

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 21.95元

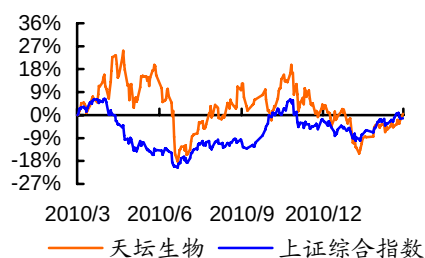
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2896.26
总股本(百万)	515
流通股本(百万)	488
流通市值(亿)	107
EPS (TTM)	0.34
每股净资产(元)	2.22
资产负债率	53.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天坛生物	-0.32	-7.03	-14.99
上证综合指数	-0.10	-0.52	9.19



相关报告

《天坛生物-疫苗产品步入稳定增长轨道, 血液制品将快速增长》2010-10-25

《天坛生物-“加强免疫”和“免疫升级”利好, 疫苗行业龙头长期看好》2010-9-3

《天坛生物-疫苗逐步恢复, 血液制品快速增长, 资产整合预期, 长期看好》2010-8-25

天坛生物

600161

推荐

甲流收入未确认致10年业绩低预期, 公司长期战略价值依旧

天坛生物公布2010年年报, 归属于上市公司净利润1.61亿, 同比减少17.36%, 实现每股收益0.34元, 低于我们的预期。拟每10股派1元。

投资要点:

- 收入增长9.27%, 归属于上市公司净利减少17.36%, 主要原因为甲流收入未确认, 毛利率下降, 管理费用上升导致。

2010年公司实现营业收入12.02亿, 同比增长9.27%; 营业利润2.5亿, 同比减少29.1%, 利润总额2.7亿, 同比减少22.99%; 归属于上市公司净利1.75亿, 同比减少17.36%。

收入增长较慢主要是甲流有477万份未确认收入。

利润同比负增长主要是毛利率下降、费用率上升: 强制免疫疫苗09年9月价格下降, 导致公司主要产品麻腮风系列、乙肝疫苗毛利率下降; 由于建设销售团队等营业费用增40.2%, 管理费用增32.2%, 增长较快。

- 血液制品收入增长34.95%, 收购蓉生后, 血液制品业务整合初见成效。血液制品实现收入4.73亿元, 毛利率增5.97%, 合并成都蓉生后, 公司血液制品优势逐步体现, 增长率超过疫苗, 成为利润的主要增长点。
- 疫苗业务2010年因甲流收入未确认和毛利率下降导致低预期已充分体现, 有望逐步改善: 随生产稳定, 现有一类疫苗水痘、乙脑、无细胞百白破、乙肝、麻腮风系列等将稳定增长。随13年亦庄基地建成, 各产品产能将扩大, 同时在研究的新品如AC多糖结合疫苗、Hib、水痘-麻腮风四联苗等出现新进展, 疫苗业务有望出现新增长。
- 中生集团H股上市准备中, 天坛作为A股的平台, 公司长期战略价值依旧。
- 血液制品快速发展, 疫苗业务见底, 公司战略价值依旧, 维持推荐评级。我们预计公司11、12、13年EPS分别为0.41、0.47、0.56元, 维持推荐评级。

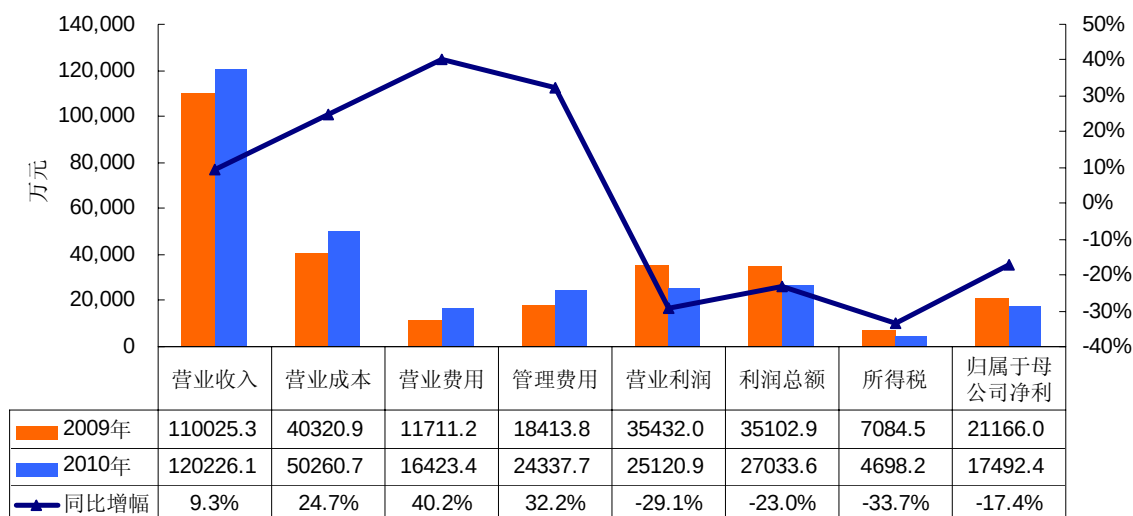
风险提示: 中生集团H股上市时间不确定, 公司战略价值显现的时间不确定。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1202	1474	1780	2076
同比(%)	9%	23%	21%	17%
归属母公司净利润(百万元)	175	213	240	290
同比(%)	-17%	22%	13%	21%
毛利率(%)	58.2%	58.6%	58.0%	57.9%
ROE(%)	16.6%	16.8%	15.9%	16.1%
每股收益(元)	0.34	0.41	0.47	0.56
P/E	64.68	53.08	47.17	38.97
P/B	10.72	8.92	7.50	6.29
EV/EBITDA	33	23	18	15

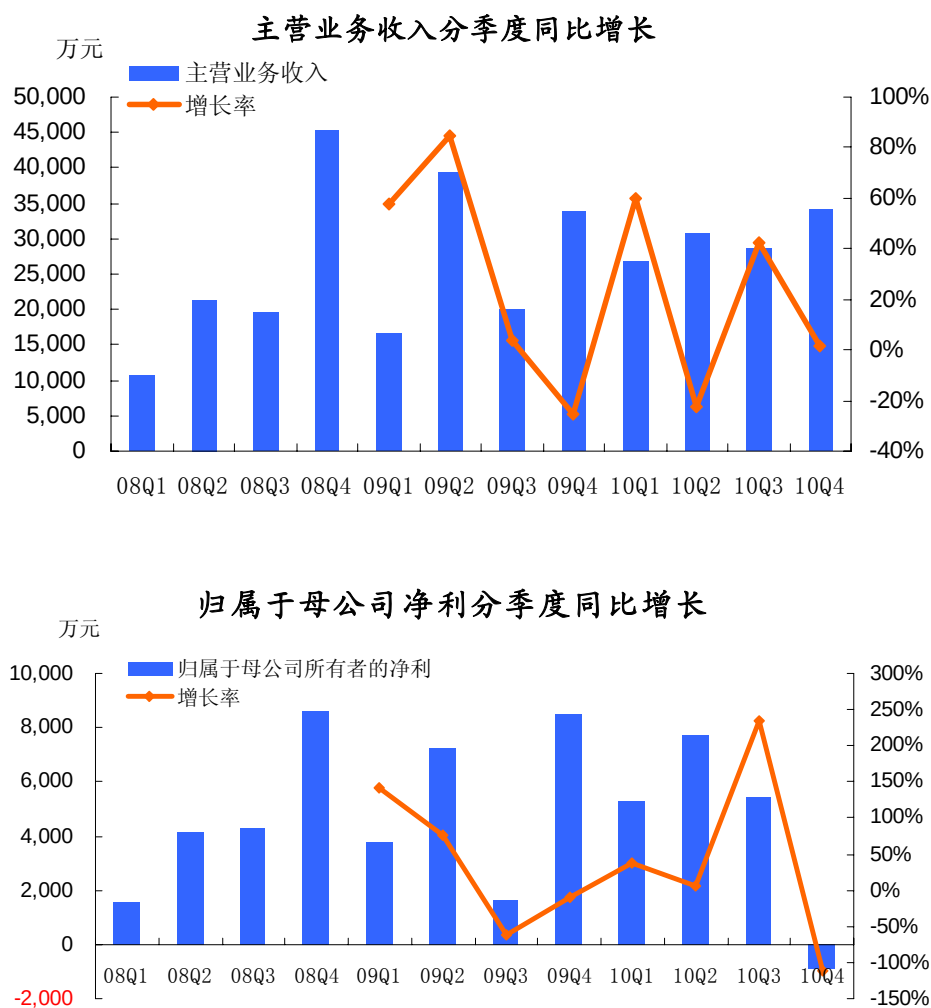
资料来源: 中投证券研究所

图 1: 天坛生物 10 年主要盈利性指标变化



资料来源：天坛生物年报、中投证券研究所

图 2: 天坛生物分季度数据



资料来源：天坛生物历年报表、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1: 天坛生物的季度盈利性数据

财务指标(万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	16782	39375	20131	33736	26801	30643	28617	34164	19.4%	1.3%
营业成本	4657	16754	7933	10977	9521	13938	12196	14606	19.8%	33.1%
营业费用	1691	3226	2911	3884	3318	2179	3200	7727	141.5%	99.0%
管理费用	2092	5728	5794	4801	3194	4980	5031	11133	121.3%	131.9%
财务费用	153	904	392	459	465	509	520	653	25.6%	42.2%
营业利润	7195	12148	2772	13317	9142	8903	7178	-102	-101.4%	-100.8%
利润总额	7256	11218	2722	13906	9201	9014	7123	1695	-76.2%	-87.8%
所得税	1528	2032	480	3044	1868	263	988	1580	60.0%	-48.1%
归属于母公司 净利润	3813	7251	1617	8485	5267	7713	5408	-896	-116.6%	-110.6%
EPS	0.07	0.14	0.03	0.16	0.10	0.15	0.10	-0.02	-116.6%	-110.6%
毛利率	27.7%	42.5%	39.4%	32.5%	35.5%	45.5%	42.6%	42.8%	0.3%	31.4%
营业费用率	10.1%	8.2%	14.5%	11.5%	12.4%	7.1%	11.2%	22.6%	102.3%	96.5%
管理费用率	12.5%	14.5%	28.8%	14.2%	11.9%	16.3%	17.6%	32.6%	85.4%	129.0%
营业利润率	42.9%	30.9%	13.8%	39.5%	34.1%	29.1%	25.1%	-0.3%	-101.2%	-100.8%
实际所得税率	21.1%	18.1%	17.7%	21.9%	20.3%	2.9%	13.9%	93.2%	572.2%	325.7%

资料来源：天坛生物历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1106	1213	1417	1604	营业收入	1202	1474	1780	2076
现金	322	300	300	300	营业成本	503	610	748	873
应收账款	135	131	158	184	营业税金及附加	11	13	16	18
其它应收款	25	26	31	36	营业费用	164	177	214	249
预付账款	105	127	156	182	管理费用	243	265	320	353
存货	519	630	772	902	财务费用	21	72	105	127
其他	0	0	0	0	资产减值损失	7	9	9	9
非流动资产	1342	1903	2406	2850	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	60	62	62	62	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	798	1221	1621	1978	营业利润	251	327	369	446
无形资产	218	290	362	435	营业外收入	23	0	0	0
其他	267	329	360	375	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	2448	3116	3823	4454	利润总额	270	327	369	446
流动负债	824	1220	1621	1882	所得税	47	56	63	76
短期借款	520	1003	1373	1605	净利润	223	272	306	370
应付账款	40	48	59	69	少数股东损益	48	59	66	80
其他	264	169	189	208	归属母公司净利润	175	213	240	290
非流动负债	482	482	482	482	EBITDA	354	515	645	805
长期借款	360	360	360	360	EPS (元)	0.34	0.41	0.47	0.56
其他	122	122	122	122					
负债合计	1306	1702	2103	2364	主要财务比率				
少数股东权益	87	146	212	292	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	515	515	515	515	成长能力				
资本公积	100	100	100	100	营业收入	9.3%	22.6%	20.8%	16.6%
留存收益	439	652	892	1183	营业利润	-29.1%	30.4%	12.5%	21.1%
归属母公司股东权益	1055	1268	1508	1798	归属于母公司净利润	-17.4%	21.9%	12.5%	21.1%
负债和股东权益	2448	3116	3823	4454	获利能力				
					毛利率	58.2%	58.6%	58.0%	57.9%
					净利率	14.5%	14.5%	13.5%	14.0%
					ROE	16.6%	16.8%	15.9%	16.1%
					ROIC	15.5%	16.4%	15.2%	15.5%
					偿债能力				
					资产负债率	53.3%	54.6%	55.0%	53.1%
					净负债比率				
					流动比率	1.34	0.99	0.87	0.85
					速动比率	0.71	0.48	0.40	0.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.53	0.51	0.50
					应收账款周转率	8	10	10	10
					应付账款周转率	12.48	13.92	13.99	13.68
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.41	0.47	0.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.67	0.80	1.11
					每股净资产(最新摊薄)	2.05	2.46	2.93	3.49
					估值比率				
					P/E	64.68	53.08	47.17	38.97
					P/B	10.72	8.92	7.50	6.29
					EV/EBITDA	33	23	18	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434