

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

天坛生物

600161

推荐

疫苗逐步恢复, 血液制品快速增长, 资产整合预期, 长期看好

天坛生物公布 2010 年半年报, 归属于上市公司净利润 1.30 亿, 同比上涨 17.32%, 实现每股收益 0.25 元, 符合市场预期。

投资要点:

■ **营业收入增长 2.3%, 营业利润降低 6.7%, 但归属于母公司净利增长 17.3%**(以 09 年同期成都蓉生并表数据比较)。上半年公司实现营业收入 5.74 亿, 同比增长 2.3%; 营业利润 1.8 亿, 同比减少 6.71%; 归属于上市公司净利 1.3 亿, 同比增长 17.3%。净利润增长主要来自成都蓉生血液制品销售增长。

■ **受疫苗产品一季度影响, 上半年营业收入略低于预期, 二季度逐步恢复, 预计对全年影响较小**

疫苗收入下降, 毛利率降低: 上半年疫苗实现营业收入 3.07 亿, 同比下降 11%; 毛利率 62.3%, 同比下降 8.08%。营业收入下降主要由于麻腮风系列疫苗一季度无销售, 甲流疫苗收储大幅减少所致。麻腮风系列疫苗二季度已逐步恢复。疫苗价格下降降低毛利率, 该影响较长期。

■ **血液制品销售大幅增长 30%, 随着投浆量增加和新浆站的建设, 预计血液制品将持续增长, 优势逐步体现。**血液制品上半年实现营业收入 2.6 亿元, 毛利率提高 11%, 合并成都蓉生后, 公司血液制品优势逐步体现, 血液制品增长率超过疫苗, 销售收入未来或可超过疫苗收入。

■ **资产重组进展顺利, 整合后公司资源优势将更加突出:** 公司向北京所收购土地使用权正办理过户, 完成后, 即会启动向成都所和北京所发行股份, 资产重组前景明朗。未来预期公司有合并上生所、武汉所和兰州所的可能, 有望成为国内血液制品巨头。

■ **应收账款增加 5,984 万元, 导致经营性现金流为负, 每股-0.005 元。**

■ **疫苗行业龙头, 血液制品快速发展, 公司前景继续看好, 维持推荐评级。**我们预计公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.52、0.54、0.62 元, 维持推荐评级。

风险提示: 公司经营性现金流不好, 应收账款较多。

6-12 个月目标价: 26.50 元

当前股价: 22.93 元

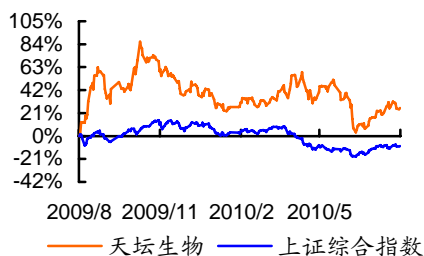
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2596.58
总股本(百万)	488
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	112
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.94
资产负债率	56.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天坛生物	7.91	-13.37	-3.45
上证综合指数	0.95	-0.99	-15.16



