

天坛生物 600161.SS

重回增长轨道 ——天坛生物业绩快报点评

研究结论

- 公司发布业绩快报显示，08 年实现收入 6.83 亿元，同比增长 28.69%，营业利润 2.30 万元，同比增长 25.33%；利润总额 2.32 亿元，同比增长 29.21%；归属于母公司所有者的净利润 1.34 亿元，同比增长 27.53%。每股收益 0.27 元。
- 对 08 年收入贡献最大的品种是麻腮风系列，其中麻疹风疹二联疫苗（麻风二联）和麻疹腮腺炎风疹三联疫苗（麻腮风三联）都是高毛利的品种，但 07 年受限于工艺不稳定，全年未能正常生产。08 年麻风二联疫苗销量约在 1150 万支左右，实现 1.19 亿元收入。吸附无细胞百日咳白喉破伤风联合疫苗（92.01%）和流感病毒裂解疫苗（84.60%）在 08 年都高速增长。
- 从 08 年开始，免疫规划疫苗种类扩大到 14 种，预防的传染病增至 15 种。新列入计划免疫的疫苗产能远远不能满足市场需求。扩大计划免疫规划后，一些疫苗的供给明显短缺，带来了极大的市场空间。除了常规免疫之外，还有因“强化免疫”带来的市场机会。如麻疹强化免疫造成最近两年麻疹疫苗的需求明显上升，每年新增需求 1.2-1.3 亿支。
- 成都蓉生是国内最大的血液制品企业之一，对其 90% 股权的收购，能够大大提升天坛生物的长期价值和盈利能力。但收购的意义不仅限于增厚业绩，更关键的是，对中生集团在“以天坛生物为平台整合集团资产”这条轨道上前进，起到大力助推的作用。
- 展望 09 年，在疫苗方面，麻腮风系列疫苗还将有突出表现，麻腮风三联疫苗将部分取代麻风二联，进一步提升麻腮风系列的毛利率。A 群脑膜炎球菌多糖疫苗（A 群流脑疫苗）将是另外一个可能有高速增长的品种。传统的乙肝疫苗或有超出预期的表现。
- 未来几年，公司的业绩增长将来源于：（1）新进入计划免疫的品种将有高速增长，麻腮风三联（麻风二联）将在未来 3 年内放量，形成 3 亿元以上的销售规模；（2）收购获得的资产——长春祈健、成都蓉生，在公司有效整合和管理下，展现可观的盈利能力；（3）中生集团的资产整合还将以“蓉生模式”进行，公司有机会再次通过收购获得优质资产，增厚业绩。
- 将资产收购和增发考虑在内，我们预测 09 年，10 年每股收益 0.29 元、0.44 元。根据 2010 年（公司消化蓉生后）的盈利，考虑疫苗业务可能的爆发式增长以及后续资产整合可能带来的增厚，我们认为 40 倍 PE 是一个合理的估值水平，未来一年目标价 17.60 元，给予“增持”评级。
- 风险提示：(1)偶发工艺问题，影响某些盈利能力强的大品种（如麻腮风系列）的生产 (2)行业格局发生重大变化，国外巨头强势进入，短期内竞争加剧 (3)其它可能性较小的风险，如政府在血液制品领域的新政策。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

季序我

医药行业分析师

8621-63325888 × 6086

jixuwo@orientsec.com.cn

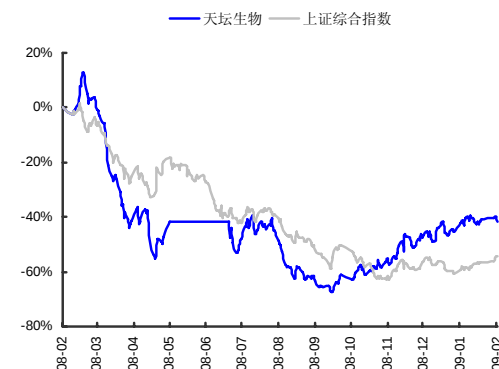
李淑花

医药行业首席分析师

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价（09 年 2 月 5 日）	15.48 元
目标价格（12 个月）	17.60 元
总股本/A 股（万股）	48825/48825
A 股市值（百万元）	75.58 亿元
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2009 年 2 月 6 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.23	30.30	-41.56
相对表现 (%)	-10.31	11.15	12.83

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	531	683	1110	1327
同比(%)	27%	29%	63%	20%
归属母公司净利润	105	134	169	260
同比(%)	3%	27%	27%	54%
毛利率(%)	62.3%	63.4%	56.6%	58.9%
ROE(%)	16.2%	20.1%	9.8%	13.9%
每股收益(元)	0.32	0.27	0.29	0.44
P/E	36.95	43.79	41.48	26.94
P/B	5.97	8.53	4.04	3.74
EV/EBITDA	24	20	12	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

