%	51.61%	4.52%	29.01%	-48.53%	533.03%
环比增长 (%)	492.86%	-14.95%	52.41%	-80.27%	308.72%	4.98%	-39.20%	142.64%
净利润 (百万元)	84.66	76.44	111.58	19.15	87.03	91.47	50.35	141.11
同比增长 (%)	4.38%	-4.13%	81.86%	1560.09%	2.80%	19.66%	-54.88%	636.85%
环比增长 (%)	7239.25%	-9.71%	45.98%	-82.84%	354.49%	5.10%	-44.96%	180.27%
净利润 (归母, 百万元)	65.08	55.99	95.00	17.28	71.33	75.52	36.61	121.45
同比增长 (%)	-9.49%	-3.29%	75.66%	-292.89%	9.60%	34.88%	-61.46%	602.97%
环比增长 (%)	-826.63%	-13.97%	69.66%	-81.81%	312.85%	5.88%	-51.52%	231.74%
摊薄 EPS (元)	0.13	0.10	0.19	0.03	0.14	0.14	0.08	0.23
经营活动现金流 (百万元)	36.11	122.88	86.24	107.92	(59.62)	107.42	16.63	367.57

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,186.52	1,579.59	1,367.04	1,960.66	2,680.36
现金	333.95	409.25	199.81	664.27	1,237.32
应收账款	0.00	4.15	2.24	2.51	2.82
其它应收款	211.54	303.67	323.78	363.08	408.13
预付账款	9.85	15.92	13.06	14.59	16.32
存货	562.01	771.35	752.90	840.96	940.53
其他	69.18	75.25	75.25	75.25	75.25
非流动资产	2,037.52	3,226.47	4,116.30	4,121.51	4,072.65
长期投资	59.73	46.56	46.56	46.56	46.56
固定资产	772.39	770.28	1,781.65	3,527.40	3,475.40
无形资产	212.55	206.27	201.04	195.75	190.37
其他	992.85	2,203.36	2,087.06	351.81	360.31
资产总计	3,224.04	4,806.05	5,483.34	6,082.17	6,753.01
流动负债	946.56	1,611.29	1,565.92	1,605.03	1,652.56
短期借款	400.00	430.00	430.00	430.00	430.00
应付账款	33.05	41.62	42.26	47.20	52.79
其他	513.52	1,139.67	1,093.66	1,127.83	1,169.76
非流动负债	831.33	1,417.61	1,817.61	2,017.61	2,217.61
长期借款	707.75	1,300.00	1,700.00	1,900.00	2,100.00
其他	123.58	117.61	117.61	117.61	117.61
负债合计	1,777.89	3,028.90	3,383.53	3,622.64	3,870.16
少数股东权益	157.22	223.15	290.50	364.53	440.51
归属母公司股东权益	1,288.93	1,554.01	1,809.31	2,095.00	2,442.34
负债和股东权益	3224.04	4806.05	5483.34	6082.17	6753.01

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,394.40	1,502.35	1,618.91	1,815.42	2,040.67
同比	15.98%	7.74%	7.76%	12.14%	12.41%
归属母公司净利润	233.35	304.91	306.85	337.24	398.88
同比	33.40%	30.67%	0.64%	9.90%	18.28%
毛利率	61.02%	59.63%	59.66%	59.82%	60.02%
ROE	18.10%	19.62%	16.96%	16.10%	16.33%
每股收益(元)	0.45	0.59	0.60	0.65	0.77
P/E	39.8	30.5	30.3	27.5	23.3
P/B	7.2	6.0	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	21.49	18.53	18.08	14.32	11.64

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,394.40	1,502.35	1,618.91	1,815.42	2,040.67
营业成本	543.59	606.56	653.12	729.51	815.88
营业税金及附加	15.62	24.53	16.19	18.15	20.41
营业费用	186.47	170.67	194.27	217.85	244.88
管理费用	242.62	225.67	250.93	281.39	316.30
财务费用	46.72	35.71	54.63	65.30	67.59
资产减值损失	31.64	27.88	27.71	37.23	37.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.30	8.31	0.00	0.00	0.00
营业利润	332.02	419.65	422.07	465.98	538.17
营业外收入	12.87	27.72	21.23	20.60	23.18
营业外支出	2.92	2.27	3.05	2.75	2.69
利润总额	341.97	445.10	440.24	483.84	558.66
所得税	50.14	75.14	66.04	72.58	83.80
净利润	291.84	369.96	374.21	411.26	474.86
少数股东损益	58.49	65.04	67.36	74.03	75.98
归属母公司净利润	233.35	304.91	306.85	337.24	398.88
EBITDA	479.43	573.08	621.19	765.42	909.97
EPS (摊薄)	0.45	0.59	0.60	0.65	0.77

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	353.15	432.00	509.03	597.32	721.52
净利润	291.84	369.96	374.21	411.26	474.86
折旧摊销	87.13	89.29	123.04	214.68	278.41
财务费用	50.33	38.69	57.90	66.90	72.90
投资损失	-5.65	-4.30	-8.31	0.00	0.00
营运资金变动	-92.19	-80.02	-69.97	-127.28	-136.57
其它	20.35	22.40	23.86	31.76	31.92
投资活动现金流	-714.07	-536.90	-1,009.03	-214.42	-224.02
资本支出	-718.31	-557.63	-1,009.03	-214.42	-224.02
长期投资	4.30	20.73	0.00	0.00	0.00
其他	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	371.80	140.57	290.55	81.55	75.55
短期借款	61.20	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	467.18	382.62	400.00	200.00	200.00
其他	208.08	207.79	109.45	118.45	124.45
现金净增加额	10.79	35.58	-209.44	464.45	573.05

医药生物行业研究小组

李惜沅，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究开发中心，从事医药行业研究。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
康美药业	600518	双鹭药业	002038	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	新华医疗	600587	华兰生物	002007
同仁堂	600085	昆明制药	600422	长春高新	000661	羚锐制药	600285

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。