

# 天坛生物(600161)/11.01 元

——并购疫苗资产和增资控股“国家疫苗中心”增强核心竞争力

张明芳  
86-10-82295577 转 615  
zhangmf@ccs.com.cn

非周期性消费品·生物制品

估值区间(除权): 10-12 元

强烈推荐 A(维持)

我们在前期“强烈推荐”天坛生物的报道中,阐述了天坛生物内生增长确立了未来三年复合增长 30%的高成长性。公司将于近期由董事会和临时股东大会讨论收购长春有限公司事宜,优质疫苗资产并购即将迈出第一步。本篇报告着重论述外延并购和开发“创新疫苗”对公司核心竞争力的有力提升。

- 纵观国际前五位疫苗厂商的发展历程,无不以并购来做大,以开发市场领先的“创新疫苗”为做强手段。类比我国现阶段 35 家疫苗生产企业涌入快速发展的疫苗市场,享有资金、技术优势的天坛生物正在获得并购发展机会。以收购长春有限公司 51%的股权为标志,天坛生物迈出了并购的第一步,后续收购重庆卫信或许也将成功。
- 以即将增资控股“国家创新疫苗研究中心”为标志,天坛生物将以此为强大的长期研发平台,后续有望持续推出新产品,乃至独家生产品种,从产品源头上领先于竞争对手,核心竞争力脱颖而出。
- 公司业绩增长特征将表现为,净利润增长率远高于主营收入增长率,销售毛利率持续上升。由于高毛利率的有价苗新品种的销售比重不断上升以及持续推出新疫苗,带动整体销售毛利率持续升高。公司内生增长和外延并购,共同推动公司未来三年业绩复合增长率达到 30%左右。考虑到收购长春有限公司将给 06 年带来 0.04 元的每股收益的投资收益贡献,我们对公司 06 年的业绩预测由 0.30 元,调升至 0.34 元。
- 维持“强烈推荐”投资评级。综合考虑发展中国家的疫苗市场处于快速成长期,其成长性远远高于发达国家的跨国疫苗公司,理应给出更高市盈率。天坛生物享有多品种优势、一类苗稳固销售渠道优势和新产品研发优势,我们认为,给予公司全流通后 30 倍市盈率中枢进行估值较为合理,股改除权后,估值区间 10~12 元。23 日复牌后,股价仍有 40%以上的上涨空间,我们维持“强烈推荐”的投资评级。

上证指数: 1613.25

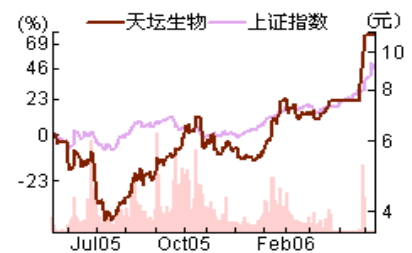
### 股本数据

A 股总股本(万)	32550
流通 A 股(万)	10950
流通市值(亿)	12.1

### 股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	53.80%	26.80%
6 个月(%)	94.80%	47.70%
1 年(%)	79.90%	32.60%
52 周波动(元)	3.72~11.10	

### 股价走势



资料来源: 招商证券

### 相关研究

业绩有望持续快速增长,调高投资评级至强烈推荐 1/11/2006  
05 年业绩符合预期,06 年保持快速增长,维持强烈推荐评级 3/10/2006  
疫苗持续升温—2006 年第二季度生物制药业投资策略 4/7/2006  
撩开“治疗性乙肝疫苗”的神秘面纱——生物制药业 05 年第四季度投资策略 9/29/2006

### 主要财务指标

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
主营收入(万元)	34336	40585	53085	62640
同比增长率(%)	18.4%	18.2%	30.8%	18.0%
营业利润(万元)	9480	12479	18665	21982
同比增长率(%)	59.7%	31.6%	49.6%	17.8%
净利润(万元)	6900	11099	14296	17035
同比增长率(%)	45.2%	60.9%	28.8%	19.2%
主营利润率(%)	55.1%	59.2%	63.6%	64.2%
营业利润率(%)	27.6%	30.7%	35.2%	35.1%
净利润率(%)	20.1%	27.3%	26.9%	27.2%

