

医药行业 中投证券医药行业小组

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

天坛生物

600161

推荐

疫苗行业受益明确，血液制品景气度高

我们参加了公司上周五举行的股东大会，并与公司管理层进行了交流。

投资要点：

- 疫苗行业是本次医改中受益最明确的子行业之一，新医改的四大体系中，公共卫生服务体系建设的核心内容是建立健全疾病预防控制，国家计划免疫规划扩容给计划内疫苗市场带来了巨大的增长，我们测算市场规模将由现在的 15-20 亿扩大到 40 亿以上。这部分市场增量将大部分归属于计划内疫苗市场的垄断者中生集团。公司是中生集团在资本市场的唯一平台，并有明确的资产注入预期，是疫苗行业最为确定的投资标的。
- 从公司的经营情况来看，受益免疫规划扩容效果明显。麻腮风三联疫苗生产工艺问题解决，08 年销售量不足 100 万人份，09 年预计销售达 600 万人份，将对业绩增长产生较大贡献。无细胞百白破疫苗和乙肝疫苗销售额均有望在 08 年的基础上继续稳定增长。Vero 乙脑、裂解流感和水痘疫苗市场竞争较为激烈，预计公司此数项品种收入和利润保持稳定水平。
- 公司此次股东大会审议重大资产重组注入成都蓉生等事项。重组事项报证监会通过后将公司将增发股票进行此次收购，我们预计整个过程将在 09 年下半年完成。成都蓉生的注入将使公司成为国内血液制品的龙头，公司所有浆站也将由 4 个增加为 14 个，未来还有进一步扩建可能，行业的高景气度对公司业绩以及现金流产生有利影响。
- 公司在新领导层上任后对研发加大力度，弥补了之前较为薄弱的环节，研发强度达到了 5% 左右，采用“自主、依托、开放”相结合的模式，目前在多联疫苗和基因工程产品上进展显著，将提升公司的长期价值。
- 在央企整合的大背景下，天坛生物作为中生集团的上市平台，整体上市预期非常明确，进程亦有可能加速，如果完成整体上市，天坛生物的市值将有较大上升空间。暂时维持前期的业绩预测。不含并报表按现有股本，08、09、10 年 EPS 0.28、0.37、0.47 元。09 年如合并蓉生一个季度报表，按增发后股本计算，09 年 EPS 0.33 元，10 年 EPS 0.51 元，合并全年报表 09 年 EPS 0.42 元。
- 公司的经营趋势向好，疫苗行业是医药行业中受益最明确的子行业之一，同时有资产注入预期，建议在合适的估值水平买入，维持推荐的投资评级。

6-12 个月目标价： 16.65 元

当前股价： 15.15 元

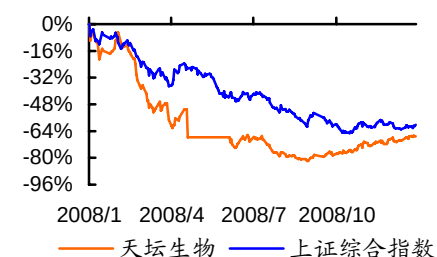
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	1954.44
总股本(百万)	488
流通股本(百万)	238
流通市值(亿)	38
EPS (TTM)	0.25
每股净资产 (元)	1.49
资产负债率	33.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天坛生物	13.01	54.04	11.03
上证综合指数	-1.04	2.33	-27.77



相关报告

20081218 政府投入推动行业成长，终端变化揭示投资机会—医药行业 2009 年策略
20081027 天坛生物—经营趋势持续向好—推荐
20080829 天坛生物—子公司仍是利润贡献主要来源—推荐
20080320 天坛生物—以时间换空间—推荐

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	531	691	833	989
同比(%)	27%	30%	21%	19%
归属母公司净利润(百万元)	105	138	181	229
同比(%)	3%	32%	31%	27%
毛利率(%)	62.3%	63.0%	62.3%	61.1%
ROE(%)	16.2%	20.4%	23.4%	25.8%
每股收益(元)	0.32	0.28	0.37	0.47
P/E	42.75	48.64	37.10	29.28
P/B	6.91	9.92	8.69	7.55
EV/EBITDA	28	23	19	16

资料来源：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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	543	712	740	876	营业收入	531	691	833	989
现金	157	100	100	100	营业成本	200	255	314	384
应收账款	119	185	223	265	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	4	6	8	9	营业费用	55	77	93	110
预付账款	12	102	19	23	管理费用	77	100	108	129
存货	249	318	391	479	财务费用	6	18	28	22
其他	2	0	0	0	资产减值损失	6	7	8	9
非流动资产	552	790	799	779	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	21	50	50	50	投资净收益	-0	-0	0	0
固定资产	334	518	534	541	营业利润	183	228	277	329
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	0	5	0	0
其他	179	205	198	170	营业外支出	4	1	0	0
资产总计	1095	1502	1540	1654	利润总额	180	231	277	329
流动负债	232	557	451	405	所得税	30	39	47	56
短期借款	140	447	331	274	净利润	149	192	230	273
应付账款	4	5	6	7	少数股东损益	45	54	49	44
其他	88	106	115	123	归属母公司净利润	105	138	181	229
非流动负债	138	136	136	136	EBITDA	235	284	354	406
长期借款	0	40	40	40	EPS (元)	0.32	0.28	0.37	0.47
其他	138	96	96	96	主要财务比率				
负债合计	369	693	587	541	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	78	132	180	224	成长能力				
股本	326	488	488	488	营业收入	27.3%	30.2%	20.5%	18.8%
资本公积	195	32	32	32	营业利润	42.7%	24.6%	21.3%	18.9%
留存收益	127	156	252	368	归属于母公司净利润	2.5%	31.8%	31.1%	26.7%
归属母公司股东权益	648	677	772	889	获利能力				
负债和股东权益	1095	1502	1540	1654	毛利率	62.3%	63.0%	62.3%	61.1%
现金流量表					净利率	19.7%	20.0%	21.7%	23.2%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	16.2%	20.4%	23.4%	25.8%
经营活动现金流	154	-38	290	250	ROIC	27.6%	23.1%	27.9%	28.7%
净利润	149	192	230	273	偿债能力				
折旧摊销	46	38	50	55	资产负债率	33.7%	46.2%	38.1%	32.7%
财务费用	6	18	28	22	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.34	1.28	1.64	2.16
营运资金变动	-59	-217	-24	-131	速动比率	1.26	0.70	0.77	0.97
其它	12	-69	6	31	营运能力				
投资活动现金流	-77	-239	-60	-60	总资产周转率	0.49	0.53	0.55	0.62
资本支出	66	210	60	60	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-10	29	0	0	应付账款周转率	41.72	63.20	62.07	62.03
其他	-20	-0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-73	219	-230	-190	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.28	0.37	0.47
短期借款	10	307	-116	-56	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.08	0.59	0.51
长期借款	0	40	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.33	1.39	1.58	1.82
普通股增加	0	163	0	0	估值比率				
资本公积增加	3	-163	0	0	P/E	42.75	48.64	37.10	29.28
其他	-85	-127	-114	-134	P/B	6.91	9.92	8.69	7.55
现金净增加额	4	-57	0	0	EV/EBITDA	28	23	19	16

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

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 清华大学理学硕士, 2007 年加入中投证券研究所。

主要研究覆盖公司: 科华生物, 达安基因, 通化东宝, 天坛生物, 双鹭药业, 华兰生物, 上海莱士, 云南白药, 三九医药等。

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	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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