相关报告

《天坛生物-甲流疫苗增厚利润 期待后续资产整合》2010-3-17

《天坛生物-业绩符合预期 行业向好趋势明确》2009-8-18

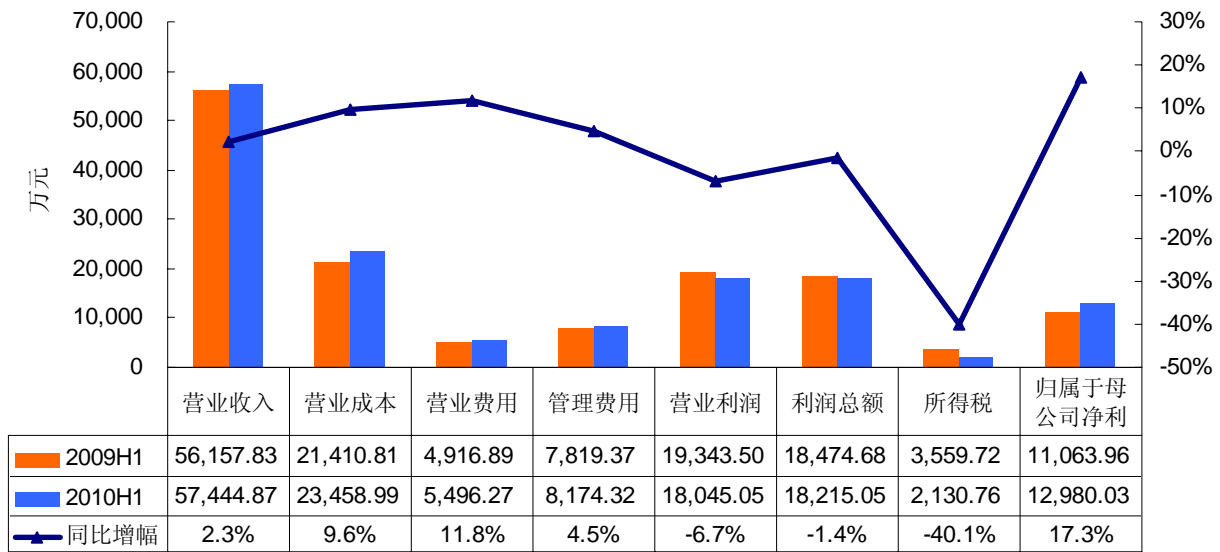
《天坛生物-行业增长迅速 资产注入确定》2009-3-2

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1100	1107	1203	1399
同比(%)	14%	1%	9%	16%
归属母公司净利润(百万元)	212	256	262	302
同比(%)	9%	21%	2%	15%
毛利率(%)	63.4%	62.6%	60.0%	58.9%
ROE(%)	26.5%	24.3%	19.9%	18.6%
每股收益(元)	0.43	0.52	0.54	0.62
P/E	52.89	43.71	42.80	37.12
P/B	14.02	10.61	8.50	6.92
EV/EBITDA	26	23	22	19

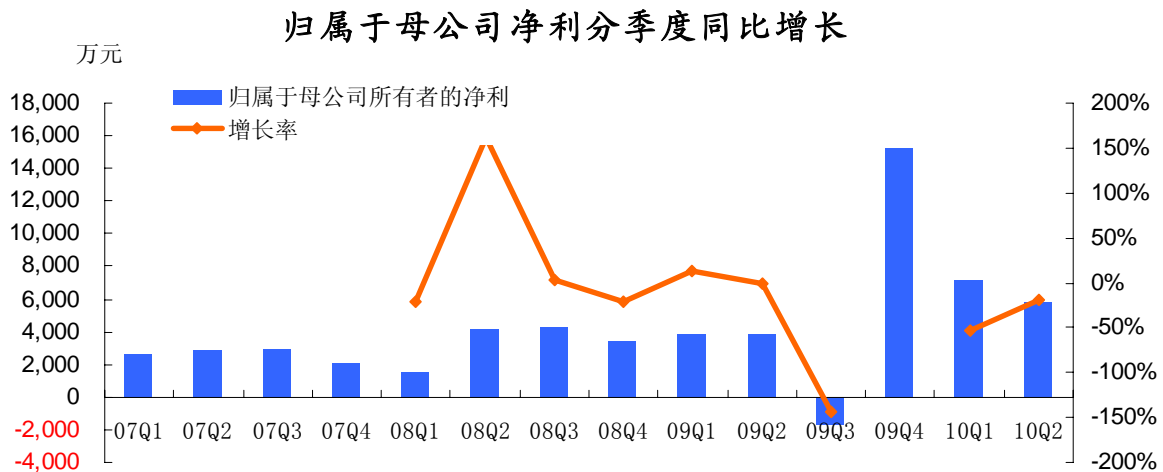
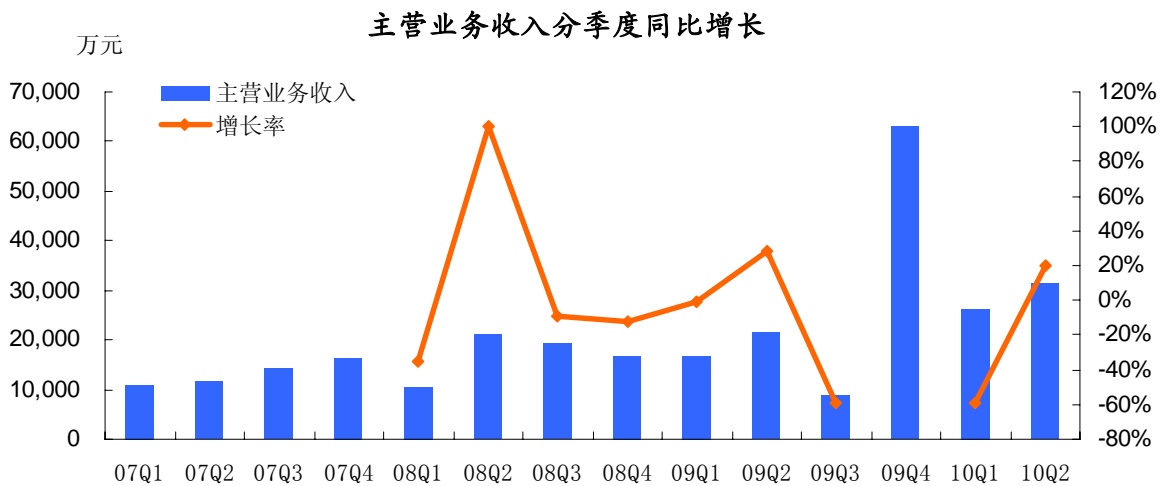
资料来源: 中投证券研究所

图 1：天坛生物 10 年中期主要盈利性指标变化



资料来源：天坛生物 10 年半年报、中投证券研究所，09 年中期数据包含成都蓉生

图 2：天坛生物分季度数据



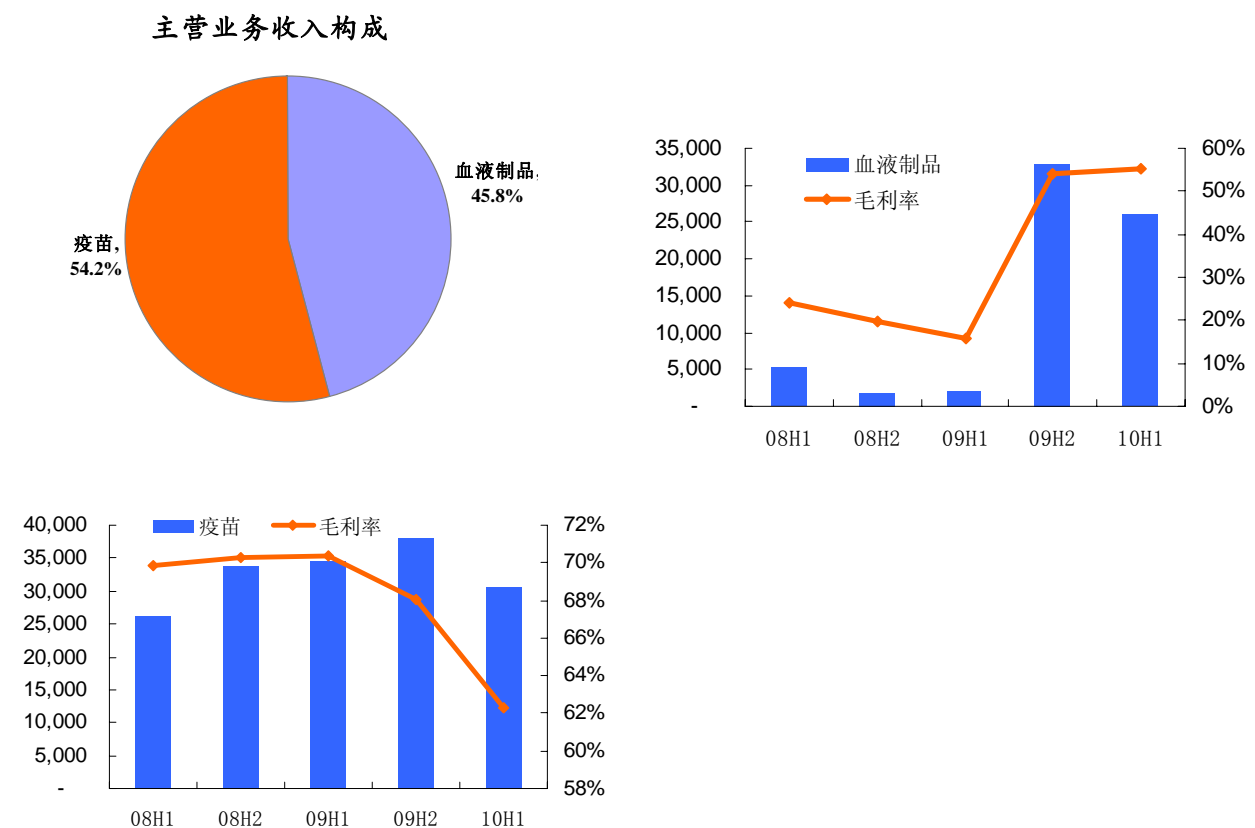
资料来源：天坛生物历年报表、中投证券研究所，09年四季度开始，成都蓉生并表

表 1：天坛生物的季度盈利性数据

财务指标(万)	09年 1Q	09年 2Q	09年 3Q	09年 4Q	10年 1Q	10年 2Q	2Q 环比
营业总收入	16,782.4	21,475.1	8,687.7	63,080.2	26,083.8	31,361.1	20.2%
营业成本	4,656.8	8,070.3	2,634.9	24,958.9	10,683.0	12,776.0	19.6%
营业费用	1,690.7	2,472.6	2,604.9	4,942.9	1,729.4	3,766.8	117.8%
管理费用	2,091.6	3,449.1	4,682.4	8,190.6	3,465.0	4,709.4	35.9%
财务费用	152.8	285.6	163.7	1,305.9	327.1	647.2	97.9%
营业利润	7,195.2	6,969.3	-1512.7	22,780.1	9,534.0	8,511.0	-10.7%
利润总额	7,256.5	5,790.0	-1580.9	23,637.3	9,565.3	8,649.7	-9.6%
所得税	1,528.1	416.7	-215.5	5,355.1	1,454.3	676.5	-53.5%
归属于母公司净利润	3,813.3	3,807.0	-1635.8	15,181.5	7,190.4	5,789.6	-19.5%
EPS	0.08	0.08	-0.04	0.29	0.14	0.11	-21.4%
毛利率	27.7%	37.6%	30.3%	39.6%	41.0%	40.7%	-0.5%
营业费用率	10.1%	11.5%	30.0%	7.8%	6.6%	12.0%	81.2%
管理费用率	12.5%	16.1%	53.9%	13.0%	13.3%	15.0%	13.0%
营业利润率	42.9%	32.5%	-17.4%	36.1%	36.6%	27.1%	-25.8%
实际所得税率	21.1%	7.2%	13.6%	22.7%	15.2%	7.8%	-48.6%

资料来源：天坛生物历年报表、中投证券研究所，09年四季度开始，成都蓉生并表，因此不做季度同比

图 3：天坛生物主要产品增长情况



资料来源：天坛生物历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1058	1030	1137	1294	营业收入	1100	1107	1203	1399
现金	345	300	300	300	营业成本	403	414	481	575
应收账款	134	135	147	171	营业税金及附加	12	12	13	15
其它应收款	12	12	13	15	营业费用	117	100	108	126
预付账款	83	85	99	118	管理费用	184	157	171	199
存货	484	498	578	690	财务费用	19	20	18	11
其他	0	0	0	0	资产减值损失	9	9	9	9
非流动资产	1103	1355	1583	1690	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	63	63	63	63	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	522	736	883	915	营业利润	354	394	402	464
