

生物制品 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

天坛生物

600161

推荐

疫苗产品步入稳定增长轨道，血液制品将快速增长

天坛生物公布 2010 年三季报，1-9 月归属于上市公司净利润为 1.84 亿，同比上涨 45%，实现每股收益 0.36 元，7-9 月归属于上市公司净利润为 0.54 亿，同比上涨 234.46%，实现每股收益 0.1 元；符合市场预期。

投资要点：

- **业绩增长恢复：**1-9 月营业收入同比增长 12.8%，营业利润同比增长 14.1%，归属于母公司净利润同比增长 45%；7-9 月，营业收入同比增长 42.2%，营业利润同比增长 158%，归属于母公司净利润同比增长 234%。
- **疫苗生产步入正常轨道，保持稳定增长：**麻腮风系列疫苗批签发数据已超过去年全年，公司减少麻疹单价苗生产，增加麻风二联和麻腮风三联疫苗的生产，二联、三联苗价格和利润均高于单价苗，该举措促进收入大幅增长；乙肝批签发 3-10 月，每月均维持在 300-500 万份的高位，预计全年销售可实现快速增长；水痘疫苗、乙脑、无细胞百白破、脊髓灰质炎、流感裂解疫苗均保持稳定增长。
- **09 年公司因麻腮风系列生产线染菌而影响将近一年的销售，我们认为公司未来将接受过去的教训，加强生产管理和内部控制，避免类似悲剧的发生，同时可以提高生产效率，对公司的业绩产生积极的作用。**
- **预计公司将继续新建浆站，拓展浆源，公司在血液制品行业的优势将继续扩大：**公司收购成都蓉生后，共有 15 个浆站，08 年受地震影响，09 年部分浆站改造，采浆能力未全部发挥，预计未来采浆能力将逐步回升；公司有在四川新建 5 个浆站的许可，我们预计 11 年公司将继续新建 2 个浆站，公司血液制品方面的优势将逐步凸显。
- **公司 β 干扰素预计 11 年将获得新药证书，有望开始生产销售，未来公司可能在生物医药方面有进一步发展。**
- **疫苗产品稳定增长，血液制品快速增长，未来有望发展生物医药类产品，我们长期看好公司的投资价值。**我们预计公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.51、0.56、0.63 元，维持推荐评级。

风险提示：集团整合尚未明确，有不确定性。

6-12 个月目标价：26.50 元

当前股价：23.70 元

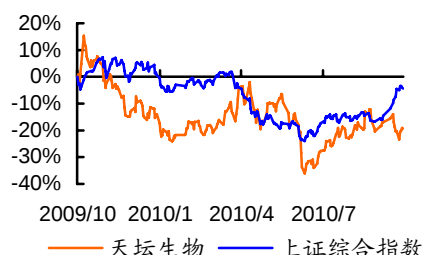
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2975.04
总股本(百万)	515
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	116
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	1.84
资产负债率	56.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天坛生物	0.00	12.11	-12.09
上证综合指数	0.00	16.10	-0.81



相关报告

《天坛生物-“加强免疫”和“免疫升级”利好，疫苗行业龙头长期看好》2010-9-3
《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

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1100	1125	1255	1454
同比(%)	14%	2%	12%	16%
归属母公司净利润(百万元)	212	261	287	326
同比(%)	9%	23%	10%	14%
毛利率(%)	63.4%	61.5%	59.6%	58.6%
ROE(%)	26.5%	18.0%	16.5%	15.8%
每股收益(元)	0.41	0.51	0.56	0.63
P/E	57.72	48.99	44.48	39.18
P/B	15.30	8.81	7.36	6.19
EV/EBITDA	28	27	24	21