业绩回顾

公司发布业绩快报显示，08 年实现收入 6.83 亿元，同比增长 28.69%，营业利润 2.30 万元，同比增长 25.33%；利润总额 2.32 亿元，同比增长 29.21%；归属于母公司所有者的净利润 1.34 亿元，同比增长 27.53%。每股收益 0.27 元。

对 08 年收入贡献最大的品种是麻腮风系列，其中麻疹风疹二联疫苗（麻风二联）和麻疹腮腺炎风疹三联疫苗（麻腮风三联）都是高毛利的品种，但 07 年受限于工艺不稳定，全年未能正常生产。08 年麻风二联疫苗销量约在 1150 万支左右，实现 1.19 亿元收入。吸附无细胞百日咳白喉破伤风联合疫苗（百白破，增长 92.01%）和流感病毒裂解疫苗（增长 84.60%）在 08 年都高速增长。

免疫规划扩容带来市场空间

国内疫苗市场规模的扩大有两种模式：

- (1) 由于人口增长、群众防疫意识提高，以及新品种增加，使得市场规模线性扩张（主要是二类苗）；
- (2) 国家扩大免疫规划范围，把原先的二类苗划为一类苗，以政府财政为保证，短期迅速提高列入规划的疫苗的接种率，达到爆炸式增长。

模式（1）是持续进行的，天坛生物在这个领域的增量中能够获得一定的份额，而模式（2）几乎是为中生集团“订做”的，包括天坛生物在内的中生集团下属企业从中能够获得最大的利益。回顾历史，乙肝疫苗从非计划免疫品种，进入计划免疫管理，再进入计划免疫的过程，就是天坛生物不断获益的过程。

我国的免疫规划，原来包括 6 种疫苗，预防 7 种传染病。从 08 年开始，免疫规划疫苗种类扩大到 14 种，预防的传染病增至 15 种。

表：历年免疫规划包含的疫苗种类

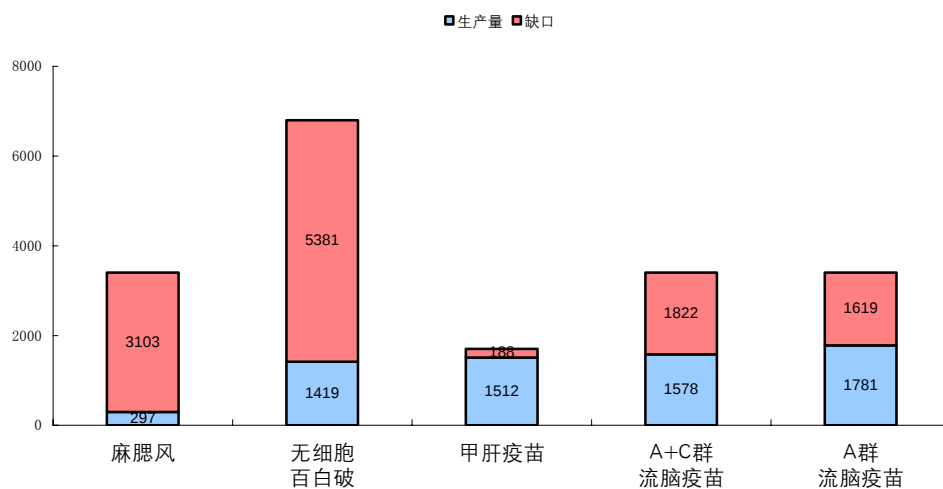
1978	2002	2007
麻疹	麻疹	麻疹
脊髓灰质炎	脊髓灰质炎	脊髓灰质炎
百白破	百白破	无细胞百白破
卡介苗	白破	白破
	卡介苗	卡介苗
	乙肝	乙肝
		乙脑
		甲肝
		麻腮风
		A 群流脑
		A+C 群流脑
		出血热
		炭疽
		钩端螺旋体

注：出血热、炭疽、钩端螺旋体为针对重点人群接种

资料来源：东方证券研究所

新列入计划免疫的疫苗产能远远不能满足市场需求。扩大计划免疫规划后，一些疫苗的供给明显短缺。免疫规划扩大带来了极大的市场空间。

图：几类新列入扩大免疫规划的品种生产缺口（单位：万支）



资料来源：东方证券研究所

除了常规免疫之外，还有因“强化免疫”带来的市场机会。如《2006-2012 年全国消除麻疹行动计划》承诺到 2012 年实现消除麻疹的目标，因此不仅做好免疫规划的麻疹疫苗接种，还要开展强化免疫（即针对全部人群接种，不限于儿童），基本做法是在三年左右时间内把国内各省全部强化免疫一次，造成最近两年麻疹疫苗的需求明显上升，每年新增需求 1.2-1.3 亿支，出现供不应求的情况。

收购蓉生——助推资产整合

蓉生增加公司价值

2008 年，公司在整合母公司中国生物技术集团公司（“中生集团”）资产方面也有突破，将向中生集团下属的成都生物制品研究所发行股票购买其持有的成都蓉生药业有限责任公司（以下简称“成都蓉生”）51%的股权，同时以现金购买其持有的成都蓉生剩余 39%的股权。

成都蓉生是国内最大的血液制品企业之一，2006 年实际采浆量位居国内第二位。蓉生拥有目前亚洲最大、生产工艺最先进的血液制品车间，投浆能力达 1000 吨/年，生产规模在国内名列前茅。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。

我们认为，对其 90%股权的收购，能够大大提升天坛生物的长期价值和盈利能力。

在血液制品领域，态势非常明显：大品种（白蛋白+静丙）仍是绝对主流，小品种影响有限。因此，投浆量作为决定企业盈利能力的主要因素的情况不会有变化。2007 年，全行业都受浆站改制影响，投浆量严重，蓉生投浆量 206 吨。而 2008 年，蓉生的两个浆站因地震损毁，投浆量恢复力度不够快（240 吨左右），但我们预计从 2009 年开始，投浆水平维持在 260~270 吨以上没有问题。虽然短期内投浆量难有增长，但四川省对其的支持力度无人可及，有可能批准其新设 5 个浆站，将在三年后大幅增加蓉生的采浆能力。考虑到全国大部分原料血浆来自四川、广西、贵州三省，蓉生未来在浆源控制上的优势非常明显。我们预测未来三年血浆稀缺的情况不会改变，因此蓉生的未来的盈利能力是相当明确的。

收购的意义，超越短期增厚业绩

我们认为，收购蓉生的意义不仅限于增厚业绩，更关键的是，对中生集团在“以天坛生物为平台整合集团资产”这条轨道上前进，大力助推了一把。

道理非常明显，天坛生物原是北京所的子公司，转为中生集团直属不久。而北京所在中生集团六大所中，实力仅强于长春所。以天坛生物为平台整合中生集团资产，“小马拉大车”，困难必然很多。比如上海所就一度有独立 IPO 的计划。由于蓉生在血液制品业务上的强势，一度也有“中生集团打造两个上市公司平台——疫苗归天坛生物，血液制品归蓉生，后者独立上市”的传言。

很显然，收购了蓉生之后，不仅最后一种分拆上市的可能不存在了，而且大大增强了天坛生物的实力，使得未来对集团其它所资产的收购更加顺理成章。

基于这样的考虑，我们认为，收购蓉生具有很大的意义，超越了短期业绩的增厚。

整合后的血液制品业务

我们预计，如果收购完成，公司 09 年采浆量将达到 350 吨，2010 年 450 吨。

表预计整合后的血液制品业务情况

	2007	2008	2009	2010
蓉生投浆量（吨）	206	240	260	310
天坛本部投浆量（吨）	150	90	55	90
投浆量合计（本部+蓉生）（吨）	356	330	315	400
收入				
人血白蛋白（万元）	8,664	5,734	26,436	32,000
静脉注射人免疫球蛋白（万元）	419	1,578	10,589	12,800
破伤风人免疫球蛋白（万元）			1,154	1,468
乙型肝炎人免疫球蛋白（万元）			1,171	3,088
其它血液制品（万元）	7	6	88	122
血液制品合计（万元）	9,089	7,318	39,437	49,478

资料来源：东方证券研究所

展望未来几年的市场，我们预计有几大特征：

- (1) 由于国内的市场现状和厂商的技术水平，小品种（VIII 因子、纤维蛋白原等）很难成为主要收入来源，主要还是依靠白蛋白和静丙；
- (2) 白蛋白和静丙单位产量提高空间有限，主要靠原料血浆的增加实现增长，未来对浆源的争夺将异常激烈；
- (3) 由于原料血浆控制仍严，价格维持高位的情况不会有变化；
- (4) 经过 1998 年以来数次的治理整顿，行业集中度已显著提升。未来这种趋势还将继续，大企业将从中受益。

天坛生物整合蓉生前，血液制品业务不突出，整合后实力则跃居第一，将在集中度提升的过程中成为最大收益者。

业绩预测和估值

展望 09 年，在疫苗方面，麻腮风系列疫苗还将有突出表现，麻腮风三联疫苗将部分取代麻风二联，进一步提升麻腮风系列的毛利率。A 群脑膜炎球菌多糖疫苗（A 群流脑疫苗）将是另外一个可能有高速增长品种。传统的乙肝疫苗或有超出预期的表现。另外，如果收购成都蓉生顺利，该公司的血液制品也将会是公司盈利的重要支撑。

