

天坛生物(600161)2013年年报点评

# 血液制品快速增长, 疫苗业务变化不大

## 投资要点

- 事件:** 2013年公司营业收入、归属上市公司股东净利润分别为18.37亿元、3.72亿元, 同比增长22.24%、22.01%, 扣非后归属上市公司股东净利润为3.65亿, 同比增长30.92%; 销售费用、管理费用、财务费用分别为1.67亿、2.61亿、0.28亿, 同比增长-2.08%、15.87%、-21.30%; 基本每股收益为0.72元, 同比增长22.01%。
- 财务分析:** 营业收入增长的原因是投浆量增加, 血液制品收入9.11亿, 同比增长60.67%(疫苗收入9.11亿, 基本与上年持平)。扣非后净利润的增加主要原因是: 1) 为应对亦庄新基地的搬迁, 提前备货, 提高主要疫苗的产量, 摊薄生产成本, 毛利率上升5.26个百分点; 2) 公司加强费用预算控制与考核制, 销售费用同比下降2.08%; 3) 报告期内银行贷款取得基准利率下浮10%的优惠使利息支出下降, 且较多使用银行承兑汇票结算方式。另外值得关注的是血液制品毛利率下降8.33个百分点, 原因是营养费用提高致血浆采购成本相应提升; 管理费用同比增长15.87%, 原因是高管薪酬、研发费用增加。
- 浆站价值凸显, 执行业之牛耳。** 全国理论血浆需求量为8000吨, 12年采浆量不足4000吨, 血液制品行业多年来处于供需矛盾突出的状态; 11年贵州单采血浆站的关停更加剧了这一矛盾; 目前国家不再审批新的血液制品企业, 且对开浆站的资格严加规定, 浆站数量和质量直接决定了血液制品企业的核心竞争力。公司拥有行业内最多的16个单采浆站(华兰生物14个、上海莱士12个), 多处于四川、山西等经济欠发达地区, 浆站质地优良, 有较大的采浆能力。公司以提高营养费等方式维护和开发现有浆站, 尽可能的发掘采浆能力, 致13年血液制品销售同比大幅提升60.67%。公司目前主要血制品是人血白蛋白, 静丙, 以及破伤风和乙肝两种特异性免疫球蛋白, 但毛利率较低, 13年为43.30%, 低于行业整体水平; 高毛利的凝血因子VIII生产批件补充申请已经拿到, 预计14年将上量, 为国内第四家, 将丰富公司的血制品线, 提高板块整体毛利率, 为未来新亮点。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1836.50	2222.13	2748.27	3135.23
增长率(%)	22.24	21.00	23.68	14.08
归属母公司净利润	372.03	424.00	500.40	577.88
增长率(%)	22.01	13.97	18.02	15.48
每股收益(EPS)	0.72	0.82	0.97	1.12
市盈率(P/E)	26.98	23.67	20.06	17.37
市净率(P/B)	5.21	4.37	3.68	3.10

数据来源: 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 023-63812537  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@swsc.com.cn

## 相对指数表现



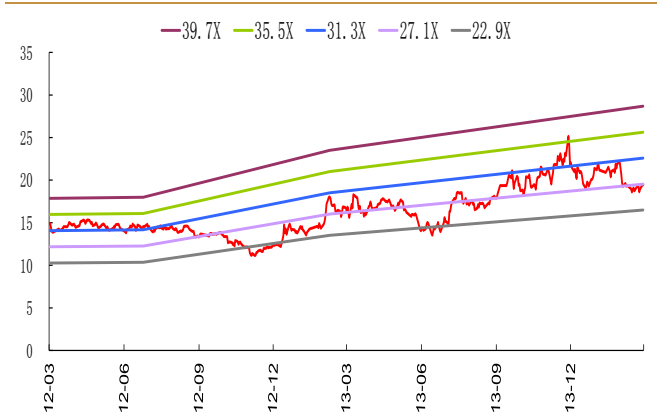
数据来源: 西南证券

## 基础数据

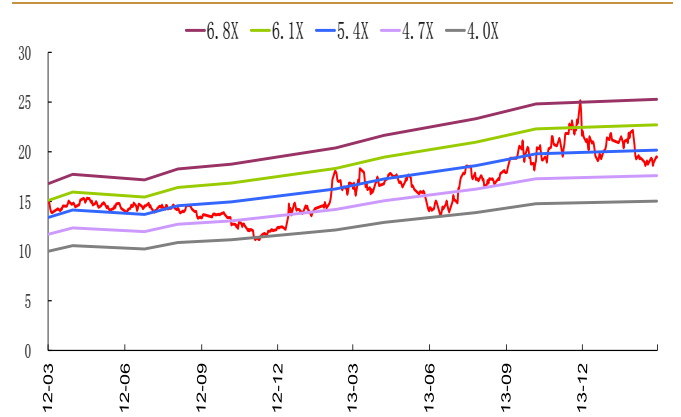
总股本(亿股)	5.15
流通A股(亿股)	5.15
52周内股价区间(元)	12.78-25.5
总市值(亿元)	100.36
总资产(亿元)	56.35
每股净资产(元)	3.74

