

公司研究报告

天坛生物 (600161): 拖着尾巴的收购行动

公告点评

2008 年 12 月 31 日

本期内容

相关研究报告:

2008-07-07 天坛生物 (600161) - “静静地守候中国生物”

事件: 12 月 25 日, 天坛生物发布重大资产购买及发行股份购买资产暨关联交易报告书 (草案)。主要包括: (1)、天坛生物向成都所发行 21,851,485 股股票收购成都蓉生 51% 的股权, 另以现金 239,620,818 元向成都所收购成都蓉生 39% 的股权; (2)、天坛生物向北京所发行 5,365,383 股股票收购北京所标的土地。

评论:

对于天坛生物收购成都蓉生的血液制品资产分析, 就如同一道高中时代的复合算术题, 必须要一层一层地剥开, 才能见其价值。我们将首先对成都蓉生的资产盈利能力做一个简单的分析, 然后再对天坛生物的影响简单阐述, 最后给我们的投资建议。

报告作者:

医药小组

洪 阳
周 静

联系方式

电话: 0510-82833243

Email: hongy@glsc.com.cn
zhouj@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

第一部分: 成都蓉生资产分析

关于成都蓉生的资产质量, 我们在上一篇天坛生物的深度研究报告“静静地守候中国生物”中就已经做了较为详细的分析, 投资者还可以参阅公司的该草案内容和公司 6 月 25 日的“第四届董事会第四次会议决议公告”内容。而在这里我们将为投资者分析在此次草案中出现的一些新信息所带来的天坛投资价值思考。

在此次草案中最大的收获莫过于成都蓉生关于未来业绩的承诺和预测。

成都所在其与天坛生物签署的《盈利补偿协议》中对成都蓉生的盈利预测做出特别承诺: 成都蓉生在 2009 年度的净利润预测数为 4,589.69 万元, 2010 年度的净利润预测数为 4,964.35 万元、2011 年度的净利润预测数为 5,134.95 万元。并且成都所还承诺如果达不到则按差额予以补齐。我们认为此举基本奠定了成都蓉生未来三年的盈利基础, 但是这却不是故事的全部, 关于这部分盈利的内容我们将在后面做较为详细的分析。

公司还给出了成都蓉生未来十年的销售收入预测（见下表），我们可以看到从 2008 年至 2018 年间成都蓉生主营业务收入的复合增长率 6.24%，不能称之为很快（即使考虑到十年复利的因素），而 2008 年至 2010 年的近三年间的复合增长率为 8.93%。这与 2000-2005 年以来血液制品行业 19%复合增长率相比虽然显得相对保守。

图表 1:

单位：万元						
年份	2008 年下半年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入	9,380.28	28,747.63	31,009.23	34,111.20	36,480.66	39,104.38
年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
主营业务收入	43,290.94	45,455.48	47,500.98	49,401.02	51,130.06	52,663.96

数据来源：上市公司公告 国联证券研究所

但是考虑到自单采血浆站改制，以及国家宏观政策的影响，全国的原料血浆采集量逐年减少。从 2004 年的 4,514 吨减少到 2006 年的 3,500 吨，2007 年更是降至不足 3,000 吨，并且由于新建单采血浆公司的审批程序复杂遗迹建成后仍需要较长时间发展供血浆者队伍，因此，国内的原料血浆供应仍将在一定时期内呈现短缺状态，这从国内血液制品龙头上市公司华兰生物和上海莱士的数据也可见一斑。所以，成都蓉生单纯从主营收入的成长角度来说，已经算是不错的资产。

图表 2:

主营业务收入 (百万)	2005	2006	2007
华兰生物	361.28	354.99	351.14
上海莱士	303.19	278.69	309.98

数据来源：wind 国联证券研究所

我们根据公司提供的主要产品人血白蛋白、静注丙球和破伤风人免疫球蛋白未来三年的销量预测数据，以及市场的价格变动情况对公司产品的销售收入作了一个简单的预测，见附表 1，基本和公司的判断一致。在预测产品价格的时候，我们参考了公司和其他公司的产品价格变化趋势，因为由于人血白蛋白属于国家限价产品，因此预计其销售价格在一定年限内将保持在稳定水平。目前公司售价根据国家限价调整为 346 元/(10g/瓶)，而静丙售价 350 元/(5g/瓶)，而实际上市场销售价格可能要高于此。公司未来预测在低于四川省物价局核定价格标准之下，根据市场供需关系，进行一定程度的价格上调。在供不应求的情况下，价格

上调，我们觉得倒不是特别大的问题，而问题的关键在于能否有足够的产量来实现如此的销量。例如静丙和人血白蛋白，目前的产量对于未来的销量预测来说，压力还是非常大的，因此公司势必要加大对于成都蓉生血站的建设。

根据公司所提供的费用和毛利率水平，我们对成都蓉生未来三年（2008-2010 年）的盈利做了一个简单预测（见附表 2），我们可以从表上看到公司在 2007 年的盈利能力出现了较大幅度的下降，主要是因为 2007 年成都蓉生因生产线搬迁导致项目停工 5 个月，营业收入同比下降 13.52%，管理费用因为搬迁大幅上升。而 2008 年由于国家发改委将人血白蛋白的价格上调到 360 元，汶川大地震后，政府采购量大幅增加，所以上半年收入增长迅速。但是由于 2008 年上半年库存原料血浆消耗较大，上半年投浆量 193.64 吨，接近 2007 年 206.3 吨的投浆量水平。再加上受到地震影响，公司预计下半年和 2009 年的原料血浆供应相对不足，因此未来将很难维持今年上半年的增长速度，这从我们的盈利预测中也可以得到体现。

图表 3:

单位：万元

项目名称	2008 年 (7-12)	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
主营业务成本	4,218.83	17,748.21	20,114.86	21,739.22	23,069.94	24,129.79	25,281.90	25,692.44	25,009.35	25,971.67	26,869.45
主营业务税金及附加	150	464.75	523.89	556.17	595.69	668.71	702.14	733.74	763.09	789.8	813.49
销售费用	724.39	983.44	1,052.21	1,132.92	1,221.59	1,328.47	1,332.57	1,336.45	1,340.05	1,343.32	1,346.23
管理费用	1,821.49	4,031.61	4,170.39	4,565.64	5,066.73	5,557.90	5,646.66	5,730.54	5,808.45	5,879.36	5,942.26
财务费用	906.53	1,813.05	1,813.05	1,813.05	1,813.05	1,813.05	1,813.05	1,813.05	1,813.05	1,813.05	1,813.05
合计	7,821.24	25,041.06	27,674.39	29,807.00	31,767.00	33,497.92	34,776.33	35,306.22	34,733.99	35,797.20	36,784.48

数据来源：上市公司公告 国联证券研究所

我们的净利润预测要远远高于公司预测，这也在一定程度上反映了公司的保守原则，但是即使是在我们的盈利判断下，公司的营业利润率还是远远低于同行业中的其他两家血液制品龙头企业华兰生物和上海莱士。这让我们对于成都蓉生的内部管理和成本费用控制能力不得不担忧。通过对公司的盈利预测财务数据细致分析和对比华兰生物与上海莱士的费用指标，我们发现，公司在财务费用上的数据存在着“瑕疵”，自 2009 年后，公司的财务费用预测就一直按 1813 万元来计算，而这也意味着 2009 年的公司预计财务费用率高达 5.85%，如果说在募集资金没有到帐的情况下，成都蓉生自身的资金状况紧张情有可原，可是在 2010 年甚至是 2011 年依然达到近 5% 如此高的比例，我们认为是值得商榷的。因为

公司承诺在天坛生物标的股权过户后的 12 个月内向成都所支付成都蓉生 39%的对价现金约 2.4 亿元，如果募集资金方案不能支持，则以自有资金支付。并且还承诺在非公开发行一年内以自有资金向成都蓉生注入 2 亿元资金，以保证成都蓉生正常生产经营。根据公司 2008 年 6 月 25 日的公告，这部分资金其中 1.5 亿元用于补充流动性资金，另外 0.5 亿元用于修建和重建血浆站。那么我们认为未来的两年内成都蓉生的财务费用是有下降的依据。而行业内华兰生物和上海莱士 2008 年中期的财务费用率仅为 2.63%和 1.39%!我们宁愿相信当成都蓉生进入天坛生物这个上市公司序列后，内部机制变革将引发盈利能力的提升，这样将为天坛带来“意想不到”的盈利增长。

图表 4:

营业利润率	2006 年	2007 年	2008 年半	2008 年	2009 年	2010 年
成都蓉生	19.34%	11.33%	30.10%	22.13%	20.85%	20.04%
华兰生物	26.64%	35.81%	44.30%			
上海莱士	21.37%	32.40%	44.54%			

数据来源: wind 国联证券研究所

第二部分: 对天坛生物的影响分析

一、天坛生物的血液制品实力得到明显提升

成都蓉生年投浆能力达 1,000 吨的血液制品生产线于 2007 年 6 月份投入使用，使其血制品车间成为亚洲最大、生产工艺最先进的血液制品车间。1998 年成都蓉生第一批通过国家 GMP 认证，目前已通过 GSP 认证，拥有完善的销售与市场服务网络，在全国建立了 20 余个分支机构，产品覆盖 1000 余家医院客户。成都蓉生现有血浆站的供浆量只能保证生产线 40%左右的产能利用率。成都蓉生正在大力推进血站建设，目前已拥有超过 10 家专业单采血浆公司，血浆收集网络具备一定规模，血浆供应基本稳定。

图表 5:

2006 年投浆量排名	华兰生物	成都蓉生	上海莱士	四川蜀阳	上生所	贵阳黔峰
投浆量(吨)	530	400	390	350	320	300
占全国的比重	11.3%	8.53%	8.32%	7.47%	6.83%	6.4%
血站数	12	> 10	10	> 8		

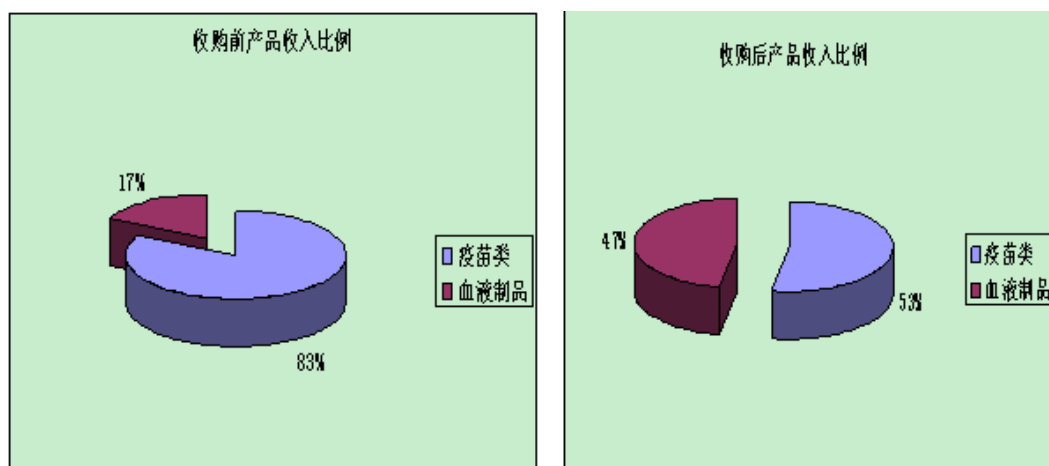
数据来源: 上市公司公告 国联证券研究所

我们从上表中可以看到，目前具备 300 吨以上投浆量的只有以下 6 家企业，而成都蓉生名列第二位，甚至比最近新上市的“血液新贵”——上海莱士还要多。因此我们认为在完成本次收购之后，天坛生物将一

跃成为国内投浆量最大的血液制品企业之一，随着公司未来对血液制品业务的进一步做大做强和优化整合，双方的规模效应和协同效应将得到充分体现，持续盈利能力将大幅提升，这也将从根本上提高公司的核心盈利能力。我们根据天坛生物将投入 0.5 亿元用于新建和重建血站，对一家单采血浆站进行转制及 GMP R 改造的平均花费在 600 万左右来计算，预计最理想状态下，公司将可新增 8 个左右的单采血浆站，不过这都是建立在资金及时到位基础上，而从血浆站建设到供血者的满足直至最后的血制品生产和检验都需要大量的时间。

在此次收购之前，天坛生物约 80% 的收入是来自于竞争力较强的疫苗行业，血液制品的生产规模 and 市场份额相对较小，本次收购实施之后，将改变过去依靠单一业务的现象，血液制品将成为和疫苗行业并驾齐驱的新增业务领域，有利于化解公司在疫苗市场所面临的不确定风险。

图表 6:



数据来源：国联证券研究所

二、后续的非公开发行对公司是个考验

公司收购的重点还是在于后期的非公开发行，至少需要募集资金 4.4 亿元，这与公司在 6 月 25 日时的公告内容基本相近，只不过当时还同时募集资金 11.31 亿元（其中国家投入 5150 万元）建设大兴新产业基地项目。而在目前的市场环境下，如此巨大的募集资金数额极有可能“吓”退投资者，进而甚至影响到对成都蓉生的收购，因此公司此次草案中放弃了这一个项目。此项目主要是用于公司疫苗产品的生产需要，建设周期三年，我们担心公司的疫苗业务未来是否会面临产能瓶颈问题。

公司分别对 2.4 亿元的收购成都蓉生 31% 股权和追加 2 亿元的投资承诺，如果公司在非公开发行没有募集到足够的资金，那么公司将面临

较大的资金压力和债务压力。天坛生物截至 2008 年三季度的货币现金仅为 1.22 亿元。资产负债率 44.49%。

图表 7:

	主要内容
6 月 25 日董事会公告决议	(1)、天坛生物向成都所发行 1800-2200 万股股票收购成都蓉生 51%的股权，天坛生物向北京所发行 533 万股股票收购北京所标的土地。(2)、向不超过 10 名投资者（不包括成都所和北京所）非公开发行 7500 万股，不低于 5000 万股，募集资金 15 亿元。用于支付成都所持有的成都蓉生 39%股权的款项，2.5 亿元；对成都蓉生增资，2 亿元；投资天坛生物大兴新产业基地建设项目，总投资 11.31 亿元。（国家投入 5150 万元）。本次发行价格拟定为不低于 12.99 亿元。
12 月 25 日《重大资产购买及发行股份购买资产暨关联交易报告书》	(1)、天坛生物向成都所发行 21,851,485 股股票收购成都蓉生 51%的股权，发行价格 14.34 元/股。另以现金 239,620,818 元向成都所收购成都蓉生 39%的股权（通过向不超过十位投资者非公开发行的方式募集）；(2)、天坛生物向北京所发行 5,365,383 股股票收购北京所标的土地。
数据来源：上市公司公告 国联证券研究所	

第三部分：投资建议

假设天坛生物能够在 2009 年顺利地实现了对成都蓉生的收购，我们认为可以从两个方面来探讨天坛生物的价值变化，首先是成都蓉生为天坛生物带来的盈利贡献，根据我们的盈利预测，成都蓉生将在 2009 年和 2010 年分别为天坛生物贡献净利润 5100 万和 5000 万（90%的股权，且不考虑增资的情况），折合每股收益 0.1 元，尽管我们认为成都蓉生的盈利能力应该可以更强于我们的预测。而我们综合天坛生物自身的业务和成都蓉生，预测 2008 年、2009 年和 2010 年公司的每股收益分别为 0.27 元、0.44 元和 0.46 元。

其次对于公司的估值，我们建议可以分别对公司血液制品和疫苗类产品进行估值。我们考虑到公司的疫苗类产品在行业内具有较强的竞争力，而且新型医疗体制改革中国家加大对卫生防疫投入对公司也是一个扩大需求和市场的良好机遇，因此给予 30-35 倍的市盈率水平，而血液制品类则是采用的上海莱士和华兰生物的 2009 年度预测市盈率区间。最后得出公司的合理价值区间是 13.33-15.51 元。

在中国生物集团旗下优质的三个生物所注入上市公司极其不确定情况下，根据天坛生物自身的价值判断，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

图表 8:

	毛利率	2009 年预测净利润 (百万)	市盈率	市值(亿元)
疫苗类产品	69.32%	178.6	30-35	53.58-62.51
血液制品	40%-50%	55.33	27.67-31.00	15.31-17.15
合计				68.89-79.66
总股本(收购后)				5.15
合理价值区间				13.33 元-15.51 元
数据来源: wind 国联证券研究所				

注: 根据 WIND 上海莱士 2009 年预测市盈率 27.67 倍, 华兰生物 31 倍。

图表 9: 成都蓉生主要产品分析

	2006 年	2007 年	2008 年半	2008 年 预测	2009 年 预测	2010 年 预测
人血白蛋白(折合 10g, 50ml)						
产能(瓶)	1048000	1048000	1050000			
产量(瓶)	1095928	668951	469041			
产能利用率	104.57%	63.831%	44.67%			
销量	1050557	712396	425240	61.02 万	67.90 万	76.30 万
产销率	95.86%	106.49%	90.66%			
销售收入 (万元)	17690.8	15481.8	12055.3	21114.3	23493.4	26399.8
销售价格(元)	168.39	217.32	283.45	346	346	346
静注人免疫球蛋白(PH4 折合 2.5g)						
产能	716632	716632	775000			
产量	729786	326251	501272			
产能利用率	101.84%	45.53%	64.68%			
销量	597588	467795	329905	55.09 万	48.60 万	54.40 万
产销率	81.89%	143.38%	65.81%			
销售收入 (万元)	6860.21	5185.21	4638.11	9365	8505	9520
销售价格(元)	114.80	110.84	140.59	170	175	175
破伤风免疫球蛋白						
产能	510000	510000	255000			
产量	751421	797880	191785			
产能利用率	147.34%	156.45%	75.21%			
销量	778436	680948	352956	42.70 万	30 万	20 万
产销率	103.60%	85.35%	184.04%			

销售收入 (万元)	2328.55	2337.23	1565.84	1921	1440	1000
销售价格(元)	29.91	34.32	44.36	45	48	50
主要产品累计收入	26880	23004	18259	32401	33438	36920
主营业务收入	27878	24107	19367	33401	34438	37920

数据来源：上市公司公告 国联证券研究所

图表 10: 成都蓉生的盈利预测

	2006 年	2007 年	2008 年半	2008 年	2009 年	2010 年
主营业务收入 (万元)	27878	24107	19367	34401	35438	38920
主营业务成本(万元)				18921	20281	22963
主营业务利润(万元)				15481	15157	15957
主营业务税金及附加(万元)				550	532	584
销售费用(万元)				1032	1063	1168
管理费用(万元)				4472	4359	4593
财务费用(万元)				1813	1813	1813
营业利润(万元)	5391	2732	5830	7613	7390	7800
利润总额(万元)	5353	2938	5952	7613	7390	7800
所得税(万元)	806	567	1666	1903	1848	1950
所得税率	15%	19.3%	28%	25%	25%	25%
净利润(万元)	4547	2371	4286	5710	5543	5850
归属母公司的净利润 (万元)	4547	2387	4322	5710	5543	5850

数据来源：上市公司公告 国联证券研究所

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。