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
每股收益(元)	0.21	0.34	0.44	0.52
每股净资产(元)	2.05	2.13	2.31	2.57
净资产收益率(%)	10.3%	16.0%	19.0%	20.4%
每股股息(元)	0.26	0.26	0.26	0.26
股息收益率(%)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
负债率(%)	21.2%	25.4%	25.7%	24.4%
P/E(倍)	51.9	32.3	25.1	21.0
P/B(倍)	5.4	5.2	4.8	4.3
EV/EBITDA(倍)	25.0	20.4	14.7	12.4

## 并购和开发“创新疫苗”是全球疫苗产业的发展趋势

纵观全球五大疫苗生产商的发展历程，并购有良好市场前景的疫苗产品的竞争对手，不断充实自身的产品线，巩固其在领先疫苗和畅销疫苗领域的优势地位，已经领导着全球疫苗产业发展的潮流和趋势。

我们在 06 年第二季度投资策略中，已经阐述了未来疫苗开发的热点领域是癌症疫苗、联合疫苗、治疗性疫苗和现有疫苗的升级换代产品。表 1 中列举了五大跨国疫苗厂商近年来的并购案例和研制的创新疫苗。

表 1、全球主流疫苗厂商近年来的并购和研发一览

前五位疫苗厂商	行业地位	并购事件	创新疫苗
第一：葛兰素史克	全球第二大制药集团，2005 年销售额达 187 亿英镑，同比上升 8%，其中，疫苗销售额达 14 亿英镑，同比增长 15%，尽管目前疫苗仅占总销售额的 5%，但疫苗是该公司未来几年增长最快的部分之一。	2005 年，花费 11 亿英镑购买 Corixa，Marietta 和 ID Biomedical 公司来扩充其流感疫苗市场。2006 年，其流感疫苗“扎那米韦”的产量扩张 16 倍。	子宫颈癌疫苗 Cervarix、肺炎球菌感染疫苗 Streptorix、轮状病毒感染疫苗 Rotarix、改良的流感病毒疫苗和预防脑膜炎的复方疫苗。最具潜力的疫苗是新批准的 Cervarix，用于预防人乳头状瘤病毒感染 (HPV)，有望成为年销售 20 亿英镑的重磅炸弹级药物，以及 Rotarix 针对轮状病毒的一种新型口服疫苗，06 年在全球多个国家上市。
第二：默克	疫苗销售仅次于葛兰素史克公司，位居全球第 2，2005 年疫苗销售收入达到 14.4 亿美元，占全球 15.9% 的市场份额。	对拥有核心技术产品的小公司感兴趣	2005 年 9 月，迄今唯一的能同时预防预防麻疹、腮腺炎、风疹和水痘的四联疫苗 ProQuad 获得了 FDA 批准，Wood Mackenzie 预测，ProQuad 2009 年销售有望达到 1.94 亿美元。默克的宫颈癌疫苗 Gardasil 同样具有成为重磅炸弹级药物的潜力，05 年已经获准率先上市。其轮状病毒疫苗 Roteateq 也已率先上市。
第三：惠氏	以 11.3 亿美元的销售收入和 12.5% 的市场份额占据全球疫苗市场的第 3 位。	疫苗业务停顿近 20 年，03 年恢复	其单一的疫苗产品 Prevnar，预防婴幼儿侵入型肺炎球菌感染，在全球最畅销，目前销售额达到了 10.5 亿美元，Wood Mackenzie 预测，2009 年前其年销售将达到 18.6 亿美元。
第四：赛诺菲巴斯德	位居全球疫苗市场第 4 位，疫苗销售收入达到 8.83 亿美元，市场份额 9.8%。Wood Mackenzie 公司预计，2009 年，葛兰素史克公司和默克将分别退居全球疫苗市场第 2 和第 3 位，而赛诺菲-安万特公司将成为全球疫苗市场的头号企业。	2004 年，赛诺菲以 537 亿欧元收购了安万特	全球最大流感疫苗生产商
第五：诺华	全球最大的仿制药生产商	2005 年诺华出资 51 亿美元，收购了全球第五大疫苗企业凯龙公司 58% 的股权。	凯龙是率先生产亚单位型流感疫苗、拥有 30 多个疫苗品种的厂商。

资料来源：招商证券研究

可见，跨国疫苗巨头无不以并购来做大，以开发市场领先的“创新疫苗”来做强。类比我国现阶段 35 家疫苗生产企业涌入快速发展的疫苗市场，享有资金、技术优势的企业将获得并购发展机会。图 1 中比较了 5 家公司的估值指标。

图 1：5 家跨国疫苗公司的估值比较

公司名称	收盘价 (06/5/17)	05EPS	06EPS	07EPS	05PE	06PE	07PE	PEG
Merck & Co. Inc. (MRK)	35.12	2.51	2.39	2.38	14.0	14.7	14.8	4.09
Glaxosmithkline plc (GSK)	58.38	2.41	3.33	3.5	24.2	17.5	16.7	2.63
Novartis AG (NVS)	57.71	2.41	3.11	3.46	23.9	18.6	16.7	1.47
Sanofi-Aventis (SNY)	48.9	1.42	3.26	3.46	34.4	15.0	14.1	2.45
Wyeth (WYE)	49.71	2.721	3.08	3.36	18.3	16.1	14.8	1.85

资料来源：招商证券研究

## 天坛生物迈出了并购优质疫苗资产的第一步

天坛生物是当今沪深两市唯一的主营疫苗生产的企业，也是中国生物技术集团公司（以下简称中生集团）旗下唯一的一家上市公司，作为中生集团唯一的融资平台，中生集团确立了逐步整合疫苗资产和血液制品资产的战略目标。

天坛生物日前发布公告称，于 2006 年 4 月 29 日与长春生物制品研究所签订了关于收购其拥有的长春生物制品研究所有限公司（以下简称“长春有限”）51% 的股权的意向书，并于 2006 年 5 月 8 日草签了此收购项目的《股权转让协议》。目前，长生所和长春生物高技术应用研究所分别持有长春有限 78.13% 和 21.87% 的股权，此次股权转让完成后，公司、长生所和应用所对长春有限公司的持股比例分别为 51%、27.13% 和 21.87%。根据长春有限年初制定的盈利预测，长春有限 2006 年预计实现净利润 4738 万元。

该项收购构成关联交易，需经董事会和临时股东大会讨论通过，方可正式启动并生效。据悉，双方约定，06 年（并购的第一年），长春有限全年净利润的 60% 归长春有限所有，40% 归天坛生物，从 07 年开始，天坛生物将按 51% 的权益享受投资收益。长春有限净资产约 9000 多万元，主导产品是水痘疫苗，天坛生物此次用 1.16 亿元的收购资金，取得其 51% 的股权。相当于 2.53 倍溢价收购，具体的长期溢价投资的摊销年限，还需会计师事务所根据最新会计制度来决定，我们初步按 10 年期限进行摊销预测。

我们初步预计，该项收购将为 06 年贡献约 0.04 元的每股收益，据此，我们将公司 06 年的业绩预测由 0.30 元，上调至 0.34 元。

至此，市场翘盼已久的资产重组，终于迈出了坚实的第一步。未来，中生集团再次注入优质疫苗资产到上市公司，资产重组不断深入进行，仍有待于天坛生物继续壮大自身科研和生产销售实力，以及中生集团强有力地推动。

## 增资控股“国家创新疫苗中心”，建立长期而强大的研发平台

日前，公司已发布公告称，天坛生物、北京生物制品研究所和中国疾病预防控制中心的病毒预防控制所三方共同出资组建“新型疫苗国家工程研究中心”，其中，公司以现金出资 1600 万元，持股比例为 38.10%。

根据我们的跟踪了解，公司下一步将尽快评估北京生研所的土地资产和科研资产，待这部分资产注入“新型疫苗国家工程研究中心”时，天坛生物将可能采取“定向增发”等方式对“新型疫苗国家工程研究中心”增资控股，持股比例将达到 51% 以上。届时，强大的研发平台支持，将源源不断地为天坛生物输入新疫苗产品，吸引投资者的“免疫复合物型治疗性乙肝疫苗”也将一并进入“国家创新疫苗研究中心”。天坛生物有望延续自 2004 年以来，每年上市 2~3 种疫苗新品的良好势头。在疫苗竞争日趋激烈的市场环境之下，不断地开发出独家生产新产品和升级换代新品种，是避开低端价格战、捕获更高利润率和毛利率的“制胜法宝”。

从表 1 我们可以看出，全球第四大疫苗企业惠氏公司凭借一个技术含量高的拳头产品——23 价肺炎球菌疫苗（含有混合的高度提纯的 23 种最广泛流行、最具侵袭性的肺炎球菌荚膜多糖），就实现了年销售额 10.5 亿美元的不俗业绩。我们预计，“国家创新疫苗研究中心”的科研成果，配合公司在大兴县的产业化基地将相得益彰，创新疫苗成果得以顺利产业化。

## 股权划拨实施后，中生集团对天坛生物将有实质性支持

从国家“十一五”规划第一次有了疫苗专项以及发改委着重支持治疗性疫苗的产业化来看，政府政策支持力度明显加大。中生集团作为天坛生物的实际控制人，而现阶段的直接控股股东——北京生研所，是中生集团的全资子公司，只有科研，没有生产。因此，股权划拨可行也有必要，又适逢“国家创新疫苗研究中心”组建，主要的科研资产将装入其中。

据悉，中生集团正在构建疫苗冷链运输库，组建营销公司，积极地申请国家疫苗经营资格许可证（GSP 证书），一旦完成，中生集团将充分协调集团内部六大生研所同类产品招标采购中的互相杀价等行为，整合集团营销，直接以中生集团的名义参加招标采购，有利于减少集团内部消耗性竞争。

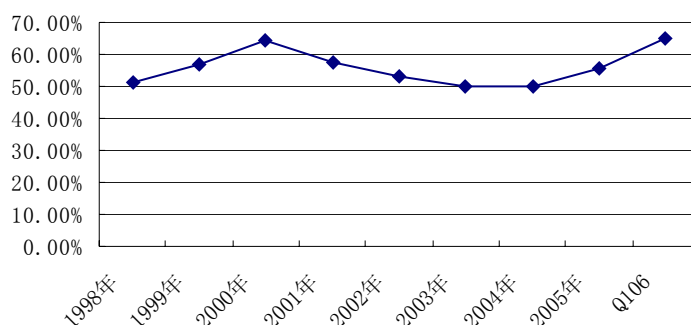
## 未来公司净利润的增速将远大于其销售收入的增幅。

### 老产品面临价升量增机遇，促进毛利率上升

据最新信息报道：北京成人和儿童乙肝疫苗加量一倍接种，以保证免疫成功率。我们认为对公司的老产品“乙肝疫苗”是一个增长良机。儿童注射的乙肝疫苗属于计划内免疫，有增量机会，而成人注射的乙肝疫苗属于计划外免疫，有提价机会。

随着国家免疫规划的加强和加快实施，提高计划内疫苗的接种率，如 2010 年消灭脊灰，2012 年消灭麻疹，公司的计划内疫苗面临价升量增的机遇。06 年其麻疹疫苗已获准提价 50%~60%，新增利润 900 多万元，07 年其产能将从目前的 3000 多万人份扩大到 6000 多万人份。由于公司疫苗品种达几十种之多，我国广大地区任何一种传染病的流行，都是推动公司销售增长有利因素。老疫苗不断升级换代，转变为高毛利率的有价苗。

图 2：公司历年毛利率变化



资料来源：招商证券研究

从图 1 可以看出，2000 年曾经是公司历史上毛利率最高的年份，由于当年风疹疫苗的毛利率高达 88%，比乙肝疫苗的毛利率高出 16 个百分点。后来的年度中，随着乙肝疫苗的销售规模和销售比重的上升，整体毛利率呈下滑态势。从 2003 年公司开始推出麻风二联和麻风腮三联疫苗以来，到 05 年销售明显上量，在较高毛利率的麻风系列带动下，公司的销售毛利率攀升。今年一季度，加上血液制品销售价格同比上涨、毛利率明显上升，综合推动整体毛利率大幅上升了 9.2 个百分点，达到了 64.9%。

### 高毛利率的有价苗新产品的销售比重不断上升，带动公司的整体毛利率持续攀升

公司从 04 年以来，每年都有 2~3 个新的疫苗产品推出。比如：毛利率高达 80% 左右的麻风腮三联疫苗，优越于麻风系列其他的单价和二价苗，预计 06 年销售增长 30%，今年腮腺炎在很多地区广泛流行，对其销售是很好的刺激因素。同时，市场需求增长最快的流感疫苗，随着公司 06 年 80 万人份裂解型流感疫苗投放市场，加上全病毒型共 110 万人份，其盈利贡献不断上升。有数据显示：05 年国产共 2000 万人份流感疫苗，加上进口的 700 多万人份流感疫苗，人群接种率仅有 1.5%，市场需求仍有较大缺口。

### 06 和 07 年陆续上市的新疫苗产品，持续推动毛利率上升

06 年下半年投产的水痘疫苗和 Vero 细胞狂犬疫苗，预计实际贡献在 07 年；07 年还将上市 Hib 疫苗和流脑 A+C 疫苗。这些新疫苗产品的毛利率较高，将持续提升毛利率水平。

### 血液制品产品增多，产能扩张，盈利贡献和毛利率不断上升

“乙肝特免”是将乙肝疫苗注射免疫献浆员产生的特异性免疫球蛋白，公司 05 年获得了“乙肝特免”的生产批文，06 年将投放市场。06 年，正在申报“破伤风特免”，血液制品在原有的白蛋白、肌注丙球和静注丙球三类的基础上扩充至 5 种。

从 05 年起，血浆来源明显紧张，白蛋白价格大幅上升(30%~40%)，公司血液制品业务盈利水平迅速提升。预计未来两年血浆仍保持供应紧张，血液制品价格维持高。今年，公司正着手改建扩大血液制品的产能，07 年其产能将从现有的 150 吨扩大到 300 吨，。

我们预计国家九部委 4 月 11 日联合下发的《单采浆站转制》的批文，在公司资金充裕的情况下，也不排除公司收购浆站，进一步扩大血浆来源和血液制品的生产规模。

## 盈利预测和投资建议

### 业绩预测

我们维持前期报告中对 06 年主营收入将同比增长 18.1% 的预测，考虑到收购双方的约定，06 年长春有限公司将其 40% 的利润贡献给天坛生物，将带来 1895 万元的投资收益。我们初步测算该项长期股权溢价投资的差额为 7000 万元，假定从 06 年开始按 10 年摊销，每年摊销额 700 万元。由于我们目前还无法得到长春有限公司的资产负债表，所以，我们暂且认为，06 年实现净投资收益 1195 万元（1895 减去 700 万元），据此，我们调高了公司 06 年业绩预测，由 0.30 元调升至 0.34 元。

07 年，长春有限将按 51% 股权并表，综合预计主营收入将同比增长 30.8%，净投资收益约 1300 万元。天坛生物 07 年净利润将继续同比增长 29.7%，实现 EPS0.44 元。

### 大兴产业化基地有争取出口和 WHO 采购的想象空间

我国疫苗产业在研发上游与国际水平基本同步，差距就在下游产业化。未来在国家政策的扶持下，有望追赶上世界领先的生产水平。天坛生物获得国家发改委批准建立大兴县产业化基地，预计在 08 年以后将为公司贡献新增现代化产能。

天坛生物 4 月 18 日发布公告称，2005 年度股东大会审议并通过了《关于新建疫苗新产品产业基地的议案》，同意公司投资 52710 万元新建疫苗新产品产业基地，其中固定资产投资 31645 万元、无形资产（土地购置费）1890 万元，配套流动资金 19175 万元。

该新疫苗产业化基地按照符合国际 GMP 认证标准来建设，有可能通过 WHO 疫苗采购商的认证及争取到其他出口机会。我国目前已有成都生研所通过了国际 GMP 认证，成为 WHO 疫苗供应商正在进行中。

我们预计该产业化基地将成为公司下次定向增发的主要项目之一，公司今明年的固定资产投资将较大，资金需求加大。

## 投资建议

发展中国家的疫苗市场处于快速成长期，其成长性远远高于发达国家的跨国疫苗公司，理应给出更高市盈率。跨国公司均未在我国实现本土化生产，我国 13 亿人口大国的防疫还需本土企业来供应，天坛生物享有多品种优势、一类苗稳固销售渠道优势和新产品研发优势，我们认为，给予公司全流通后 30 倍市盈率较为合理，股改除权后，股价仍有 40% 以上的上涨空间，维持“强烈推荐”的投资评级。远期来看，“治疗性乙肝疫苗”（乙克）有望率先取得同类产品的生产批文，将成为股价表现的又一催化剂。

资产负债表 (万元)					利润表 (万元)				
2005	2006E	2007E	2008E	2005	2006E	2007E	2008E		
货币资金	22969	20482	10000	18900	主营业务收入	34336	40585	53085	62640
应收帐款	7582	9335	12210	14407	减: 主营业务成本	15203	16315	19004	22049
其他应收款	247	280	280	280	主营业务税金及附加	223	264	345	407
存货净额	13050	14005	16314	18927	主营业务利润	18910	24006	33736	40184
流动资产合计	44553	44678	39496	53302	加: 其他业务利润	0	0	0	0
长期投资合计	0	0	0	0	营业费用	2980	3523	4608	5437
固定资产合计	30584	48163	65579	65225	管理费用	6679	7894	10352	12653
无形资产	1679	764	(151)	(1066)	财务费用	(229)	111	111	111
其他长期资产	8060	0	0	0	营业利润	9480	12479	18665	21982
资产总计	84876	93105	103924	115962	加: 投资收益	(890)	1195	1300	1300
短期借款	0	5000	5497	5000	补贴收入	0	0	0	0
应付帐款	381	409	477	553	营业外收入	42	42	42	42
预收帐款	4519	5341	6986	8243	减: 营业外支出	277	277	277	277
流动负债合计	9307	15588	18662	20215	利润总额	8355	13439	19731	23048
长期借款	0	0	0	0	减: 所得税	1455	2340	3435	4013
长期应付款	0	0	0	0	减: 少数股东损益	0.524	0.500	2000.000	2000.000
负债合计	17967	23648	26722	28275	净利润	6900	11099	14296	17035
少数股东权益	54	54	2054	4054					
股本	32550	32550	32550	32550	<b>财务比率</b>	<b>2005</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>	<b>2008E</b>
资本公积金	18869	18869	18869	18869	<b>盈利能力</b>				
留存收益	15437	17985	23730	32214	销售毛利率	55.07%	59.15%	63.55%	64.15%
股东权益合计	66856	69403	75148	83633	销售净利率	20.10%	27.35%	26.93%	27.20%
负债和股东权益总计	84876	93105	103924	115962	净资产收益率	10.32%	15.99%	19.02%	20.37%
					<b>负债能力</b>				
					流动比率	4.79	2.87	2.12	2.64
					速动比率	3.38	1.97	1.24	1.70
					资产负债比率	21.2%	25.4%	25.7%	24.4%
					<b>现金流量</b>				
					每股经营现金流	0.62	0.42	0.54	0.66
					净利润现金含量	2.95	1.24	1.24	1.25
					<b>营运能力</b>				
					应收账款周转率	5.30	4.80	4.93	4.71
					存货周转率	1.17	1.21	1.25	1.25
					<b>发展能力</b>				
					销售收入增长率	18.38%	18.20%	30.80%	18.00%
					净利润增长率	45.17%	60.85%	28.80%	19.16%
					净资产增长率	5.08%	3.81%	8.28%	11.29%
					总资产增长率	11.31%	9.70%	11.62%	11.58%

注: (1)考虑到增资控股“国家疫苗中心”所需资金和产业化基地启动资金的需要,我们在盈利预测时,短期借款和负债率较高,但,假如公司今年顺利完成再融资,实际水平将好于我们当前的预测。

(2)由于无法得到长春有限公司的资产负债表,所以,07年暂且按净投资收益来作预测,没有合并报表。

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。