无形资产	141	263	384	505	营业外收入	11	0	0	0
其他	376	293	253	207	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	2161	2385	2719	2985	利润总额	351	394	402	464
流动负债	1053	942	934	805	所得税	71	59	60	70
短期借款	420	351	327	170	净利润	280	335	342	394
应付账款	41	42	49	58	少数股东损益	69	79	80	93
其他	592	549	558	577	归属母公司净利润	212	256	262	302
非流动负债	159	159	159	159	EBITDA	443	487	519	593
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.43	0.52	0.54	0.62
其他	129	129	129	129					
负债合计	1212	1101	1093	964	主要财务比率				
少数股东权益	150	229	310	403	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	488	488	488	488	成长能力				
资本公积	46	46	46	46	营业收入	13.7%	0.6%	8.7%	16.3%
留存收益	264	521	782	1084	营业利润	17.0%	11.2%	2.1%	15.3%
归属母公司股东权益	799	1055	1316	1618	归属于母公司净利润	9.4%	21.0%	2.1%	15.3%
负债和股东权益	2161	2385	2719	2985	获利能力				
					毛利率	63.4%	62.6%	60.0%	58.9%
					净利率	19.2%	23.1%	21.7%	21.6%
					ROE	26.5%	24.3%	19.9%	18.6%
					ROIC	36.1%	31.4%	25.7%	25.4%
					偿债能力				
					资产负债率	56.1%	46.2%	40.2%	32.3%
					净负债比率				
					流动比率	1.00	1.09	1.22	1.61
					速动比率	0.54	0.56	0.60	0.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.49	0.47	0.49
					应收账款周转率	7	6	7	7
					应付账款周转率	17.21	9.99	10.59	10.72
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.52	0.54	0.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.82	0.75	0.81
					每股净资产(最新摊薄)	1.64	2.16	2.70	3.31
					估值比率				
					P/E	52.89	43.71	42.80	37.12
					P/B	14.02	10.61	8.50	6.92
					EV/EBITDA	26	23	22	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

訾猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434