

整合成都蓉生为业务发展带来新契机

● 公司 2009 年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 14.63%

公司扣非后 EPS 为 0.31 元。报告期间公司并入成都蓉生全年营业数据，以未调整前的 08 年数据为基准，2009 年实现营业收入 11 亿元，同比增长 61.16%；实现主营业务利润 3.54 亿元，同比增长 55.81%；实现利润总额 3.51 亿元，同比增长 51.31%；实现归属于母公司的净利润 2.12 亿元，同比增长 58.69%，每股收益为 0.41 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 1.52 亿元，同比增长 14.64%，扣非后 EPS 为 0.31 元。净资产收益率为 23.29%，相比去年增加 2.83 个百分点。2009 年暂无利润分配及资本公积转增股本预案。

从公司的总体报表来看，虽然主营业务收入增幅不小，但主要来自于并入的成都蓉生业绩，将 08 年成都蓉生的业绩考虑在内，公司营业收入同比增长为 13.69%，主营业务利润同比增长 17.01%，实现利润总额同比增长 13.18%，实现归属于母公司的净利润同比增长 9.42%，公司整体业绩增长基本稳健。

公司两大支柱业务中：预防制品维持较快增长，实现营业收入 7.25 亿元，同比增长 20.46%，血液制品实现营业收入 3.51 亿元，同比增长 399.03%，其中近 3 亿元收入来自新并入公司成都蓉生。

● 公司费用控制能力良好，单产品毛利率显著提升

公司综合毛利率略有下降，09 年为 63.35%，同比下降 1.45 个百分点。其中收购成都蓉生，导致公司血液制品业务毛利率有显著提升，09 年产品毛利率为 51.9%，相比 08 年提升了 29.01 个百分点，期间费用率、净利润率与上年基本持平，分别为 29.11%、19.24%，

● 资产负债表稳健，债务以短期借款为主

货币资金大幅增加了 1.65 亿元，占资产比重 15.96%，同比增加 5.69 个百分点，主要得益于公司销售回款率较好和银行借款等增加；公司的经营性现金流净额为 4.48 亿元，高于公司的净利润，这说明公司的经营业绩有充足的现金保障。公司短期借款为 4.2 亿元，同比增加 1.25 亿元。长期借款为 0.3 亿元，与去年相比大幅减少，资产负债率为 39.69%。

● 投资亮点与建议

公司实现对成都蓉生的绝对控股，不仅可以减少公司在血液制品业务方面的同业竞争，同时可以充分体现公司的规模效应和协同效应，同时随着重点产品麻腮风三联疫苗生产恢复正常和今年国家将为 15 岁以下人群免费补种乙肝疫苗，疫苗业务将会继续维持稳定增长。

预计公司 10 年收入增长 12%、11 年、12 年分别增长 10%。10 年公司的净利润增长 15%，每股收益为 0.49 元，2011、2012 年净利润增速为 10%，每股收益为 0.54 元、0.60 元，给予该股买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (元, 2010 年 03 月 18 日) 23.55

目标价格 (元, 6 个月) 25

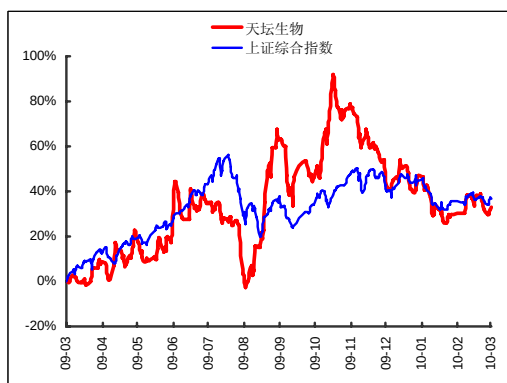
总股本/A 股 (万股) 48825/48825

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 03 月 18 日

股价表现



重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1100	1232	1356	1491
同比 (%)	14%	12%	10%	10%
归属母公司净利	212	243	268	296
同比 (%)	9%	15%	10%	10%
毛利率 (%)	63.4%	62.5%	62.5%	62.5%
ROE (%)	26.5%	23.3%	20.5%	19.0%
每股收益 (元)	0.43	0.50	0.55	0.61
P/E	53.91	47.05	42.59	38.55
P/B	14.29	10.96	8.72	7.33

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

公司 2009 年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 14.63%

公司扣非后 EPS 为 0.31 元。报告期间公司并入成都蓉生全年营业数据，以未调整前的 08 年数据为基准，2009 年实现营业收入 11 亿元，同比增长 61.16%；实现主营业务利润 3.54 亿元，同比增长 55.81%；实现利润总额 3.51 亿元，同比增长 51.31%；实现归属于母公司的净利润 2.12 亿元，同比增长 58.69%，每股收益为 0.41 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 1.52 亿元，同比增长 14.64%，扣非后 EPS 为 0.31 元。净资产收益率为 23.29%，相比去年增加 2.83 个百分点。2009 年暂无利润分配及资本公积转增股本预案。

从公司的总体报表来看，虽然主营业务收入增幅不小，但主要来自于并入的成都蓉生业绩，将 08 年成都蓉生的业绩考虑在内，公司营业收入同比增长为 13.69%，主营业务利润同比增长 17.01%，实现利润总额同比增长 13.18%，实现归属于母公司的净利润同比增长 9.42%，公司整体业绩增长基本平稳。

公司的收入和利润完全来自于两大业务：预防制品和血液制品。预防制品维持较快增长，实现营业收入 7.25 亿元，同比增长 20.46%，血液制品实现营业收入 3.51 亿元，同比增长 399.03%，其中近 3 亿元收入来自新并入公司成都蓉生，如果将蓉生数据算入 08 年作基准，则血液制品销售收入同比下降 1.12%。

表 1：公司主要产品销售情况（百万元）

	2007	2008	2009
预防制品	433.79	602.43	725.71
同比增长		38.89%	20.46%
血液制品	90.89	70.28	350.72
同比增长		-22.68%	399.03%

资料来源：东方证券研究所

公司费用控制能力良好，综合毛利率略有下降

公司综合毛利率略有下降，09 年为 63.35%，同比下降 1.45 个百分点。其中收购成都蓉生，导致公司血液制品业务毛利率有显著提升，09 年产品毛利率为 51.9%，相比 08 年提升了 29.01 个百分点，期间费用率、净利润率与上年基本持平，分别为 29.11%、19.24%，

表 2：天坛生物报表分析

	累计数据相比								单季度数据比较							
	1Q200	1-2Q200	1-3Q200	2008	1Q200	1-2Q200	1-3Q200	2009	2008Q	2008Q	2008Q	2008Q	2009Q	2009Q	2009Q3	2009Q
营业总收入	106.31	319.13	513.34	682.7	167.82	382.57	469.45	1100.2	106.31	212.82	194.21	169.36	167.82	214.75	86.88	630.80
营业收入	106.31	319.13	513.34	682.7	167.82	382.57	469.45	1100.2	106.31	212.82	194.21	169.36	167.82	214.75	86.88	630.80
同比增长率	-1.30%	41.78%	40.27%	28.69	57.86%	19.88%	-8.55%	61.16	-1.30%	81.31%	37.85	2.94%	57.86%	0.91%	-55.26%	272.46
营业总成本	75.00	216.87	329.98	454.7	95.53	240.30	341.97	744.65	75.00	141.88	113.10	124.81	95.53	144.76	101.67	402.68
营业成本	38.73	121.42	183.74	240.3	46.57	127.27	153.62	403.21	38.73	82.69	62.32	56.58	46.57	80.70	26.35	249.59
成本率	36.43	38.05%	35.79%	35.20	27.75%	33.27%	32.72%	36.65	36.43	38.85%	32.09	33.41	27.75%	37.58	30.33%	39.57%
主营业务利润	66.91	195.64	326.32	437.7	120.28	252.66	312.63	685.03	66.91	128.73	130.68	111.47	120.28	132.38	59.97	372.39
毛利率	63.57	61.95%	64.21%	64.80	72.25%	66.73%	67.28%	63.35	63.57	61.15%	67.91	66.59	72.25%	62.42	69.67%	60.43%
同比增长率	-8.87%	28.52%	34.08%	33.71	79.76%	29.15%	-4.20%	56.47	-8.87%	63.32%	43.38	32.62	79.76%	2.84%	-54.11%	234.07
营业税金及附加	0.67	2.07	3.28	4.59	0.97	2.64	3.20	12.01	0.67	1.40	1.21	1.31	0.97	1.67	0.56	8.82
销售费用	11.84	35.57	54.78	86.96	16.91	41.63	67.68	117.11	11.84	23.74	19.21	32.18	16.91	24.73	26.05	49.43
营业费用率	11.14	11.15%	10.67%	12.74	10.08%	10.88%	14.42%	10.64	11.14	11.15%	9.89%	19.00	10.08%	11.52	29.98%	7.84%
管理费用	19.67	45.91	67.06	100.4	20.92	55.41	102.23	184.14	19.67	26.25	21.15	33.41	20.92	34.49	46.82	81.91
管理费用率	18.50	14.39%	13.06%	14.72	12.47%	14.48%	21.78%	16.74	18.50	12.33%	10.89	19.73	12.47%	16.06	53.89%	12.99%
财务费用	1.67	5.14	8.87	12.62	1.53	4.38	6.02	19.08	1.67	3.47	3.73	3.75	1.53	2.86	1.64	13.06
期间费用率	31.21	27.14%	25.46%	29.30	23.45%	26.51%	37.48%	29.11	31.21	25.12%	22.70	40.94	23.45%	28.91	85.76%	22.89%
资产减值损失	2.43	6.76	12.24	9.82	8.65	8.97	9.22	9.10	2.43	4.33	5.48	-2.41	8.65	0.32	0.26	-0.13
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.07	-0.11	-0.23	-0.52	-0.34	-0.63	-0.96	-1.29	-0.07	-0.04	-0.12	-0.29	-0.34	-0.29	-0.33	-0.32
其中：对联营企业和合营企业的投资	-0.07	-0.11	-0.23	-0.52	-0.34	-0.63	-0.96	-1.29	-0.07	-0.04	-0.12	-0.29	-0.34	-0.29	-0.33	-0.32
营业利润	31.24	102.15	183.14	227.4	71.95	141.65	126.52	354.32	31.24	70.90	80.99	44.26	71.95	69.69	-15.13	227.80
营业利润率	29.39	32.01%	35.68%	33.31	42.87%	37.03%	26.95%	32.20	29.39	33.31%	41.70	26.13	42.87%	32.45	-17.41%	36.11%
同比增长率	-30.17	30.76%	35.58%	24.19	130.31	38.67%	-30.92%	55.81	-30.17	112.34	42.19	-7.83%	130.31	-1.71%	-118.68	414.69
加：营业外收入	4.37	4.47	4.47	6.35	1.39	1.39	1.62	11.41	4.37	0.10	0.00	1.88	1.39	0.00	0.23	9.79
减：营业外支出	0.26	1.23	1.46	1.76	0.78	12.57	13.48	14.70	0.26	0.97	0.24	0.30	0.78	11.79	0.91	1.22
其中：非流动资产处置净损失	0.20	0.25	0.26	0.52	0.00	10.71	11.34	11.79	0.20	0.05	0.01	0.26	0.00	10.71	0.63	0.45
利润总额	35.35	105.39	186.15	231.9	72.56	130.47	114.66	351.03	35.35	70.04	80.76	45.84	72.56	57.90	-15.81	236.37
税前利润率	33.25	33.02%	36.26%	33.98	43.24%	34.10%	24.42%	31.90	33.25	32.91%	41.58	27.07	43.24%	26.96	-18.20%	37.47%
同比增长率	-20.97	35.58%	40.88%	29.05	105.26	23.80%	-38.40%	51.31	-20.97	112.24	48.46	-3.78%	105.26	-17.33	-119.58	415.64
减：所得税	4.99	23.72	44.32	36.71	15.28	19.45	17.29	70.84	4.99	18.73	20.61	-7.61	15.28	4.17	-2.15	53.55
有效税率	14.12	22.51%	23.81%	15.82	21.06%	14.91%	15.08%	20.18	14.12	26.74%	25.52	-16.60	21.06%	7.20%	13.60%	22.66%
净利润	30.36	81.67	141.82	195.2	57.28	111.02	97.36	280.18	30.36	51.31	60.15	53.46	57.28	53.73	-13.65	182.82
减：少数股东损益	14.55	24.58	42.10	61.90	19.15	34.81	37.52	68.53	14.55	10.03	17.52	19.80	19.15	15.66	2.70	31.01
归属于母公司所有者的净利润	15.82	57.10	99.72	133.3	38.13	76.20	59.84	211.66	15.82	41.28	42.63	33.66	38.13	38.07	-16.36	151.81
净利润率	14.88	17.89%	19.43%	19.54	22.72%	19.92%	12.75%	19.24	14.88	19.40%	21.95	19.87	22.72%	17.73	-18.83%	24.07%
同比增长率	-39.29	5.29%	18.15%	27.39	141.02	33.45%	-39.99%	58.69	-39.29	46.49%	41.30	65.81	141.02	-7.78%	-138.38	351.01
每股收益	0.032	0.117	0.204	0.273	0.078	0.156	0.123	0.434	0.032	0.085	0.087	0.069	0.078	0.078	-0.034	0.311

资料来源：东方证券研究所

资产负债表稳健

- 货币资金大幅增加了 1.65 亿元，占资产比重 15.96%，同比增加 5.69 个百分点。由于销售回款率较好和银行借款等增加使得公司的货币资金大幅增加；
- 公司的经营性现金流净额为 4.48 亿元，高于公司的净利润，这说明公司的经营业绩有充足的现金保障。
- 存货占资产比重降低了 3.16 个百分点，应收账款小幅增加了 669 万元。
- 公司短期借款为 4.2 亿元，同比增加 1.25 亿元。长期借款为 0.3 亿元，与去年相比大幅减少。
- 资产负债率为 39.69%。

投资亮点

➤ 整合成都蓉生，盈利能力、市场竞争力双提升

实现对成都蓉生的绝对控股，不仅可以减少公司在血液制品业务方面的同业竞争，同时可以充分体现公司的规模效应和协同效应。成都蓉生拥有亚洲最大、生产工艺最先进的血液制品车间之一，生产规模在国内名列前茅。此次重组后，公司血制品业务规模位居行业前三，同时产品毛利率大幅上升，09 年产品毛利率为 51.9%，相比 08 年提升了 29.01 个百分点。

业务整合后公司在原有 4 个浆站的基础上增加了成都蓉生 11 个浆站，投浆量显著增加，同时部分省份静丙最高零售价从 412 元提高至 600 元左右，随着采血成本增加，未来血制品业务是否实现超预期增长取决于公司对成本的控制能力。

➤ 疫苗业务量升价降，盈利维持稳定增长

09年公司重点产品麻腮风三联疫苗出现生产不顺利情况，影响了疫苗业务销量的提升。随着10年疫苗生产恢复正常，疫苗销量会有大幅提升。同时今年国家将为15岁以下人群免费补种乙肝疫苗，对公司乙肝疫苗的销售会有巨大的推动作用。另外2009年发改委发布了《关于制定重组乙型肝炎疫苗等14种国家免疫规划疫苗出厂价格的通知》，公司主导产品麻腮风三联疫苗和麻风二联疫苗产品的出厂价分别降低35%和47%，对产品盈利能力造成一定冲击。在量升价降的局面下，我们预计疫苗将继续维持稳定增长态势。

投资建议

公司业务全部来自于疫苗和血液制品领域，具备显著的规模优势和协同效应。随着未来公司再融资项目的发行和对其他研究所的进一步资产整合，今后两三年公司将继续维持其稳健的增长势头，我们预计公司 10 年收入增长 12%、11 年、12 年分别增长 10%

由于血液制品毛利率的显著提升，我们预计 2010 年公司的净利润增速为 15%，每股收益为 0.49 元，2011、2012 年净利润增速为 10%，每股收益为 0.54 元、0.60 元，给予该股增持的投资评级。

表 3：公司财务预测表

资产负债表					单位:百万元 利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1058	1252	1651	1929	营业收入	1100	1232	1356	1491	流动资产	1058	1252	1651	1929
现金	345	440	751	921	营业成本	403	462	508	559	现金	345	440	751	921
应收账款	134	148	163	179	营业税金及附加	12	13	14	16	应收账款	134	148	163	179
其它应收款	12	14	15	17	营业费用	117	131	144	159	其它应收款	12	14	15	17
预付账款	83	95	112	140	管理费用	184	206	227	250	预付账款	83	95	112	140
存货	484	555	610	671	财务费用	19	24	18	10	存货	484	555	610	671
其他	0	0	0	0	资产减值损失	9	0	0	0	其他	0	0	0	0
非流动资产	1103	1249	1427	1625	公允价值变动收益	0	0	0	0	非流动资产	1103	1249	1427	1625
长期投资	63	70	80	100	投资净收益	-1	0	0	0	长期投资	63	70	80	100
固定资产	522	793	1021	1233	营业利润	354	396	444	498	固定资产	522	793	1021	1233
无形资产	141	141	141	141	营业外收入	11	6	5	5	无形资产	141	141	141	141
其他	376	245	185	152	营业外支出	15	0	5	12	其他	376	245	185	152
资产总计	2161	2501	3078	3554	利润总额	351	402	444	491	资产总计	2161	2501	3078	3554
流动负债	1053	1072	1288	1406	所得税	71	81	90	99	流动负债	1053	1072	1288	1406
短期借款	420	420	420	420	净利润	280	321	355	392	短期借款	420	420	420	420
应付账款	41	47	52	57	少数股东损益	69	79	87	96	应付账款	41	47	52	57
其他	592	605	817	929	归属于母公司净利润	212	243	268	296	其他	592	605	817	929
非流动负债	159	159	165	180	EBITDA	443	491	567	648	非流动负债	159	159	165	180
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.43	0.50	0.55	0.61	长期借款	30	30	30	30
其他	129	129	135	150						其他	129	129	135	150
负债合计	1212	1231	1453	1586	主要财务比率									
少数股东权益	150	229	316	412	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	少数股东权益	150	229	316	412
股本	488	488	488	488	成长能力					股本	488	488	488	488
资本公积	46	46	46	46	营业收入	13.7%	12.0%	10.0%	10.0%	资本公积	46	46	46	46
留存收益	264	507	775	1022	营业利润	17.0%	11.8%	12.2%	12.0%	留存收益	264	507	775	1022
归属母公司股东权益合计	799	1041	1309	1556	归属于母公司净利润	9.4%	14.6%	10.5%	10.5%	归属母公司股东权益合计	799	1041	1309	1556
负债和股东权益	2161	2501	3078	3554	获利能力					负债和股东权益	2161	2501	3078	3554
					毛利率	63.4%	62.5%	62.5%	62.5%					
					净利率	19.2%	19.7%	19.8%	19.9%					
					ROIC	26.5%	23.3%	20.5%	19.0%					
					偿债能力	36.1%	33.2%	35.4%	34.6%					
					资产负债率	56.1%	49.2%	47.2%	44.6%					
					净负债比率									
					流动比率	1.00	1.17	1.28	1.37					
					速动比率	0.54	0.65	0.81	0.89					
					营运能力									
					总资产周转率	0.66	0.53	0.49	0.45					
					应收账款周转率	7	7	7	7					
					应付账款周转率	17.21	10.52	10.32	10.32					
					每股指标 (元)									
					每股收益	0.43	0.50	0.55	0.61					
					每股经营现金流	0.92	0.71	1.25	1.17					
					每股净资产	1.64	2.13	2.68	3.19					
					估值比率									
					P/E	53.91	47.05	42.59	38.55					
					P/B	14.29	10.96	8.72	7.33					
					EV/EBITDA	26	23	20	18					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn