

## 天坛生物（600161）中报点评：收入增长稳健，费用拖累业绩

行业分类：医药

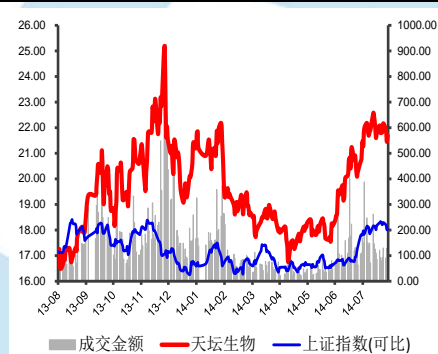
2014年08月27日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	24.92
当前股价（14.08.27）	21.69

### 基础数据

上证指数	2209.47
总股本（亿）	5.15
流通A股（亿）	5.15
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	112
每股净资产（元）	4.18
ROE（2014H）	11.22%
资产负债率（2014H）	64.83%
动态市盈率	24.37
市净率	5.19

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

### 2014年中期报告：

- 报告期内公司实现营业收入108,329.23万元，同比增长20.19%；利润总额33,567.91万元，同比增长1.74%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润22,664.95万元，同比增长1.82%。
- 预防制品收入增长稳健。报告期内，公司预防制品实现营业收入51,526.96万元，同比增长15.90%；毛利率72.94，同比减少0.01。收入增长主要来自于麻腮风三联等主要产品产销规模的稳步增长，子公司长春祈健（主要生产水痘疫苗，麻疹减毒活疫苗）报告期内实现营业收入15,859.03万元，同比下降5.41%，主要是市场竞争比较充分所致。公司当前的存货价值为74,910.15万元，较年初减少12,958.68万元，同比减少10,060.87万元，我们判断主要是原有预防制品存货的销售所致，尽管亦庄尚未正式投产，现有存货也足够保证公司的正常销售工作，预计公司的预防制品业务全年增长无忧。
- 血液制品高景气。公司血液制品业务实现营业收入54,217.99万元，同比增长20.58%，毛利率42.64%，同比下滑2.72个百分点，主要系浆源开采成本不断升高所致。我们预计血液制品的景气度会继续维持，短期增长无忧。
- 费用激增，拖累业绩。报告期内，公司的管理费用19,373.18万元，同比激增87.14%，主要是由于生产基地搬迁，三间房车间停工损失和支付技术咨询费增加所致；财务费用1,732.83万元，同比增长36.05%，主要系亦庄生产项目逐步转固定资产，项目借款费用化所致。按照亦庄生产基地当前的建设进度，我们认为下半年停工损失和转固所带来的费用化项目会继续增长，同时生产基地投入运营后，折旧费用也会大幅增加，财务报表将持续受到拖累。
- 在研产品进展顺利。上半年天坛生物的几项在研产品，包括人凝血因子VIII、ACYW135流脑多糖疫苗和脊髓灰质炎疫苗等均获批进入临床实验阶段，进展顺利。
- 风险因素：疫苗产品安全的风险；工厂搬迁的风险。
- 我们预计公司2014-2016年的EPS分别为0.89元、1.03元和1.22元，对应的动态市盈率分别为21.96倍、21.06倍和17.78倍，考虑到血液制品行业的景气度较高，行业溢价较高，我们给予公司28倍的市盈率，目标价24.92元，维持买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：0755-83692635  
传真：0755-83688539

**图表 1: 盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1949	2342	2828	3644	<b>营业收入</b>	1837	2233	2633	3119
现金	675	702	856	1299	营业成本	793	990	1190	1435
应收账款	320	401	478	560	营业税金及附加	16	26	31	36
其他应收款	21	32	38	44	营业费用	167	201	237	281
预付账款	13	20	23	27	管理费用	261	313	369	437
存货	879	1158	1396	1670	财务费用	28	64	62	39
其他流动资产	42	29	37	44	资产减值损失	33	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3686	3708	3586	3365	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	49	48	48	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	939	2031	2466	2550	<b>营业利润</b>	537	640	745	891
无形资产	204	192	181	170	营业外收入	21	22	22	22
其他非流动资产	2497	1436	890	598	营业外支出	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	5635	6050	6414	7009	<b>利润总额</b>	547	661	767	913
<b>流动负债</b>	1849	1718	1427	1245	所得税	85	99	115	137
短期借款	140	706	283	0	<b>净利润</b>	461	562	652	776
应付账款	58	69	84	101	少数股东损益	89	105	122	146
其他流动负债	1651	943	1060	1144	<b>归属母公司净利润</b>	372	457	531	630
<b>非流动负债</b>	1609	1594	1596	1598	EBITDA	658	871	1072	1251
长期借款	1459	1459	1459	1459	EPS (元)	0.72	0.89	1.03	1.22
其他非流动负债	150	135	137	138					
<b>负债合计</b>	3458	3312	3023	2843	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	250	355	477	623	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
股本	515	515	515	515	<b>成长能力</b>				
资本公积	164	164	164	164	营业收入	22.2%	21.6%	18.0%	18.4%
留存收益	1247	1704	2234	2865	营业利润	28.0%	19.1%	16.5%	19.6%
归属母公司股东权益	1926	2383	2914	3544	归属于母公司净利润	22.0%	22.9%	16.1%	18.8%
<b>负债和股东权益</b>	5635	6050	6414	7009	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	56.8%	55.7%	54.8%	54.0%
					净利率 (%)	20.3%	20.5%	20.2%	20.2%
					ROE (%)	19.3%	19.2%	18.2%	17.8%
					ROIC (%)	13.6%	14.6%	16.4%	18.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	61.4%	54.7%	47.1%	40.6%
					净负债比率 (%)	61.57%	65.37%	57.64%	51.33%
					流动比率	1.05	1.36	1.98	2.93
					速动比率	0.57	0.69	1.00	1.59
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.35	0.38	0.42	0.46
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	15.99	15.69	15.63	15.55
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.72	0.89	1.03	1.22
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.10	0.48	1.52	1.67
					每股净资产 (最新摊薄)	3.74	4.62	5.65	6.88
					<b>估值比率</b>				
					P/E	26.98	21.96	18.91	15.92
					P/B	5.21	4.21	3.44	2.83
					EV/EBITDA	17	13	11	9

资料来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

沈文文，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士、生理学硕士，2011年7月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。