

公司点评

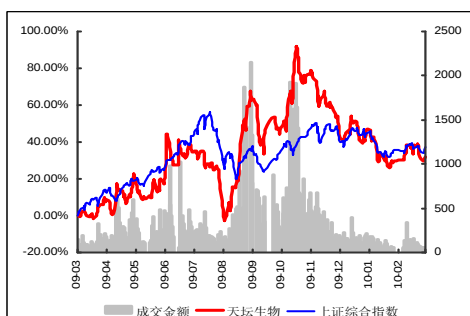
长期业绩有保证 再融资是短期亮点

生物医药

2010年3月18日

评级：谨慎推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券医药组

组长：强系壁

执业证书编号：S0590208070088

联系人：

联系人：周静

电话：0510-82832380

Email: zhoujing@glsc.com.cn

独立性声明：

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。

投资要点：

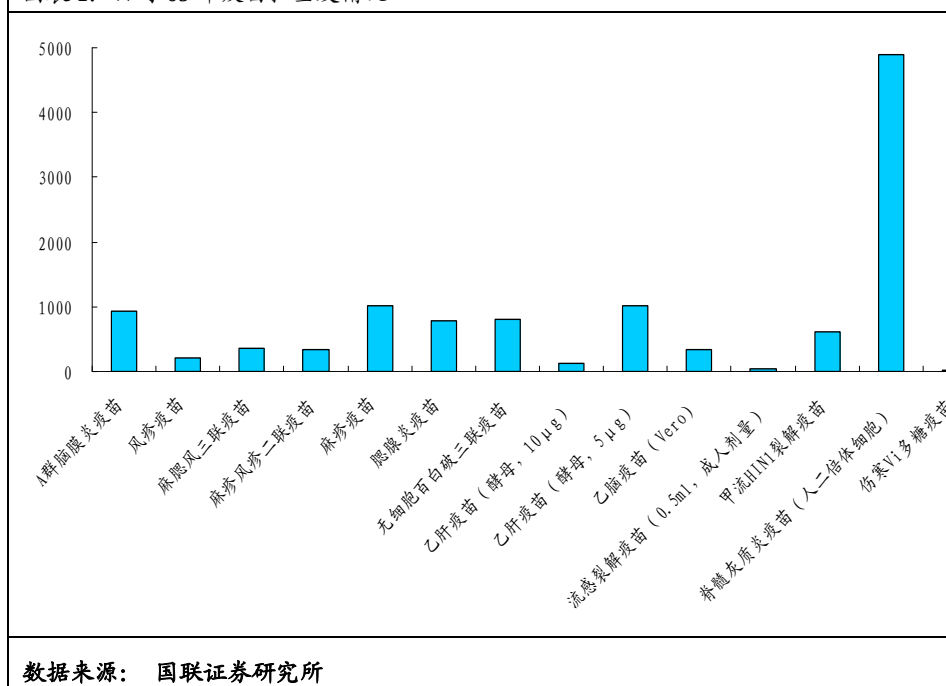
- 2009年公司实现营业收入11亿元，同比增长13.69%；营业利润3.54亿元，同比增长17.01%；实现归属于母公司的净利润2.12亿元，同比增长9.42%，每股收益为0.41元，不进行利润分配，公司公布的业绩低于之前的业绩快报。
- 疫苗类产品增速减缓。公司09年疫苗类产品销售收入为7.26亿元，同比增长20.46%，增速相比较08年有所减缓，这主要与麻腮风系列产品及脊髓灰质炎疫苗批签份数出现了下滑有关。而占据疫苗收入主导地位的乙肝疫苗09年签发1147万人份，同比增长了15.74%，另外甲型流感疫苗09年签发615万人份，可以说是公司疫苗业务保持20%以上增速的大功臣。
- 血液制品业务未来增长点。公司09年血液制品业务实现营业收入3.51亿元，相较于08年没有合并成都蓉生的0.7亿元来说，大幅增长了400%，充分说明合并后对公司血液制品实力的提升作用。公司在子公司的利润预测上非常保守，考虑到血液制品产品供不应求的高景气度和成都蓉生的竞争优势，我们认为未来几年公司血液制品业务有望持续稳定增长。
- 再融资迫在眉睫。公司09年货币资金仅为3.45亿元，而同期短期借款已经达到4.2亿元，加上公司收购成都蓉生时曾承诺用2.4亿元的现金收购31%股权和追加2亿元的投资，另外年报中也披露了将为亦庄新产业基地进行融资，因此公司10年如果没有非公开发行募集到足够的资金，那么将面临更大的资金压力和债务压力。
- 我们预计公司10年和11年净利润总额为264.04百万和334.53百万，每股收益分别为0.47元和0.57元。考虑到国家计划免疫范围的扩大和血液制品的高景气度，另外中国中生集团的整合为公司股价提供刺激因素，我们长期看好公司的发展，不过短期估值存在压力。

天坛生物 2009 年公司实现营业收入 11 亿元，同比增长 13.69%；营业利润 3.54 亿元，同比增长 17.01%；实现归属于母公司的净利润 2.12 亿元，同比增长 9.42%，每股收益为 0.41 元，不进行利润分配，公司公布的业绩低于之前的业绩快报。

疫苗类产品增速减缓

公司 09 年疫苗类产品销售收入为 7.26 亿元，同比增长 20.46%，增速相比较 08 年有所减缓，这主要与麻腮风系列产品在 09 年初发生了多批次不合格，导致 09 年 4 月份以后没有产品批签，截止 09 年底麻疹风疹二联疫苗仅签了 331 万人份，而 08 年同期为 2025 万人份。另外脊髓灰质炎疫苗批签份数也出现了下滑，由 08 年的 6582 万人份降至 4901 万人份，不过由于国家 09 年提价 112%，我们预计 10 年此项业务收入将略有增长。而占据疫苗收入主导地位的乙肝疫苗 09 年签发 1147 万人份，相较于 08 年的 991 万人份，同比增长了 15.74%，另外甲型流感疫苗 09 年签发 615 万人份，可以说是公司疫苗业务保持 20%以上增速的大功臣。

图表 1：公司 09 年疫苗批签发情况



血液制品业务未来增长点

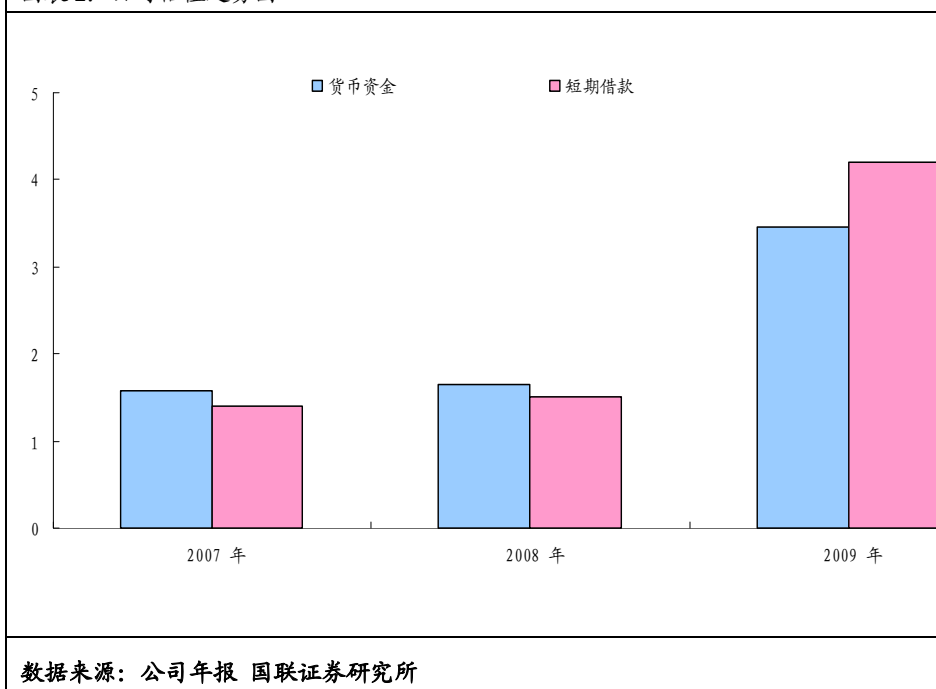
公司 09 年血液制品业务实现营业收入 3.51 亿元，相较于 08 年没有合并成都蓉生的 0.7 亿元来说，大幅增长了 400%，充分说明了合并成都蓉生对公司血液制品实力的提升作用。而公司年报披露数据是把成都蓉生 08 年的数

据也合并入 08 年利润表，因此同比出现了下滑，我们认为这主要与成都蓉生和公司本部的血液制品业务实现整合，使得充分发挥规模和协同效应需要一段时间有关。不过从 09 年成都蓉生净利润达到 7088.46 万元，远高于公司业绩承诺中的 4589.69 万元，验证了我们之前的分析，公司在子公司的利润预测上非常保守，考虑到血液制品产品供不应求的高景气度和成都蓉生的竞争优势，我们认为未来几年公司血液制品业务有望持续稳定增长。

再融资迫在眉睫

公司 09 年货币资金仅为 3.45 亿元，而同期短期借款已经达到 4.2 亿元，资产负债率进一步提升至 56.08%。从下图中我们可以看出，尽管 09 年公司货币资金出现了较大的增长，但是短期借款增加更多，再加上公司收购成都蓉生时曾承诺公司分别用 2.4 亿元的现金收购成都蓉生 31% 股权和追加 2 亿元的投资，另外公司年报中也披露了将为亦庄新产业基地进行融资，从该项目的投资额来看，目前仍存在 13 亿元的资金缺口，因此公司 10 年如果没有非公开发行募集到足够的资金，那么将面临更大的资金压力和债务压力。

图表 2：公司估值趋势图



中生整合或为股价刺激点

公司 09 年顺利完成了对成都蓉生的收购工作，加上之前对长春祁健的收购，可以看出公司在疫苗方面做大做强的意图，而中生集团作为国内免疫疫苗的绝对龙头霸主，在国家计划免疫范围进一步扩大这样良好机遇下，实现

整体上市，进行再融资，最大程度分享收益再所难免，因此我们认为中生集团下面直属六大所的优质资产有望持续注入公司，不过具体时间很难确定。

盈利预测

假设条件：

1、考虑到血液制品行业景气度，我们预计子公司成都蓉生 10 年、11 年净利润为 8000 万和 9000 万元，影响公司净利润为 7200 万元和 8100 万元。

2、公司麻腮风三联疫苗逐步取代二联疫苗，生产恢复正常，另外受益于国家计划免疫扩大的影响，10 年、11 年销售收入分别达到 2 亿和 3 亿元。

3、公司期间费用率保持相对稳定。

4、假设公司 10 年完成增发融资，股本扩大 7000 万股。

我们先按照主营业务为疫苗产品来核算主营业务收入，再加上成都蓉生的净利润获得合并净利润数值，预计公司 10 年和 11 年净利润总额为 264.04 百万和 334.53 百万，每股收益分别为 0.47 元和 0.57 元。考虑到国家计划免疫范围的扩大和血液制品的高景气度，另外中国中生集团的整合为公司股价提供刺激因素，我们长期看好公司的发展，不过短期估值存在压力。

盈利预测表：

（百万元）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
主营业务收入	530.50	682.70	725.71	817.51	987.20
主营业务成本	127.48	180.27	223.56	301.48	325.67
营业税金及附加	3.3	4.59	3	3	3.5
销售费用	54.82	86.96	79.75	89.91	104.36
销售费用率（%）	10.33	12.74	11	10.5	10.5
管理费用	77.10	100.48	108.75	107.03	124.23
管理费用率（%）	14.53	14.72	15	15	15
财务费用	5.99	12.62	12.33	15.41	17.89
资产减值损失	6.41	9.82	5	5	5
营业利润	183.10	227.40	228.36	319.23	409.87
利润总额	179.77	231.99	225.36	316.23	409.87
所得税	30.45	36.71	33.80	53.76	69.68
净利润	149.32	195.28	204.31	264.04	334.53
每股收益	0.32	0.27	0.41	0.47	0.57

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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

免责声明:

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。