

2010年3月18日

# 天坛生物

## 疫苗龙头，整合还将持续

**A** **持有**

600161.SS - 人民币 23.37

目标价格: 人民币 24.99 (↑23.80)

贺长明

(8610) 6622 9080

changming.he@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208080281

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(12)	2	(10)	31
相对新华富时	(2)	1	(3)	(4)
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	488
流通股(%)	44
流通股市值(人民币 百万)	4,990
3个月日均交易额(人民币 百万)	127
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中国生物技术集团公司	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

09年, 公司实现销售收入 11 亿元, 同比增长 13.7%; 实现归属于母公司的净利润 2.117 亿元, 同比增长 9.4%; 每股收益 0.43 元, 每股经营性净现金流 0.92 元。受益于甲流疫苗的大幅增长, 公司业绩略超预期。考虑到公司水痘等疫苗产能增大, 而部分血制品大幅提价等因素, 我们上调公司 2010-11 年每股收益预测至 0.555 和 0.651 元, 2012 年每股收益预测为 0.754 元, 基于 2010 年 45 倍市盈率, 我们将目标价上调至 24.99 元, 维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 子公司长春祈健的水痘疫苗产能大幅增加, 乙肝、流感等疫苗产能未来也将增大。
- 成都蓉生成为血制品平台, 未来将保持较快的增长。
- 中生集团还将不断将优质资产注入上市公司。

### 评级面临的主要风险

- 公司疫苗产品价格受国家政策影响, 存在下降的可能。

### 估值

- 公司是我国的疫苗龙头企业, 未来几年将受益于国内疫苗行业的快速增长, 应该享受一定的估值溢价。基于 2010 年 45 倍市盈率, 我们将目标价由 23.80 元上调至 24.99 元, 维持持有评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	968	1,100	1,273	1,466	1,695
变动(%)	82	14	16	15	16
净利润(人民币百万)	193	212	271	318	368
全面摊薄每股收益(人民币)	0.396	0.434	0.555	0.651	0.754
变动(%)	23.2	9.4	28.1	17.1	15.8
市场预期每股收益(人民币)	-	0.384	0.462	0.516	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.357	0.425	-
调整幅度(%)	-	-	55.6	53.2	-
核心每股收益(人民币)	0.401	0.454	0.547	0.642	0.745
变动(%)	15.7	13.1	20.5	17.4	16.1
全面摊薄市盈率(倍)	59.0	53.9	42.1	35.9	31.0
核心市盈率(倍)	58.3	51.5	42.7	36.4	31.4
每股现金流量(人民币)	0.75	0.92	1.03	0.97	1.10
价格/每股现金流量(倍)	31.1	25.5	22.6	24.0	21.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.7	25.7	22.8	19.6	16.7
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.278	0.325	0.377
股息率(%)	0.9	0.0	1.2	1.4	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测 (未考虑成都蓉生并表和增发摊薄)

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

## 受益于甲流，业绩略超预期

09年，公司实现销售收入11亿元，同比增长13.7%；实现归属于母公司的净利润2.117亿元，同比增长9.4%；每股收益0.43元，每股经营性净现金流0.92元。受益于甲流疫苗的大幅增长，公司业绩略超预期。考虑到公司水痘等疫苗产能增大，而部分血制品大幅提价等因素，我们上调公司2010-11年每股收益预测至0.555和0.651元，2012年每股收益预测为0.754元，基于2010年45倍市盈率，我们将目标价上调至24.99元，维持**持有**评级。

图表 2. 天坛生物年报摘要

(人民币 百万)	2008	2009	同比变动%
营业收入	967.7	1100.3	13.7
营业成本	358.8	403.2	12.4
营业税及附加	9.6	12.0	24.5
销售费用	103.7	117.1	13.0
管理费用	154.6	184.1	19.1
财务费用	27.6	19.1	(30.9)
资产减值损失	10.1	9.1	(10.3)
投资收益	(0.5)	(1.3)	149.1
营业利润	302.8	354.3	17.0
利润总额	310.1	351.0	13.2
所得税	48.3	70.8	46.6
归属于母公司利润	193.4	211.7	9.4
少数股东损益	68.4	68.5	0.2
每股收益(人民币)	0.40	0.43	9.4
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	61.9	62.3	
经营利润率	31.3	32.2	
净利率	20.0	19.2	