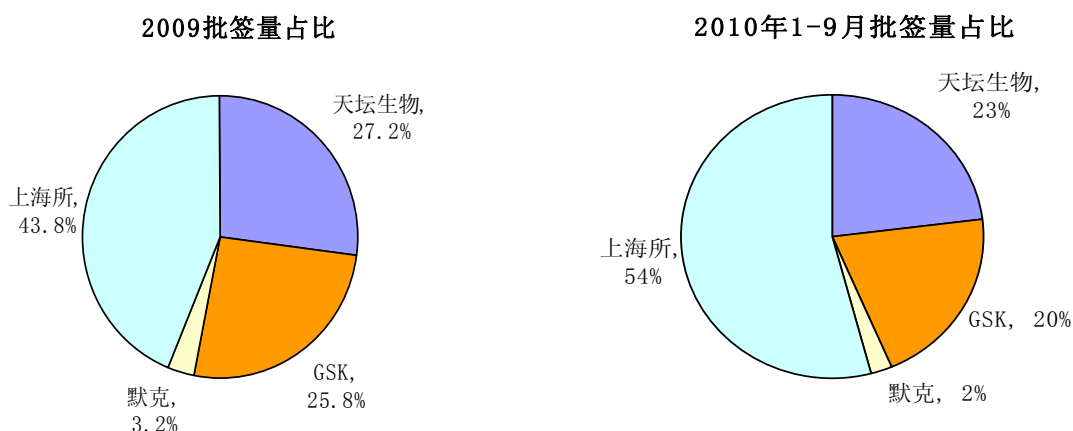
资料来源：中投证券研究所

表 1: 天坛生物麻腮风疫苗批签发数据

麻腮风三联疫苗批签发量				
	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月	2010 年 1-9 月占比
天坛生物	0	3,679,585	4,200,866	23.2%
GSK	2,481,123	3,495,820	3,698,127	20.4%
默克	2,025,935	429,290	411,545	2.3%
上海所	2,703,328	5,934,691	9,814,395	54.1%
总计	7,210,386	13,539,386	18,124,933	100%

资料来源: 中国生物制品检定所, 中投证券研究所

图 1: 天坛生物麻腮风疫苗批签发数据比较



资料来源: 中国生物制品检定所, 中投证券研究所

表 2: 天坛生物麻风二联疫苗批签发数据

麻风二联疫苗(瓶/1 人份)			
年份	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
天坛生物	20,098,835	3,313,285	9,044,021

