

天坛生物 (600161): 背靠大树未必好乘凉

中性 (下调)

医药行业/生物制品

当前股价: 23.09 元

报告日期: 2011 年 3 月 15 日

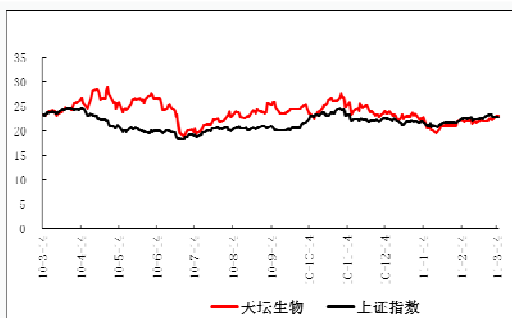
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1100	1202	1321	1482
(+/-)	13.69%	9.27%	9.90%	12.15%
营业利润	354	251	312	388
(+/-)	17.01%	-29.10%	24.03%	24.68%
归属于母公司				
的净利润	212	175	212	264
(+/-)	9.42%	-17.36%	21.12%	24.68%
每股收益 (元)	0.41	0.34	0.41	0.51
市盈率 (倍)	53	64	53	43

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	51546/48825
流通市值 (亿元)	111.81
每股净资产 (元)	2.05
资产负债率 (%)	53.35

股价表现 (最近一年)



证券分析师 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

联系人: 吴春莉

010-66045615 wuc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现主营业务收入 12.02 亿元, 同比上涨 9.27%; 主营业务利润 2.51 亿元, 同比下降 29.1%; 净利润 1.75 亿元, 同比下降 17.36%; 摊薄每股收益 0.34 元; 分配预案为每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)。
- 受国家政策影响, 主营业务下滑。**虽然公司营业收入上涨了 9.27%, 但主营业务利润及净利润均双双下滑。天坛生物为国家计划疫苗的主要定点生产厂家之一, 其产品的销售及价格均受国家政策指导性影响较强。2009 年国家全面下调了计划免疫类疫苗的出厂价格, 致使公司主打产品麻腮风三联疫苗、麻风二联疫苗、重组酵母乙型肝炎疫苗的出厂价格大幅下降, 其影响在 2010 年得以体现。另一方面 2010 年国家下达生产甲流 H1N1 疫苗任务, 公司累计生产 1200 多万剂甲流疫苗, 实际完成调拨 673 万剂, 剩余 477 万剂甲流疫苗未实现调拨, 根据国家发改委药品价格评审中心确定, 国产甲流疫苗价格为每剂 22.3 元 (15 微克/0.5 毫升规格), 未调拨甲流疫苗造成了公司 1.06 亿的销售损失, 对 2010 年利润影响较大。
- 毛利率下降, 费用增加。**2010 年公司相关费用增长较快, 其中销售费用率增长 3 个百分点至 13.66%, 管理费用率增长近 4 个百分点至 20.24%, 致使公司的期间费用率上涨 6.5 个百分点。而毛利率因其库存的影响反而下降了近 5 个百分点。我们认为这 477 万剂滞留的甲流疫苗, 给公司造成的损失是肯定的, 因为季节性疫苗的保质期仅 6—12 个月, 一旦超过时限, 这批疫苗将给予销毁, 现在尚不能确定其国家是否对其进行补偿, 这也正是公司经营的风险所在。
- 血液制品独挑大梁。**从公司经营情况来看, 公司营业收入增长主要来源于血液制品业务的拉动作用, 血液制品业务同比上涨了 34.95%, 其中主要来源于子公司成都蓉生, 成都蓉生为公司贡献净利润 1.42 亿元, 占公司总净利润的 81.14%, 公司血液制品业务整合效果凸现。
- 盈利预测与投资。**我们预计公司 2011 年—2012 年 EPS 为 0.41、0.51 元, 根据 14 日收盘价 23.09 元计算, 对应动态市盈率为 53 倍、43 倍, 考虑到公司有国资背景, 需承担部分社会责任, 易受国家政策调控的影响, 致使经营具有一定的不确定性; 另外公司主打产品均为一类疫苗, 价格低廉, 因此需

要在多联多价疫苗、组分疫苗、治疗性产品上有所突破，才能为公司持续发展提供源动力，我们下调公司“增持”的投资评级至“中性”。

- **风险提示。** 1) 疫情不确定的风险； 2) 国家政策风险。

图表 天坛生物盈利预测（万元）

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	110,025	120,226	132,134	148,188
增长率(%)	13.69%	9.27%	9.90%	12.15%
减：营业成本	40,321	50,261	55,126	59,401
毛利率(%)	63.35%	58.19%	58.28%	59.91%
减：营业税金及附加	1,201	1,065	1,321	1,482
销售费用	11,711	16,423	15,856	16,301
管理费用	18,414	24,338	26,427	29,638
财务费用	1,908	2,147	2,246	2,519
期间费用率	29%	36%	34%	33%
资产减值损失	910	712	0	0
加：公允价值变动净收益	-129	-160	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	35,432	25,121	31,158	38,847
增长率(%)	17.01%	-29.10%	24.03%	24.68%
加：营业外收入	1,141	2,309	0	0
减：营业外支出	1,470	397	0	0
利润总额	35,103	27,034	31,158	38,847
增长率(%)	13.18%	-22.99%	15.26%	24.68%
利润率(%)	31.90%	22.49%	23.58%	26.21%
减：所得税	7,084	4,698	4,674	5,827
实际税负比率(%)	20.18%	17.38%	15.00%	15.00%
净利润	28,018	22,335	26,484	33,020
归属于母公司所有者净利	21,166	17,492	21,188	26,416
增长率(%)	9.42%	-17.36%	21.12%	24.68%
净利润率(%)	19.24%	14.55%	16.03%	17.83%
少数股东损益	6,853	4,843	5,297	6,604
总股本（万股）	51,547	51,547	51,547	51,547
每股收益（元）	0.41	0.34	0.41	0.51

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040