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 疫苗龙头，产能持续扩张

公司是国内疫苗的龙头企业，也是生产疫苗品类最多的企业。公司的疫苗既有国家计划免疫内的一类疫苗，也有计划外的二类疫苗。由于09年一类疫苗的大幅降价，公司收入和毛利都受到了较大的影响。但是，受益于甲流疫苗的快速增长，公司整体疫苗收入仍出现了较快的增长。

然而，由于产能的限制，部分疫苗出现了供不应求的状况。为此，公司将持续进行产能的扩张。公司下属生产水痘疫苗为主的长春祈健的新厂区已经投入使用，生产能力将大幅度提高，但由于竞争对手的产能也在扩张，水痘疫苗的市场竞争将明显加剧。公司将依托大股东的优势，积极进行水痘疫苗的销售。

与此同时，公司乙肝疫苗和流感疫苗的改扩建项目也在稳步推进，相关疫苗的产能将获得较大的增长。而亦庄疫苗产业基地的建设工作也在按部就班地进行之中，基地建成投产后，产能问题将不再成为公司增长的瓶颈。

### **收购成都蓉生，血制品有望快速增长**

公司已经完成了对成都蓉生的收购，未来成都蓉生将与公司本部的血液制品业务进行整合，成都蓉生将成为公司的血液制品业务平台。我们认为，未来投浆量将逐步增加，初步估计增速将保持在 15% 左右。与此同时，静注丙球产品价格有部分省份价格提高，未来人血白蛋白也有可能提价，公司血制品业务有望迎来较快的增长速度。

### **整合还将持续，长期价值突出**

公司作为中国生物集团的上市平台，未来中生集团还将不断地将下属的各生物制品研究所的资产注入上市公司，以解决同业竞争的问题，公司的长期投资价值也将日益突出。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	968	1,100	1,273	1,466	1,695
销售成本	(359)	(403)	(489)	(568)	(662)
经营费用	(194)	(244)	(275)	(315)	(363)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>415</b>	<b>453</b>	<b>508</b>	<b>583</b>	<b>670</b>
折旧及摊销	(74)	(69)	(75)	(88)	(103)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>341</b>	<b>384</b>	<b>434</b>	<b>495</b>	<b>567</b>
净利息收入/(费用)	(28)	(19)	(21)	(23)	(25)
其他收益/(损失)	(3)	(14)	5	5	5
<b>税前利润</b>	<b>310</b>	<b>351</b>	<b>418</b>	<b>477</b>	<b>547</b>
所得税	(48)	(71)	(71)	(76)	(87)
少数股东权益	(68)	(69)	(75)	(83)	(91)
<b>净利润</b>	<b>193</b>	<b>212</b>	<b>271</b>	<b>318</b>	<b>368</b>
<b>核心净利润</b>	<b>196</b>	<b>222</b>	<b>267</b>	<b>313</b>	<b>364</b>
每股收益(港币)	0.396	0.434	0.555	0.651	0.754
核心每股收益(港币)	0.401	0.454	0.547	0.642	0.745
每股股息(港币)	0.200	0.000	0.278	0.325	0.377
收入增长(%)	82	14	16	15	16
息税前利润增长(%)	74	13	13	14	15
息税折旧前利润增长(%)	72	9	12	15	15
每股收益增长(%)	23	9	28	17	16
核心每股收益增长(%)	16	13	21	17	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	180	345	397	564	776
应收帐款	110	146	137	154	175
库存	267	484	489	568	662
其他流动资产	53	83	88	102	119
<b>流动资产总计</b>	<b>610</b>	<b>1,058</b>	<b>1,111</b>	<b>1,388</b>	<b>1,732</b>
固定资产	438	782	782	739	681
无形资产	16	141	147	152	157
其他长期资产	132	180	89	96	103
<b>长期资产总计</b>	<b>587</b>	<b>1,103</b>	<b>1,017</b>	<b>986</b>	<b>941</b>
<b>总资产</b>	<b>1,196</b>	<b>2,161</b>	<b>2,129</b>	<b>2,375</b>	<b>2,674</b>
应付帐款	69	151	158	183	212
短期债务	160	450	390	330	270
其他流动负债	54	452	497	547	602
<b>流动负债总计</b>	<b>283</b>	<b>1,053</b>	<b>1,045</b>	<b>1,059</b>	<b>1,083</b>
长期借款	60	30	10	0	0
其他长期负债	96	129	0	0	0
股本	488	488	488	488	488
储备	176	310	359	518	702
<b>股东权益</b>	<b>664</b>	<b>799</b>	<b>848</b>	<b>1,007</b>	<b>1,190</b>
少数股东权益	93	150	226	309	400
<b>总负债及权益</b>	<b>1,196</b>	<b>2,161</b>	<b>2,129</b>	<b>2,375</b>	<b>2,674</b>
每股帐面价值(人民币)	1.36	1.64	1.74	2.06	2.44
每股有形资产(人民币)	1.33	1.35	1.43	1.75	2.12
每股净负债(现金)	0.08	0.28	0.01	(0.48)	(1.04)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	310	351	418	477	547
折旧与摊销	74	69	75	88	103
净利息费用	28	19	21	23	25
运营资本变动	(7)	58	62	(36)	(48)
税金	(48)	(71)	(71)	(76)	(87)
其他经营现金流	11	22	0	0	0
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>367</b>	<b>448</b>	<b>505</b>	<b>476</b>	<b>539</b>
购买固定资产净值	(179)	(191)	(80)	(50)	(50)
投资减少/增加	6	0	0	0	0
其他投资现金流	(27)	(16)	(6)	(7)	(8)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(200)</b>	<b>(207)</b>	<b>(86)</b>	<b>(57)</b>	<b>(58)</b>
净增权益	0	1	0	0	0
净增债务	80	50	(80)	(70)	(60)
支付股息	(98)	0	(136)	(159)	(184)
其他融资现金流	(148)	(128)	(150)	(23)	(25)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(166)</b>	<b>(77)</b>	<b>(366)</b>	<b>(252)</b>	<b>(269)</b>
现金变动	1	165	53	167	212
期初现金	179	180	345	397	564
公司自由现金流	167	241	418	419	481
权益自由现金流	219	272	317	326	396

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	42.9	41.2	39.9	39.8	39.5
息税前利润率	35.2	34.9	34.1	33.8	33.5
税前利润率	32.0	31.9	32.8	32.5	32.3
净利率	20.0	19.2	21.3	21.7	21.7
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	2.2	1.0	1.1	1.3	1.6
利息覆盖率	12.4	20.1	20.7	21.4	22.3
净权益负债率(%)	5.3	14.3	0.3	净现金	净现金
速动比率	1.2	0.5	0.6	0.8	1.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	59.0	53.9	42.1	35.9	31.0
核心业务市盈率	58.3	51.5	42.7	36.4	31.4
目标价对应核心业务市	62.3	55.1	45.7	38.9	33.5
盈率					
市净率	17.2	14.3	13.5	11.3	9.6
价格/现金流	31.1	25.5	22.6	24.0	21.2
企业价值/息税折旧前利	27.7	25.7	22.8	19.6	16.7
润					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	262.3	339.9	363.1	339.8	339.1
应收帐款周转天数	44.2	42.5	40.5	36.2	35.5
应付帐款周转天数	20.5	36.5	44.3	42.4	42.5
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	50.5	0.0	50.0	50.0	50.0
净资产收益率	29.1	26.5	32.0	31.6	30.9
资产收益率	24.1	14.2	16.9	17.5	17.8
已运用资本收益率	34.9	26.9	29.4	30.1	30.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 16 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。



## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371