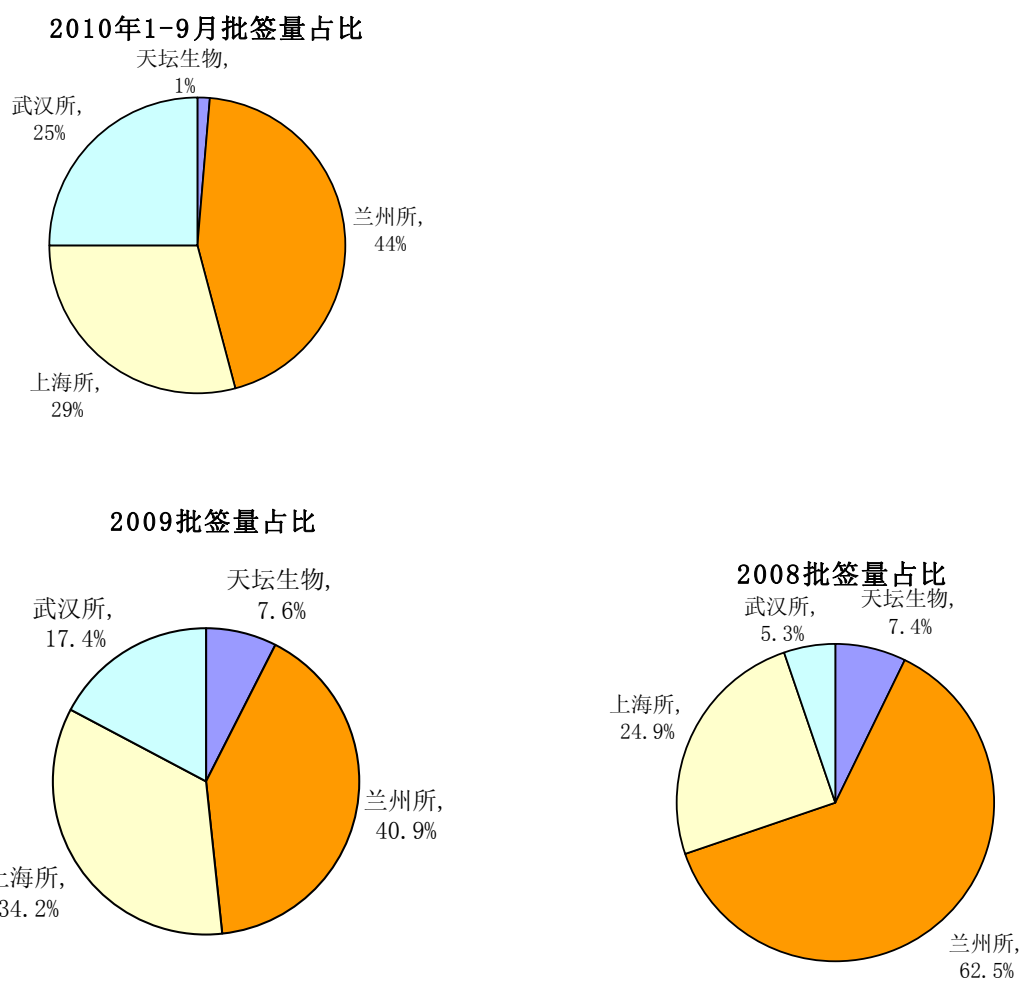
资料来源: 中国生物制品检定所, 中投证券研究所

表 3: 天坛生物麻疹疫苗批签发数据

麻疹减毒活疫苗批签发量				
	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月	2010 年 1-9 月占比
天坛生物	3,568,477	5,056,865	779,435	1.5%
兰州所	30,315,100	27,325,090	23,238,300	44.4%
上海所	12,071,333	22,858,357	15,225,090	29.1%
武汉所	2,580,440	11,602,660	13,145,405	25.1%
总计	48,535,350	66,842,972	52,388,230	100%

资料来源: 中国生物制品检定所, 中投证券研究所

图 2：天坛生物麻疹疫苗批签发数据比较



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
流动资产	1058	1129	1297	1644	营业收入	1100	1125	1255	1454
现金	345	370	418	605	营业成本	403	434	507	602
应收账款	134	108	121	140	营业税金及附加	12	12	14	16
其它应收款	12	12	13	15	营业费用	117	101	113	131
预付账款	83	89	104	124	管理费用	184	160	179	207
存货	484	521	608	723	财务费用	19	7	-8	-13
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	401	442	502
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	2485	2880	3335	利润总额	351	401	442	502
流动负债	1053	645	665	693	所得税	71	60	66	75
短期借款	420	50	50	50	净利润	280	341	376	427
应付账款	41	44	51	61	少数股东损益	69	80	88	100
其他	592	551	563	582	归属母公司净利润	212	261	287	326
非流动负债	159	159	159	159	EBITDA	443	482	533	608
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.41	0.51	0.56	0.63
其他	129	129	129	129					
负债合计	1212	804	824	852	主要财务比率				
少数股东权益	150	231	319	420	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	488	515	515	515	成长能力				
资本公积	46	409	409	409	营业收入	13.7%	2.3%	11.6%	15.8%
留存收益	264	525	813	1139	营业利润	17.0%	13.3%	10.1%	13.5%
归属母公司股东权益	799	1450	1737	2063	归属于母公司净利润	9.4%	23.2%	10.1%	13.5%
负债和股东权益	2161	2485	2880	3335	获利能力				
					毛利率	63.4%	61.5%	59.6%	58.6%
					净利率	19.2%	23.2%	22.9%	22.4%
					ROE	26.5%	18.0%	16.5%	15.8%
					ROIC	36.1%	30.4%	26.0%	25.6%
					偿债能力				
					资产负债率	56.1%	32.4%	28.6%	25.5%
					净负债比率				
					流动比率	1.00	1.75	1.95	2.37
					速动比率	0.54	0.94	1.04	1.33
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.48	0.47	0.47
					应收账款周转率	9	8	9	9
					应付账款周转率	17.21	10.21	10.62	10.70
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.51	0.56	0.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.71	0.71	0.78
					每股净资产(最新摊薄)	1.55	2.81	3.37	4.00
					估值比率				
					P/E	57.72	48.99	44.48	39.18
					P/B	15.30	8.81	7.36	6.19
					EV/EBITDA	28	27	24	21

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 $\pm 10\%$ 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;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

誉猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 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