

天坛生物(600161)

天坛生物重大资产重组点评

易镜明 倪文昊 徐琳
 021-38676779 0755-82485666-7722 021-38676644
 yijingming@gtjas.com niwenhao@gtjas.com xulin@gtjas.com

本报告导读:

- 盘点中生集团资产
- 重组方案点评

投资要点:

- 天坛生物 2007 年收入为 5.3 亿, 归属母公司的净利润为 1.04 亿。中生集团除天坛生物以外的资产: 07 年收入共计 37.3 亿元, 净利润 3.76 亿元, 销售净利率 10.1%。旗下的资产排序: 兰生所、上生所、成都所、武汉所 (07 年净利 1.56 亿、0.91 亿、0.72 亿、0.71 亿)。北生所净利润为 -4659 万。成都所目前占中生集团收入比重的 16%, 净利比重的 19%。
- 本次重大资产重组包括: 第一步: 向成都所发行 2185 万股股票, 每股 14.43 元, 收购成都蓉生 51% 的股权; 向北京所发行 536 万股股票收购标的的土地。第二步: 在本次重组实施完毕后申报非公开发行股票方案, 以不低于 12.9 元, 发行 5000-7500 万股, 募集资金规模不超过 15 亿元, 支付成都蓉生 39% 股权的对价现金 23962 万元; 对成都蓉生增资, 金额为 2 亿元; 投资天坛生物新产业基地建设项目, 总投资为 11.31 亿元。
- 股本变化: 股本扩张为 5.65-5.9 亿 (扩张为 20.9%)。天坛生物共计花费 5.5 亿元收购成都蓉生 90% 股权。即相当于 08 年 11.5 倍 PE 和 1.54 倍 PB。成都蓉生投浆量排在国内第二位, 估计 07\08 投浆量分别为 206 吨、270 吨, 预计 09 年恢复到 300 吨。我们预计蓉生 09 年净利润为 6916 万元。天坛生物本部情况: 08 年疫苗经营状况: 水痘系列收入 2 亿、麻风二联疫苗约 2 亿、乙肝疫苗等 7500 万、乙脑疫苗约 2-3 千万、白百破疫苗约 3 千万、流感疫苗约 2 千万。增发方案中总投资为 11.31 亿元的新产业基地建设项目将大幅提高现有产能, 但考虑基建和设备引进时间, 预计可能要到 2012 年能贡献产能。
- 在 09 年增发全部完成, 按照最大股本计算情况下, 我们预计天坛生物 2008-2009EPS 分别为 0.28\0.37 元。目前 14.16 元股价对应 09 年 37 倍 PE, 估值不低, 但考虑到公司所处行业景气度较高、且存在后续资产注入预期, 我们维持谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	417	531	670	1,124	1,312
(+/-)%	21.4%	27.3%	26.4%	67.7%	16.7%
经营利润 (EBIT)	126	189	236	388	530
(+/-)%	36.4%	49.9%	24.6%	64.6%	36.7%
净利润	102	105	138	217	298
(+/-)%	48.0%	2.5%	31.4%	57.7%	37.6%
每股净收益 (元)	0.21	0.21	0.28	0.37	0.51
每股股利 (元)	0.18	0.20	0.17	0.17	0.17

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率 (%)	30.3%	35.6%	35.1%	34.5%	40.4%
净资产收益率 (%)	15.6%	16.2%	20.3%	23.8%	28.3%
投入资本回报率 (%)	20.6%	27.6%	20.2%	20.6%	23.2%
EV/EBITDA	41.0	29.1	24.9	15.5	11.3
市盈率	67.7	66.0	50.2	31.9	23.2
股息率 (%)	1.3%	1.4%	1.2%	1.9%	2.6%

评级:

谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格:

¥ 15.20

上次预测: ¥ 15.00

当前价格:

¥ 14.67

2008.12.29

交易数据

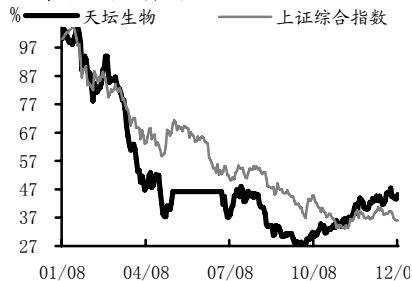
52 周内股价区间 (元)	8.38 ~ 52.07
总市值 (百万元)	7,163
总股本/流通 A 股 (百万股)	488/238
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.49
日均成交量 (百万股)	3.6
日均成交值 (百万元)	60.0

资产负债表摘要 (12/07)

股东权益 (百万元)	648.03
每股净资产	1.33
市净率	10.7
净负债率	-2.7%

EPS (元)	2007A	2008
Q1	0.05	0.03
Q2	0.06	0.08
Q3	0.06	0.09
Q4	0.04	0.08
全年	0.21	0.28

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12.1	42.0	-54.0
相对指数	13.2	61.3	10.8

模型更新时间: 2008.12.29

股票研究

医药制造业

天坛生物(600161)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥ 35.00

上次预测: ¥ 15.00

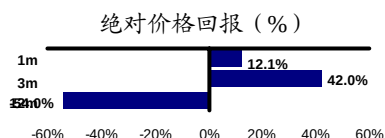
当前价格: ¥ 14.67

公司网址:

www.tiantanbio.com

公司简介

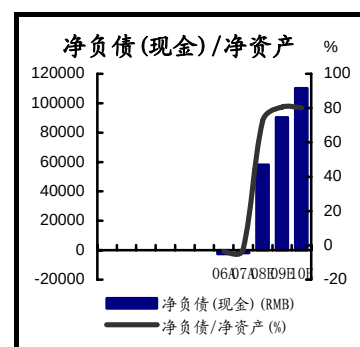
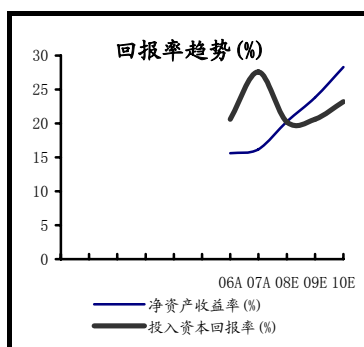
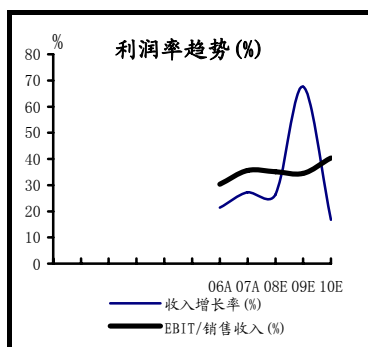
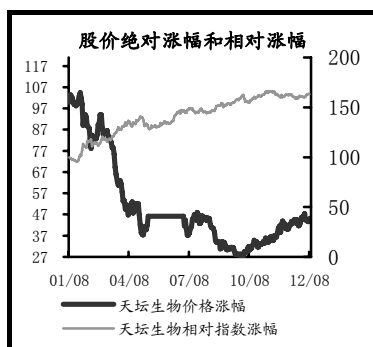
公司主营业务是疫苗和血液制品, 隶属于中生集团, 公司将受益于国家扩大免疫计划范围。另外, 集团资产目前处在整合重组之中, 公司也将因此受益。本文对此展开讨论



52 周价格范围 8.38~52.07
市值 (百万) 7,163

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	417	531	670	1,124	1,312
营业成本	183	200	259	429	462
税金及附加	3	3	4	7	8
营业费用	47	55	72	132	140
管理费用	53	77	87	169	171
EBIT	126	189	236	388	530
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-2	6	14	35	44
营业利润	128	183	221	353	486
所得税	21	30	36	57	78
少数股东损益	4	45	51	80	110
净利润	102	105	138	217	298
资产负债表					
货币资金、交易性金融	153	157	130	130	130
其他流动资产	364	385	771	1,274	1,414
长期投资	13	21	50	0	0
固定资产合计	340	334	471	615	793
无形及其他资产	13	18	17	16	16
资产合计	1,065	1,095	1,640	2,260	2,654
流动负债	247	232	755	1,039	1,161
长期负债	109	138	80	100	120
股东权益	708	726	805	1,121	1,372
投入资本(IC)	612	684	1,167	1,882	2,288
现金流量表					
NOPLAT	105	157	198	326	445
折旧与摊销	40	46	38	54	73
流动资金增量	126	36	348	466	125
资本支出	61	20	160	300	350
自由现金流	333	259	745	1,146	993
经营现金流	(31)	212	(192)	19	444
投资现金流	(82)	(42)	(191)	(252)	(352)
融资现金流	71	(52)	356	233	(92)
现金流净增加额	(43)	117	(27)	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	21.4%	27.3%	26.4%	67.7%	16.7%
EBIT 增长率	36.4%	49.9%	24.6%	64.6%	36.7%
净利润增长率	48.0%	2.5%	31.4%	57.7%	37.6%
利润率					
毛利率	56.0%	62.3%	61.4%	61.8%	64.8%
EBIT 率	30.3%	35.6%	35.1%	34.5%	40.4%
净利润率	24.5%	19.7%	20.5%	19.3%	22.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.6%	16.2%	20.3%	23.8%	28.3%
总资产收益率(ROA)	9.6%	9.6%	8.4%	9.6%	11.2%
投入资本回报率	20.6%	27.6%	20.2%	20.6%	23.2%
运营能力					
存货周转天数	359	427	417	390	468
应收账款周转天数	96	93	119	132	154
总资产周转天数	826	733	734	624	674
净利润现金含量	(0.29)	1.42	(1.02)	0.07	1.09
资本支出/收入	14.73%	3.79%	23.86%	26.68%	26.68%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	33.7%	50.9%	50.4%	48.3%
净负债率	-3.5%	-2.7%	72.3%	80.6%	80.3%
估值比率					
PE	67.7	66.0	50.2	31.9	23.2
PB	10.5	10.7	10.2	7.6	6.6
EV/EBITDA	41.0	29.1	24.9	15.5	11.3
P/S	11.06	8.69	10.31	7.44	6.37
股息率	1.3%	1.4%	1.2%	1.9%	2.6%



1. 盘点中生集团资产

1998 年，北京所剥离优质经营性资产成立了北京天坛生物制品股份有限公司，当年上市并公开发行股票。1998 年至 2007 年，北京所为天坛生物控股股东。1999 年，北京所与上海生物制品研究所、成都生物制品研究所、长春生物制品研究所、兰州生物制品研究所、武汉生物制品研究所由卫生部划归中国生物制品总公司管理，成为中国生物下属的全国六大生物制品研究所之一。2007 年 7 月，北京所持有的天坛生物股权全部无偿划转并过户给中国生物，中国生物集团成为天坛生物控股股东（目前持股比例 56.27%）。

一直以来市场对天坛生物的看法都不局限于公司本部自身，而是着眼于中生集团。我们先盘点一下中生集团除天坛生物以外的资产：07 年收入共计 37.3 亿元，净利润 3.76 亿元，销售净利率 10.1%。旗下的资产中比较好的资产排序：兰生所（07 年净利 1.56 亿，销售净利率 24.9%）、上生所（07 年净利 0.91 亿，销售净利率 14.1%）、成都所（07 年净利 0.72 亿，销售净利率 12%）、武汉所（07 年净利 0.71 亿，销售净利率 17.8%）。北生所因为剥离天坛生物等经营性资产后，07 年收入为 287 万，净利润为 -4659 万。所以中生集团的资产中：兰生所、上生所、成都所、武汉所都是不错的资产，但也有北京所等亏损的资产。成都所目前占中生集团收入比重的 16%，净利比重的 19%。

表 1：中生集团旗下资产（万元）

中生集团下属资产	注册资本	比例	07 年收入	07 年利润总额	07 归属于母公司净利润	销售净利率
成都生物研究所	5,337	100%	60,172	8,087	7,211	12.0%
北京生物制品研究所	8,750	100%	287	-4,657	-4,659	
兰州生物制品研究所	7,530	100%	63,118	20,796	15,699	24.9%
上海生物制品研究所	14,748	100%	65,209	10,868	9,194	14.1%
武汉生物制品研究所	8,490	100%	40,076	8,003	7,124	17.8%
长春生物制品研究所	10,254	100%	15,960	357	113	0.7%
中国科学器材进出口总公司	8,746	100%	114,687	1,854	1,739	1.5%
中国医疗卫生器材进出口公司	8,000	100%	14,048	1,151	1,138	8.1%
北京国生医药开发中心	50	100%	277	129	93	33.5%
共计			373,833	46,588	37,651	10.1%

数据来源：国泰君安证券研究所

天坛生物 2007 年收入为 5.3 亿，归属母公司的净利润为 1.04 亿。即按照 07 年数据同比，集团相当于天坛生物收入的 7 倍，净利润的 3.6 倍。

2. 重组方案点评

2.1. 重大资产重组方案

本次重大资产重组包括：

第一步：天坛生物向成都所和北京所发行股票收购资产 1、天坛生物向成都所发行 2185 万股股票，每股 14.43 元，收购成都蓉生 51%的股权 2、天坛生物向北京所发行 536 万股股票收购北京所标的土地。

第二步：天坛生物将在本次重大资产重组实施完毕后申报非公开发行股票方案，以不低于 12.9 元，发行 5000-7500 万股，募集资金规模不超过 15 亿元，并以募集资金首先支付上述成都蓉生 39%股权的对价现金 23962 万元；对成都蓉生增资，金额为 2 亿元；投资天坛生物新产业基地建设项目，总投资为 11.31 亿元，其中国家投入 5,150 万元。若非公开发行未能顺利实施，天坛生物将以自有资金支付。

2.2. 方案解读

中生集团：本次资产整合是中生集团把成都所的较优质资产注入上市公司，集团实际持股在第一步后达到 58.59%，但第二步增发后稀释为 51.15%。按照时间来推测，假设 09 年完成上述两步，集团实际完成了注入成都所和天坛生物产能扩张筹集资金的意图。

表 2: 发行前后股本变化情况 (万股)

股东	股份类型	发行前		第一步		第二步	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例	持股数	持股比例
中国生物	流通 A 股和限售	27473	56.27%	27473	53.30%	27473	46.53%
武汉所	限售流通 A 股	7	0.02%	7	0.01%	7	0.01%
成都所	限售流通 A 股			2185	4.24%	2185	3.70%
北京所	限售流通 A 股			537	1.04%	537	0.91%
流通 A 股	流通 A 股	21345	43.72%	21345	41.41%	21345	36.15%
其他						7500	12.70%
合计		48825	100.00%	51547	100.00%	59047	100.00%

数据来源：国泰君安证券研究所

总股本变化：第一步以后总股本 5.15 亿（扩大 5.57%）；第二步股本扩张为 5.65-5.9 亿（最大扩张为 20.9%）。

收购价格和对天坛生物的影响：

成都所：“股权 + 现金”方案，天坛生物共计花费 “ $14.43 \times 2185 + 23962 = 55493$ 万元” 收购成都蓉生 90%股权。蓉生 90%股权对应 08 年预计净利润为 4788 万元，即相当于 08 年 11.5 倍 PE 和 1.54 倍 PB

成都蓉生在国内血液制品行业的地位：

投浆量排在国内第二位：目前国内通过 GMP 认证的血液制品生产企业共有 33 家，2006 年有 26 家正常生产。2006 年全国总投浆量近 4700 吨，其中投浆量在 300 吨以上的企业有 6 家：华兰生物（11.3%）、成都蓉生（8.52%）、上海莱士、四川蜀阳、上生所和贵阳黔峰等。前六大共占 48.8%，集中度较低。投浆量在 200-300 吨的有 5 家。国内血液制品行业品种收入占比：白蛋白（62%）、各类丙球（19%）、凝血因子类（8%）、其他（2%）。

表 3: 2006 年国内主要血液制品企业

名称	华兰生物	成都蓉生	上海莱士	四川蜀阳	上生所	贵阳黔峰	合计
投浆量(吨)	530	400	390	350	320	300	2290
占全国总投浆量 %	11.31	8.53	8.32	7.47	6.83	6.4	48.86

数据来源：上海莱士招股意向书，国泰君安证券研究所

蓉生 07-08 年经营状况回顾：

血液制品行业近年来受政策影响很大，对公司利润影响较大的因素包括两个：投浆量、产品价格。投浆量近年由于政策影响大幅下降，产品价格则主要由发改委制定，发改委需要综合平衡产品供求关系和患者药费负担两方面。血液制品目前还是处于紧缺状态，08 年应该是行业投浆量低点，09 年略有回升。价格方面还比较难预测（从供小于求的角度来讲，价格应该可以维持或者上升，但是还需要看政府意愿）。

蓉生 2007 年投浆量下滑到 206 吨：第一，2007 年成都蓉生因生产线搬迁导致停工 5 个月，营业收入较 2006 年下降 13.53%；第二，管理费用大幅上升 53.61%，导致管理费用大幅上升的主要原因是：①生产线搬迁产生的搬迁费用导致管理费用上升；②国内单采血浆站按照九部委发布的《关于单采血浆站转制的工作方案》进行转制导致管理费用上升。2008 年搬迁因素和行业单采血浆站转制的因素都已经消除，但 08 年 5 月四川地震影响到 10 个浆站中的 3 个；7 月开始执行的窗口期制度对公司投浆量有影响，预计 08 年采浆量共计 270 吨。公司预计 09 年全年可恢复到 300 吨左右。在此假设下，我们预计蓉生 09 年净利润为 6916 万元。

表 4：蓉生的盈利预测（万元）

蓉生	2007	2008E	2009E
收入	24,106	28,747	31,009
利润总额	2,937	7,068	8,482
净利润	2,387	5,320	6,916
90%股权对应净利润	2,148	4,788	6,224

数据来源：国泰君安证券研究所

3. 天坛生物经营状况

天坛生物：08 年疫苗经营状况：水痘系列收入 2 亿、麻腮风约 2.5 亿、乙肝等 7500 万、乙脑、流感等 2-3 千万、白百破约 3 千万。公司目前受限于产能，总投资为 11.31 亿元的新产业基地建设项目达产将大幅扩张产能，但时间可能要到 2012 年。

表 5：天坛生物本部盈利预测核心假设（百万元）

	2007 年	2008 年 E	2009 年 E
母公司其他疫苗收入	260.00	351.00	456.30
同比增长		35.00%	30.00%
毛利率	61.00%	62.00%	61.00%
水痘疫苗	175.00	201.25	221.38
同比增长		15.00%	10.00%
毛利率	84.40%	80.80%	75.80%
血液制品	90.89	113.61	142.02
同比增长	15.56%	25.00%	25.00%
毛利率	25.54%	26.80%	26.80%

数据来源：国泰君安证券研究所

4. 投资建议

在 09 年增发全部完成，09 年按照 5.9 亿股本计算情况下，我们预计天坛生物 2008-2009EPS 分别为 0.28\0.37 元。目前 14.16 元股价对应 09 年 37 倍 PE，估值不低，但考虑到公司所处行业景气度较高、且存在后续资产注入预期，我们维持谨慎增持评级。

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所

倪文昊: 毕业于中国药科大学, 曾先后就职于国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所, 及平安证券综合研究所。2008 年进入国泰君安证券研究所, 两年医药行业从业经验, 三年证券从业经历, 现为国泰君安证券研究所生物医药研究员。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com