

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

天坛生物

600161

推荐

“加强免疫”和“免疫升级”利好，疫苗行业龙头长期看好

2010年9月1日，卫生部称“9月11-20日，将为全国1亿名儿童免费接种麻疹疫苗”。本次加强免疫活动为2010年8月《2010-2012年全国消除麻疹行动方案》的实施，天坛生物股价出现异动。

投资要点:

■ 公司将从“加强免疫”和“免疫升级”两大角度受益:

“加强免疫”一轻度利好，本次行动将直接增加公司今年度麻疹疫苗收入：本次加强免疫为每人一针剂麻疹疫苗，受益儿童1.1亿人，总共将产生收入1.1亿。按公司目前所占市场份额约7.5%计算，可增加705万元收入，贡献EPS0.006元。公司为政府储备重点采购单位，本次采购可能占据更高的市场份额，对利润的贡献还可加大。

“免疫升级”一重度利好，本次方案将带来产品升级，麻风二联疫苗将逐步取代麻疹疫苗，公司为麻风二联疫苗目前唯一生产商，将显著受益：本次行动方案提出，“从2011年开始，实现8月龄儿童全部使用麻风联合疫苗，18-24月龄儿童全部使用麻腮风联合疫苗”。公司麻疹疫苗预计11年销量为773人份。若全部替换成麻风二联疫苗，二联疫苗和麻疹疫苗价格分别为5.8、1.1元/人份，公司收入将增加约3,300万，贡献EPS0.028元。由于麻风二联疫苗为公司独家生产，预计产销量将大幅提高，对EPS的贡献将大大超过0.028元。

■ 疫苗产业龙头，产品线齐全。公司是一类疫苗产品线最全的公司，主要有乙肝疫苗、麻疹系列疫苗、百白破、乙脑、脊髓灰质炎疫苗等，具有竞争优势，长期看好。

■ 血液制品长期看好，资产整合预期依旧。

■ 公司为疫苗行业龙头，长期看好，维持推荐评级。我们暂不调整盈利预测，会持续关注疫苗升级实施情况，维持对公司10、11、12年EPS预测分别为0.52、0.54、0.62元(11年因甲流收入没有，EPS增速下降)。

风险提示：产品升级的实施力度具有不确定性。

6-12个月目标价：26.50元

当前股价：24.38元

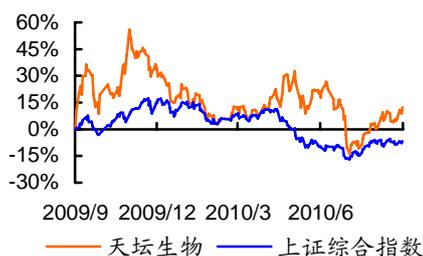
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2655.78
总股本(百万)	488
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	119
EPS (TTM)	0.54
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	8.65	-7.58	0.74
上证综合指数	-0.63	3.28	-13.58



相关报告

《天坛生物-疫苗逐步恢复，血液制品快速增长，资产整合预期，长期看好》2010-8-25  
《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

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

## 一、我国麻疹消除行动计划

2005年，我国向世界卫生组织承诺，到2012年实现消除麻疹的目标。随后我国卫生部印发了《2006-2012年全国消除麻疹行动计划》，2010年8月再次印发了《2010-2012年全国消除麻疹行动方案》，以加速消灭麻疹，达到目标。

2008年，我国实施《扩大国家免疫规划》，将一类疫苗从6个扩大至15个，其中就有将麻疹联合疫苗列入一类疫苗，8月龄接种麻疹疫苗，18-24月龄由麻疹疫苗替换为接种麻腮风三联疫苗。

(注：麻疹疫苗接种分两次，第一次为新生儿8月龄，目前以接种单纯麻疹疫苗为主；第二次为加强免疫，新生儿18-24月龄接种，目前以接种麻腮风三联疫苗为主)