## 相关研究

- 疫苗业务或受亦庄基地搬迁影响。**国内一类疫苗市场比较稳定约为 30 亿，二类疫苗竞争市场竞争激烈，发展潜力巨大。公司是国内最大的预防疫苗生产基地和计划免疫规划供应单位之一，麻腮风系列（一类）和水痘疫苗（二类）等主导产品生产能力居国内领先地位，规模化优势明显。随着消麻行动的尾声到来，麻腮风系列除了二胎政策的放开带来一定的增量，增长空间有限；脊髓灰质炎疫苗将在亦庄基地 OPV 扩产项目获 WHO 预认证后出口联合国儿童基金会，预计 2372 万美元；无细胞百白破三联苗主要竞争对手是武汉所、成都所、长春长生，公司有望保持现有 20% 左右的市场规模；受 13 年乙肝疫苗致死事件影响，公司凭借疫苗国家队的品牌优势，在逆境中有所斩获，且提前备货 14 年上半年，另 3 月获得新版 GMP 认证，但随着主要厂商先后获 GMP 认证恢复生产，预计市场格局未来不会有太大改变；公司通过收购长春祈健 51% 股权，成为国内领先的水痘疫苗供应商，水痘疫苗市场竞争激烈，但公司有望保持现在有市场份额。公司于 1 月 1 日开始搬迁至亦庄基地，预计疫苗业务于 14 年下半年重新投产，公司对主要产品虽然提前备备货，但是预计也会产生一定的影响。
- 估值分析与投资策略。**预测 2014 年、2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.82 元、0.97 元、1.12 元，对应市盈率分别为 24 倍、20 倍、17 倍。我们认为：公司血液制品板块受益于行业需大于供且长期不能缓解的局面、公司拥有行业内最多的血浆单采站、14 年凝血因子 VIII 的上量，营收将继续较大提升，且毛利率低困境将有所缓解；但是疫苗板块受到亦庄基地搬迁影响，以及行业内激烈竞争，预计营收增长缓慢或轻微降低。首次给予“增持”评级。
- 风险提示：**1) 采浆量增长乏力；2) 亦庄基地投产低于预期。

**图 1：公司 PE-Band 分布**


数据来源：Wind,西南证券

**图 2：PB-Band 分布**


数据来源：Wind,西南证券

**附录：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	486.83	175.42	867.90	1058.57	营业收入	1836.5	2222.13	2748.27	3135.23
应收和预付款项	382.77	472.24	587.94	622.21	减:营业成本	792.78	1117.84	1433.52	1648.46
存货	878.69	1453.04	1537.18	1901.40	营业税金及附加	16.45	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	12.44	12.44	12.44	12.44	营业费用	167.12	204.44	252.84	288.44
长期股权投资	46.56	46.56	46.56	46.56	管理费用	261.48	339.99	420.49	479.69
投资性房地产	1.47	1.47	1.47	1.47	财务费用	28.10	135.87	141.02	140.76
固定资产和在建工程	3213.27	2985.80	2758.34	2530.88	资产减值损失	33.32	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	209.58	209.00	208.41	207.82	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	192.59	192.59	192.59	192.59	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>5424.20</b>	<b>5548.56</b>	<b>6212.83</b>	<b>6573.95</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	140.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>537.26</b>	<b>424.00</b>	<b>500.40</b>	<b>577.88</b>
应付和预收款项	968.53	864.00	1092.91	951.27	加:其他非经营损益	9.54	0.00	0.00	0.00
长期借款	1459.22	1459.22	1459.22	1459.22	<b>利润总额</b>	<b>546.80</b>	<b>424.00</b>	<b>500.40</b>	<b>577.88</b>
其他负债	680.12	680.12	680.12	680.12	减:所得税	85.32	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>3247.87</b>	<b>3003.34</b>	<b>3232.25</b>	<b>3090.61</b>	净利润	461.48	424.00	500.40	577.88
股本	515.47	515.47	515.47	515.47	减:少数股东损益	89.45	0.00	0.00	0.00
资本公积	164.06	164.06	164.06	164.06	归属母公司股东净利润	372.03	424.00	500.40	577.88
留存收益	1246.51	1615.40	2050.76	2553.53	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	1926.03	2294.92	2730.28	3233.05	经营性现金净流量	569.82	-35.98	829.84	328.16
少数股东权益	250.29	250.29	250.29	250.29	投资性现金净流量	-500.3	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2176.32</b>	<b>2545.21</b>	<b>2980.57</b>	<b>3483.34</b>	筹资性现金净流量	207.65	-275.43	-137.36	-137.49
负债和股东权益合计	5424.20	5548.56	6212.83	6573.95	<b>现金流量净额</b>	<b>274.73</b>	<b>-311.41</b>	<b>692.48</b>	<b>190.67</b>

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn