

上市公司动态报告

生物制品

免疫扩容的实质性受益者

业绩基本符合预期 疫苗为目前主要利润增长点

09 年公司实现收入 6.8 亿，净利润 1.33 亿，同比分别增长 29% 和 27%，实现 EPS 0.27 元，基本符合我们前期的预测。08 年疫苗制品的收入增速高达 38.9%，公司的产品结构进一步向高毛利的疫苗产品倾斜，08 年疫苗的收入占比高达 88%。具体到产品上，麻疹疫苗系列产品是公司主要的盈利品种，09 年此情况将继续。从中检所今年的批签发数据可以看出，进口产品的市场份额在缩小，公司的麻腮风三联产品与上生所整体市场份额上升且公司与上生所之间竞争格局基本稳定。长春祈健的水痘疫苗也是 08 年公司利润的主要来源，但由于 08 年末新的竞争者进入，预计未来两年内水痘疫苗的销量仅能维持平稳增长，净利润率水平略有下降。乙肝疫苗未来计免市场扩容和二类乙肝疫苗的增长也将成为公司未来的看点之一。

收购蓉生增厚公司业绩

成都蓉生是我国规模前三位的血制品生产企业，投浆量和净利润率水平在国内的血制品企业里都名列前茅。公司本身也有部分血制品业务，但 08 年的投浆量仅 100 多吨，四个浆站仅有 3 个可正常使用，忻州浆站的基础建设预计在 09 年下半年能完工，正常供浆预计还得延迟到 10 年，因此 09 年公司的血制品投浆规模不会有实质性增长，预计比 08 年增长 10% 左右。血制品的毛利率也将维持在 23% 左右，在行业内属于较低水平。而成都蓉生的投浆量 08 年达 280 吨，产品毛利率为 58%，在行业内属于较高水平。蓉生的净利润率也有 23%，与以疫苗为主业的天坛生物相当，盈利能力可见一斑。收购蓉生后将增厚公司的业绩。

盈利预测与投资评级

考虑到 09 年成都蓉生可能装入公司，我们将蓉生的业绩做入业绩预测，预计 09-10 年公司的营业收入将达到 11 亿和 13 亿，归属于母公司的净利润为 2.4 和 3 亿，按股本扩大至 5.88 亿股计算，09-10 年的 EPS 为 0.41 元和 0.52 元。由于公司存在中国生物优质资产陆续注入的预期，我们给与高于行业平均的估值水平，以 2009 年的 EPS 对应 40 倍动态 PE，未来 6 个月目标价 16.4 元。

预测和比率

	2007A	2008A	2009F	2010F
主营收入（百万）	531.00	682.70	1,101.47	1,344.60
主营收入增长率	27.34%	28.57%	61.34%	22.07%
净利润（百万）	105.00	133.29	241.07	303.94
净利润增长率	40.57%	26.94%	80.86%	26.08%
EPS（元）	0.322	0.273	0.41	0.52
P/E	48.06	56.71	31.35	24.87
P/B	7.79	8.17	6.62	5.34

天坛生物（600161）

维持

增持

罗樨

luoxi@csc.com.cn

86-010-85130957

分析日期：2009 年 02 月 27 日

赵献兵

zhaoxianbing@csc.com.cn

86-21-68825012

当前股价：15.48 元

目标价格 6 个月：16.4 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
1.9/-4.7	21.0/10.4	-39.9/11.1
12 月最高/最低价（元）		42.82/0
总股本（万股）		48,825
流通 A 股（万股）		23,794
总市值（亿元）		78.02
流通市值（亿元）		38.02
近 3 月日均成交量（万）		774
主要股东		
濮文		2.83%

股价表现



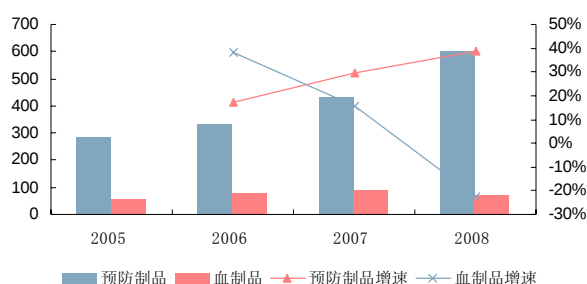
相关研究报告

08.12.08 天坛生物：增长明确的长线投资品种

业绩基本符合预期 疫苗为目前主要利润增长点

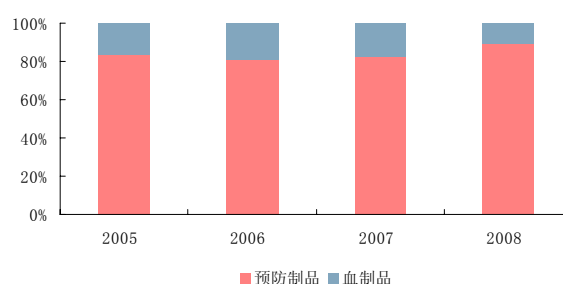
09 年公司实现收入 6.8 亿，净利润 1.33 亿，同比分别增长 29% 和 27%，实现 EPS 0.27 元，基本符合我们前期的预测。疫苗一直是公司最重要的收入和利润来源，公司的麻风二联和麻腮风三联产品是重要的计免产品，在国家免疫扩容政策的刺激下，新列入计免目录的产品成为疫苗收入增长的主要驱动力，08 年疫苗制品的收入增速高达 38.9%，而血制品则由于原料血浆供应不足而收入下降，导致公司的产品结构进一步向高毛利的疫苗产品倾斜，08 年疫苗的收入占比高达 88%。

图 1：疫苗收入增速加快



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 2：疫苗收入占比提高



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

具体到产品上，麻疹疫苗系列产品是公司主要的盈利品种，09 年此情况将继续。从中检所今年的批签发数据可以看出，进口产品的市场份额在缩小，公司的麻腮风三联产品与上生所整体市场份额上升且公司与上生所之间竞争格局基本稳定。

长春祈健的水痘疫苗也是 08 年公司利润的主要来源，但由于 08 年末新的竞争者进入，预计未来两年内水痘疫苗的销量仅能维持平稳增长，净利润率水平略有下降。

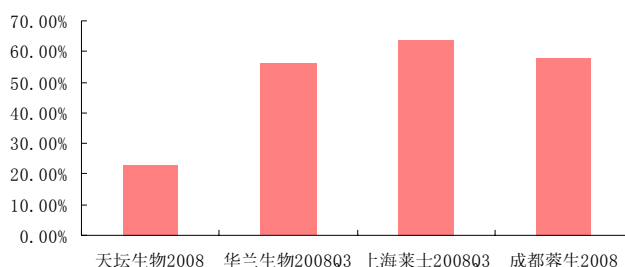
乙肝疫苗未来计免市场扩容和二类乙肝疫苗的增长也将成为公司未来的看点之一。为应对目前乙肝疫苗产能的限制和未来市场扩容，公司正计划进行乙肝 GMP 车间的改造和扩产，计划在 2010 年产能扩增为目前的 2 倍，达到 4000 万人份。另外，公司的 10 μg，20 μg 乙肝疫苗也已投入成人市场，08 年销售约 200 万人份。二类乙肝疫苗的盈利水平要高于计免乙肝产品。

收购蓉生增厚公司业绩

公司已经向公司控股股东中国生物下属的成都所发行股票购买成都蓉生 51% 的股权，同时以现金购买剩余 39% 的股权，资金来源为二级市场定向增发。该重大资产重组方案已经获得国务院国资委批准。

成都蓉生是我国规模前三位的血制品生产企业，投浆量和净利润率水平在国内的血制品企业里都名列前茅。公司本身也有部分血制品业务，但 08 年的投浆量仅 100 多吨，四个浆站仅有 3 个可正常使用，忻州浆站的基础建设预计在 09 年下半年能完工，正常供浆预计还得延迟到 10 年，因此 09 年公司的血制品投浆规模不会有实质性增长，预计比 08 年增长 10% 左右。血制品的毛利率也将维持在 23% 左右，在行业内属于较低水平。而成都蓉生的投浆量 08 年达 280 吨，产品毛利率为 58%，在行业内属于较高水平。

图 3：各血制品企业的毛利率水平比较



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

蓉生的净利润率也有 23%，与以疫苗为主业的天坛生物相当，盈利能力可见一斑。收购蓉生后将增厚公司的业绩。

表 1：国内血制品企业 2008 年净利率比较

	净利率	备注
天坛生物	23%	*含疫苗
华兰生物	39%	*含疫苗
上海莱士	32%	
成都蓉生	23%	

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

财务指标健康 符合公司稳健发展的目标

在麻腮风三联产品列入计免产品后，公司这部分产品的销售对象也由原来的经销商变为各地方政府的疾控中心，由公司自己的销售队伍在地方负责投标和市场推广，虽然销售费用率大幅提升，但与原来的销售方式净利率相近，并没有影响到公司的盈利水平。随着未来麻腮风三联产品中计免产品份额的扩大和与原经销商合同的到期，预计公司未来自己销售的比例加大，销售费用率也将略有提高。

公司的各项财务指标比较健康。08 年公司对 3 年以上的应收帐款全额计提了资产减值损失，而且公司 08 年的每股经营性现金流达 0.57 元，远高于 EPS。经营活动产生的现金流量净额高达 2.76 亿，同比增长 80%。各项财务指标都比较健康，符合公司稳健发展的目标。

盈利预测和投资建议

考虑到 09 年成都蓉生可能装入公司，我们将蓉生的业绩做入业绩预测，预计 09-10 年公司的营业收入将达到 11 亿和 13 亿，归属于母公司的净利润为 2.4 和 3 亿，按股本扩大至 5.88 亿股计算，09-10 年的 EPS 为 0.41 元和 0.52 元。由于公司存在中国生物优质资产陆续注入的预期，我们给与公司高于行业平均的估值水平，以 2009 年的 EPS 对应 40 倍动态 PE，未来 1 年目标价 16.4 元。

综合考虑公司现在所面临的发展机遇、未来的业绩增长和可能的新产品诞生，我们认为可以将公司作为长线投资品种，以 2010 年的 EPS 对应 40 倍动态 PE，未来 2 年目标价 20.8 元，给予增持评级。

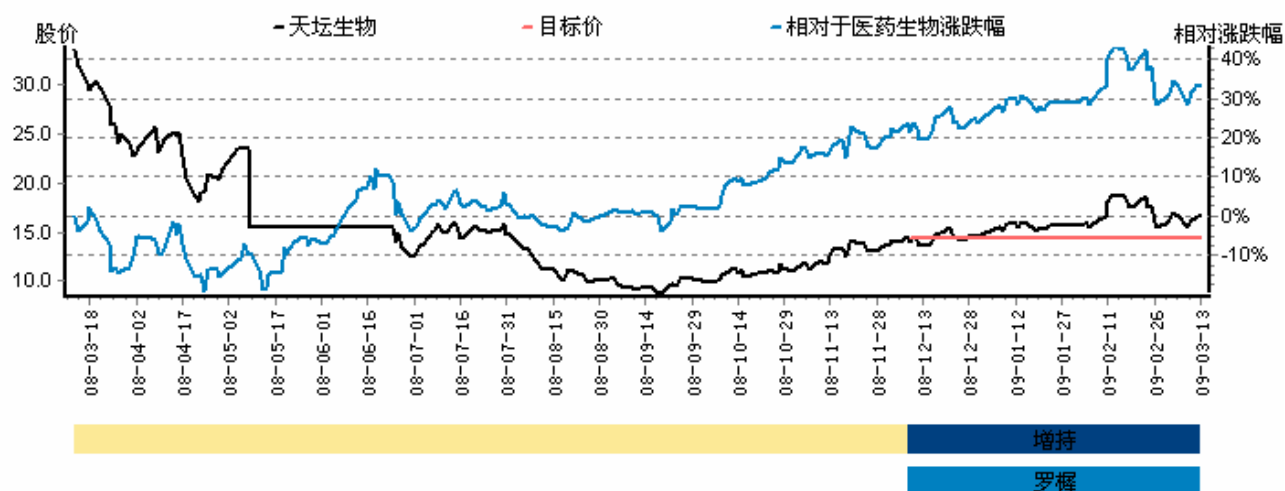
风险分析

1. 二级市场融资速度慢于预期；
2. 目前公司的高估值是由资产重组预期支撑的，如果该预期发生变化，公司的估值将下降到合理水平；
3. 公司所处的行业为高危行业，若产品出现不良反应可能影响公司产品的销量；
4. 计免范围内的疫苗销售一般能通过集团在各子公司或研究所之间平衡，但通过市场化销售的产品会面临市场新入者的竞争，其销量和价格都会因为竞争格局的改变而变化。

报表预测

	2007A	2008A	增长率	2009F	增长率	2010F	增长率
利润表（万元）							
营业收入	531.00	682.70	28.57%	1,101.47	61.34%	1,344.60	22.07%
营业成本	200.00	240.32	20.16%	408.81	70.11%	498.74	22.00%
营业费用	55.00	86.70	57.64%	143.19	65.15%	174.80	22.07%
管理费用	77.00	100.36	30.33%	165.22	64.63%	201.69	22.07%
财务费用	6.00	12.37	106.11%	10.33	-16.46%	13.36	29.31%
投资收益	0.00	(0.52)	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	183.00	227.86	24.51%	362.31	59.01%	442.94	22.25%
利润总额	180.00	232.45	29.14%	362.31	55.87%	442.94	22.25%
所得税	30.00	36.73	22.42%	57.97	57.84%	70.87	22.25%
净利润	149.00	195.72	31.36%	304.34	55.50%	372.07	22.25%
归属母公司所有者的净			26.94%		80.86%		26.08%
利润	105.00	133.29		241.07		303.94	

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

罗樨，医药行业分析师，赵献兵，化工行业高级分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010