表 1: 《2006-2012 年全国消除麻疹行动计划》和《2010-2012 年全国消除麻疹行动方案》比较

比较项目	2006-2012 行动计划	2010-2012 行动计划
出台背景	中国响应世界卫生组织号召，承诺至2012年消灭麻疹。 此前美洲与2000年已消灭麻疹，欧洲区、东地中海区分别承诺2007年、2010年消灭。	距离2012年仅2年时间，为了达到2012年消灭麻疹目标，提出进一步行动方案。
目标	至2012年，全国麻疹发病率低于1/100万以下，无本土麻疹传播。	至2012年，全国麻疹发病率低于1/100万以下，无本土麻疹传播。 10年控制在25-30/100万，11年控制在5-10/100万以下，12年控制在1/100万以下
主要具体措施	1、确保2剂次麻疹疫苗接种率：将第2剂集中由7岁调整至18-24月龄； 2、对2-7岁儿童进行第2剂补种； 3、加强免疫：针对7-14岁儿童。	1、从2011年开始，实现8月龄儿童全部使用麻风联合疫苗，18月龄-24月龄儿童全部使用麻腮风联合疫苗； 2、加强免疫：2010年秋季，全国开展强化免疫。

资料来源：卫生部网站，中投证券研究所

## 二、本次强化免疫稍有利好，但免疫升级带来的新增

### 长预期值得期待

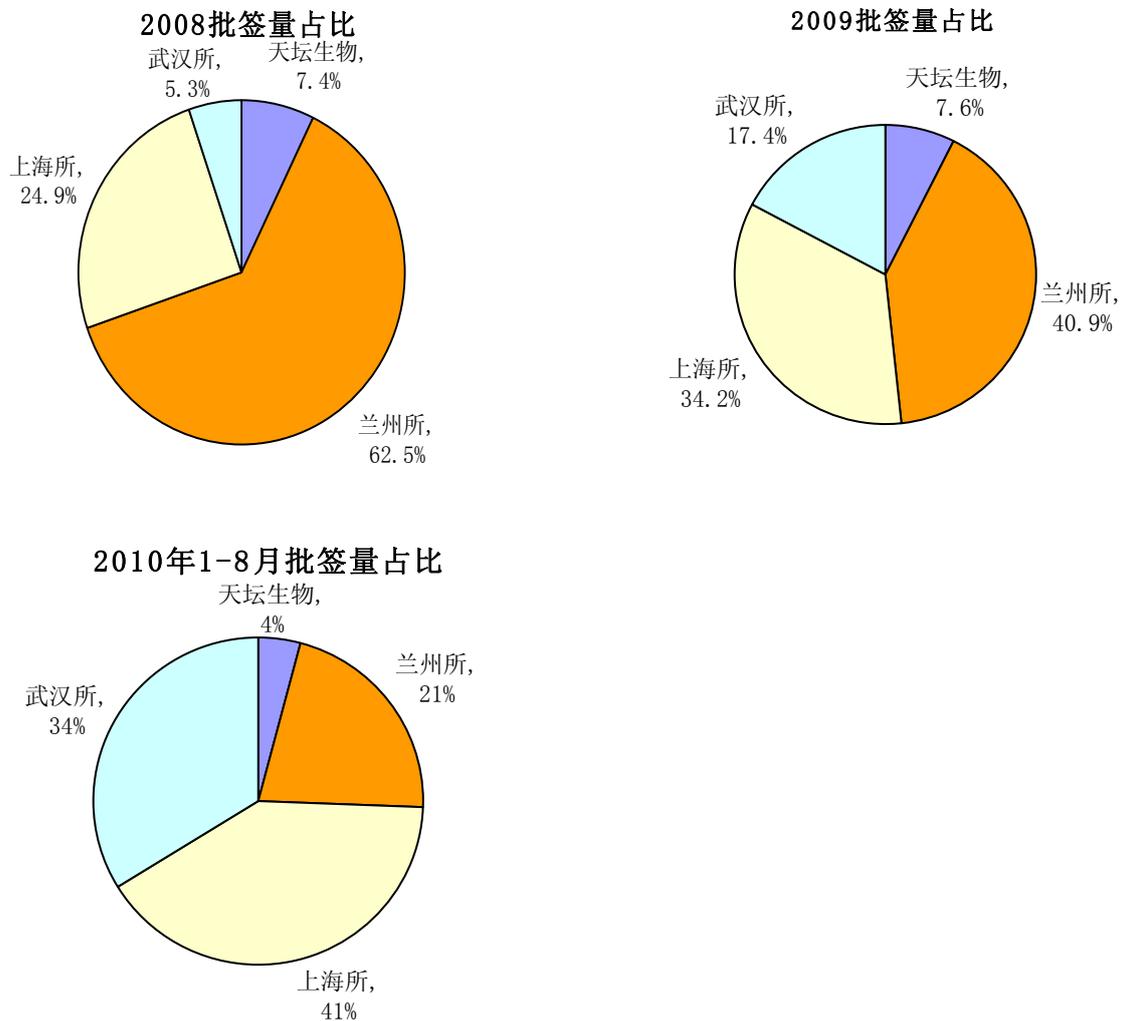
1、目前麻疹疫苗市场概况：麻疹疫苗总量08年4,854万支，09年为6,684万剂，10年1-8月15日为3,855万剂。生产商为四家：天坛生物、兰州所、上海所、武汉所，天坛生物08、09年占比分别为7.4%和7.6%，10年上半年稍有下降至4.1%。

表 2: 麻疹疫苗批签发数据(单位为支/瓶, 每瓶 2 人份)

麻疹减毒活疫苗批签发量				
	2008 年	2009 年	2010 年 1 月-8 月 15 日	2010 年占比
天坛生物	3,568,477	5,056,865	1,596,836	4.1%
兰州所	30,315,100	27,325,090	8,236,696	21.4%
上海所	12,071,333	22,858,357	15,611,909	40.5%
武汉所	2,580,440	11,602,660	13,077,265	33.9%
总计	48,535,350	66,842,972	38,522,706	

资料来源: 中国生物制品检验所, 中投证券研究所

图 1: 2008、2009、2010 年 1-8 月 15 日麻疹疫苗批签发占比比较



资料来源: 中国生物制品检验所, 中投证券研究所

**2、“加强免疫”一轻度利好:** 本次加强免疫为每人一针剂单纯麻疹疫苗, 总共将产生收入 1.1 亿元。天坛所占市场份额约 7.5%, 可增加 705 万元收入, 贡献 EPS0.006 元。若本次加强免疫公司可占据更高的市场份额, 对利润的贡献还可加大。

表 3: 市占率对加强免疫敏感性分析

市场占有率	敏感性分析							
	7.50%	15%	30%	45%	60%	75%	90%	100%
营业收入增加(万)	705	1,410	2,821	4,231	5,641	7,051	8,462	9,402
营业成本增加	367	733	1,467	2,200	2,933	3,667	4,400	4,889
净利润增加	288	575	1,151	1,726	2,302	2,877	3,452	3,836
EPS 增加	0.006	0.012	0.024	0.035	0.047	0.059	0.071	0.079

资料来源: 中投证券研究所

**3、“免疫升级”一重度利好:** 我国提出到 2012 年将消除麻疹, 本次《2010-2012 年全国消除麻疹行动方案》中提出, “从 2011 年开始, 实现 8 月龄儿童全部使用麻风联合疫苗, 18-24 月龄儿童全部使用麻腮风联合疫苗”。公司麻疹疫苗 09 年销量约 951 万人份, 预计 11 年为 773 万人份。若 11 年麻疹疫苗全部替换成麻风二联疫苗, 麻风二联疫苗、麻疹疫苗价格分别为 5.8、1.1 元/人份, 公司收入将增加约 3,300 万元, 贡献 EPS0.028 元。目前麻风二联疫苗为公司独家生产, 预计市占率将提高, 对 EPS 的贡献将大大超过 0.028 元。

表 4: 麻风二联疫苗批签发量, 仅天坛生物生产

年份	麻风二联疫苗(瓶/1 人份)		
	2008 年	2009 年	2010 年 1 月-8 月 15 日
天坛生物	20,098,835	3,313,285	8,899,218

资料来源: 中国生物制品检验所, 中投证券研究所

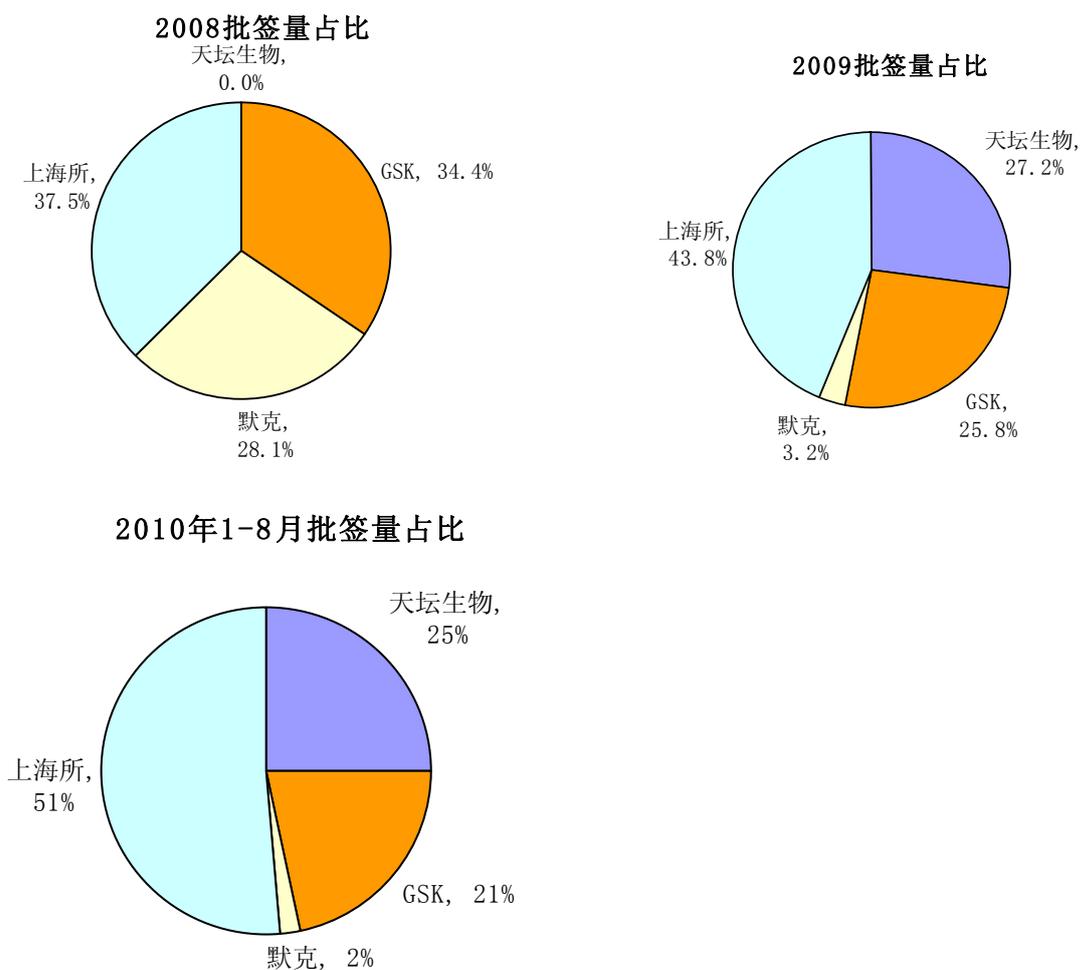
**4、未来产品可能全面升级成麻腮风三联, 增长可期:** 麻腮风三联疫苗效果好于麻风二联和麻疹疫苗, 且接种次数减少。未来麻腮风三联全面取代麻疹疫苗和麻风二联疫苗可期。公司麻腮风三联疫苗占据市场 25% 的市场份额, 且市场份额稳定, 未来的产品结构升级带来收入超预期增长可期。

表 5: 麻腮风三联疫苗批签发量

	麻腮风三联疫苗批签发量			
	2008 年	2009 年	2010 年 1 月-8 月 15 日	2010 年占比
天坛生物	0	3,679,585	4,054,558	25.1%
GSK	2,481,123	3,495,820	3,460,848	21.5%
默克	2,025,935	429,290	315,010	2.0%
上海所	2,703,328	5,934,691	8,298,688	51.5%
总计	7,210,386	13,539,386	16,129,104	

资料来源: 中国生物制品检验所, 中投证券研究所

图 2: 2008、2009、2010 年 1-8 月 15 日麻腮风疫苗批签发占比比较



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
<b>流动资产</b>	1058	1030	1137	1294	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	2161	2385	2719	2985	<b>利润总额</b>	351	394	402	464
<b>流动负债</b>	1053	942	934	805	所得税	71	59	60	70
短期借款	420	351	327	170	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	212	256	262	302
<b>非流动负债</b>	159	159	159	159	EBITDA	443	487	519	593
长期借款	30	30	30	30	<b>EPS (元)</b>	0.43	0.52	0.54	0.62
其他	129	129	129	129					
<b>负债合计</b>	1212	1101	1093	964	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	150	229	310	403	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	488	488	488	488	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	2161	2385	2719	2985	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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