未来几年，公司的业绩增长将来源于：（1）新进入计划免疫的品种将有高速增长，麻腮风三联（麻风二联）将在未来 3 年内放量，形成 3 亿元以上的销售规模；（2）收购获得的资产——长春祈健、成都蓉生，在公司有效整合和管理下，展现可观的盈利能力；（3）我们预测中生集团的资产整合还将以“蓉生模式”进行，公司有机会再次通过收购获得优质资产，增厚业绩。

将资产收购和增发考虑在内，我们预测 09 年、10 年每股收益 0.29 元、0.44 元。根据 2010 年（公司消化蓉生后）的盈利，考虑疫苗业务可能的爆发式增长以及后续资产整合可能带来的增厚，我们认为 40 倍 PE 是个合理的估值水平，未来一年目标价 17.60 元，给予“增持”评级。

风险提示

公司可能的风险包括：

- (1) 偶发工艺问题，影响某些盈利能力强的大品种（如麻腮风系列）的生产
- (2) 行业格局发生重大变化，国外巨头强势进入，短期内竞争加剧
- (3) 其它可能性较小的风险，如政府在血液制品领域的新政策。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	543	592	917	1130	营业收入	531	683	1110	1327
现金	157	156	250	463	营业成本	200	250	481	546
应收账款	119	126	154	154	营业税金及附加	3	4	10	13
其它应收款	4	5	20	20	营业费用	55	69	89	106
预付账款	12	55	111	111	管理费用	77	100	167	199
存货	249	250	382	382	财务费用	6	13	26	8
其他	2	0	0	0	资产减值损失	6	9	10	10
非流动资产	552	602	1615	1557	公允价值变动收益	0	9	0	0
长期投资	21	48	49	49	投资净收益	-0	-0	-0	-0
固定资产	334	363	1360	1328	营业利润	183	229	327	445
无形资产	18	7	0	0	营业外收入	0	5	0	0
其他	179	184	206	180	营业外支出	4	3	57	57
资产总计	1095	1401	2532	2687	利润总额	180	232	270	388
流动负债	232	303	648	667	所得税	30	44	46	66
短期借款	140	196	419	446	净利润	149	188	224	323
应付账款	4	6	57	57	少数股东损益	45	54	55	63
其他	88	101	172	164	归属母公司净利润	105	134	169	260
非流动负债	138	98	153	153	EBITDA	235	279	439	575
长期借款	0	0	55	55	EPS (元)	0.32	0.27	0.29	0.44
其他	138	98	98	98	主要财务比率				
负债合计	369	401	801	820	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	78	122	185	248	成长能力				
股本	326	488	588	588	营业收入	27.3%	24.2%	68.4%	19.6%
资本公积	195	32	894	894	营业利润	42.7%	20.1%	48.6%	36.3%
留存收益	127	141	239	375	归属于母公司净利润	2.5%	26.6%	27.2%	54.1%
归属母公司股东权益	648	664	1731	1867	获利能力				
负债和股东权益	1095	1195	2532	2687	毛利率	62.3%	61.7%	56.6%	58.9%
现金流量表					净利率	19.7%	20.1%	15.2%	19.6%
单位:百万元					ROE	16.2%	19.5%	9.8%	13.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力				
经营活动现金流	154	92	206	469	资产负债率	33.7%	42.2%	24.3%	21.1%
净利润	149	184	224	323	净负债比率	37.91%	65.39%	58.14%	55.83%
折旧摊销	46	46	86	121	流动比率	2.34	1.30	1.98	2.75
财务费用	6	13	26	8	速动比率	1.26	0.79	1.16	1.82
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-59	-81	-134	-9	总资产周转率	0.49	0.53	0.59	0.55
其它	12	-71	4	26	应收账款周转率	4	5	7	8
投资活动现金流	-77	-218	-745	-80	应付账款周转率	41.72	52.85	41.66	31.90
资本支出	66	192	744	80	每股指标 (元)				
长期投资	-10	27	1	0	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.27	0.35	0.53
其他	-20	1	-0	-0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.19	0.42	0.96
筹资活动现金流	-73	124	633	-176	每股净资产(最新摊薄)	1.33	1.39	3.55	3.82
短期借款	10	246	-113	-43	估值比率				
长期借款	0	0	55	0	P/E	34.66	41.08	38.90	25.24
普通股增加	0	163	100	0	P/B	5.60	8.00	3.79	3.51
资本公积增加	3	-163	862	0	EV/EBITDA	23	19	12	9
其他	-85	-122	-271	-132					
现金净增加额	4	-1	94	213					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

季序我：医药行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn