

天坛生物(600161.sh)

整体业绩平稳增长，血制品增速确定

贺菊颖

电话: 010-59136691

email: hjy@gf.com.cn

证书编号: S0260511050002

血制品供不应求，营收增长确定

公司重大资产重组项目完成后，子公司成都蓉生实现对公司血液制品的业务整合，采浆、投浆量有所提高，2010年业绩有较大提升。天坛生物目前拥有16家单采血浆站，年产浆量为370-380吨左右。据中检所统计：公司今年上半年血制品批签发量同比均有上升，静丙批签发量35万瓶，同比增长20%，人血白蛋白同比增长7%，乙肝人免疫球蛋白同比增长51%。不考虑静丙提价可能性，我们预计2011年血液制品营收增速在20%左右。

疫苗类产品增速较缓

公司疫苗类产品整体较缓。公司传统一类疫苗受国家发改委最高出厂价限制及药品招标等原因，近年来毛利率下降，疫苗类产品总体营收增速较缓。二类疫苗中主要营收来源水痘类疫苗竞争激烈，2010年主要业务为水痘疫苗的祈健公司毛利率下降10个百分点，营收同比下降22%。我们预测疫苗类产品销售格局及销售收入与去年同期基本持平。

盈利预测及投资评级

根据对公司主要业务分析，我们预测公司2011-2013年营业收入同比增长8%、10%、13%，实现EPS分别为0.40、0.46、0.52元，对应动态PE为46倍、40倍、35倍。考虑到贵州省关停浆站将带来血制品供给紧张、部分品种有提价可能，维持公司持有评级。

风险提示

- 1、单采血浆站采浆量减少，血液制品受价格压制
- 2、疫苗销售不达预期

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,100.25	1,202.26	1297.65	1426.68	1613.27
增长率(%)	61.16%	9.27%	7.93%	9.94%	13.08%
EBITDA(百万元)	437.37	372.38	465.92	539.23	628.96
净利润(百万元)	211.66	174.92	208.67	238.36	266.76
增长率(%)	58.69%	-17.36%	19.29%	14.23%	11.91%
每股收益(元)	0.43	0.34	0.40	0.46	0.52
市盈率	61.36	67.47	51.65	45.22	40.41
市净率	16.22	11.19	8.53	7.18	6.09
EV/EBITDA	30.35	33.43	24.64	21.17	17.99

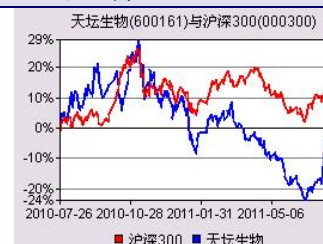
数据来源:北京天坛生物制品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	18.41
目标价格(元)	20.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	8.55%	-9.44%	-13.15%
沪深300	-1.95%	-8.13%	5.59%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	515.47/488.25
主要股东:	
	中国生物技术集团公司
主要股东持股比例	53.30%

财务比率

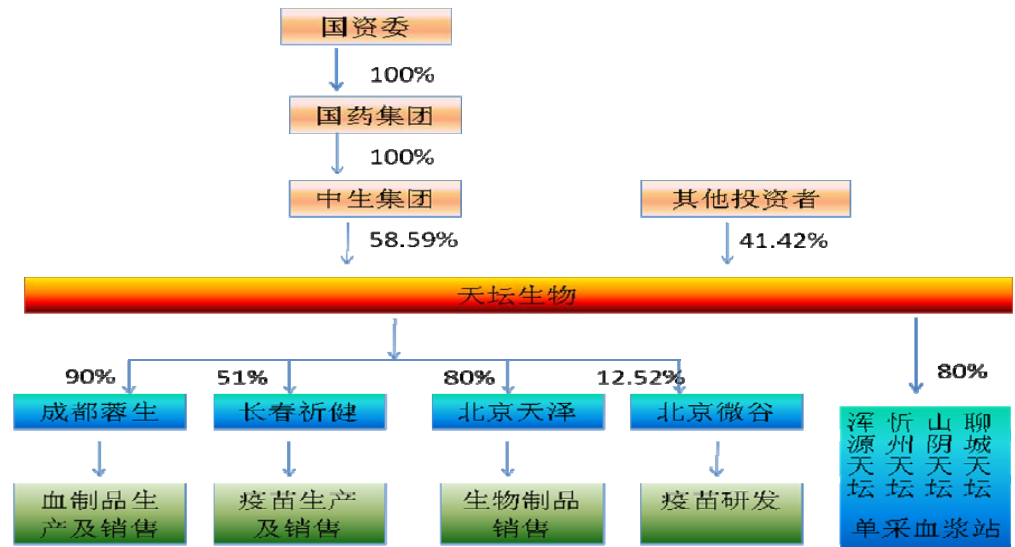
ROE	16.58%
ROA	12.66%
资产负债率	53.35%
每股净资产(元)	2.05
2010年报数据	

公司基本情况

央企下属生物制品企业

天坛生物是中生集团下唯一的上市公司，主要经营疫苗类及血制品的生产及销售。主要控股股东为中国生物技术集团公司，实际控制人为国药集团。公司下属企业主要包括：7家控股子公司（其中4家为采血浆子公司）、1家参股子公司及12家采血浆孙公司。

图1：天坛生物股权结构图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

血制品贡献逐年提升

公司主营业务主要包括疫苗类产品及血制品两大类。2008-2010年公司疫苗类收入分别占比88%，66%，59%，血制品收入占比分别为10%，32%，39%，呈逐年上升趋势。受疫苗制品毛利率下降拖累，2010年总体毛利率较2009年显著下降。

图2：2008-2010年公司主营收入构成比例

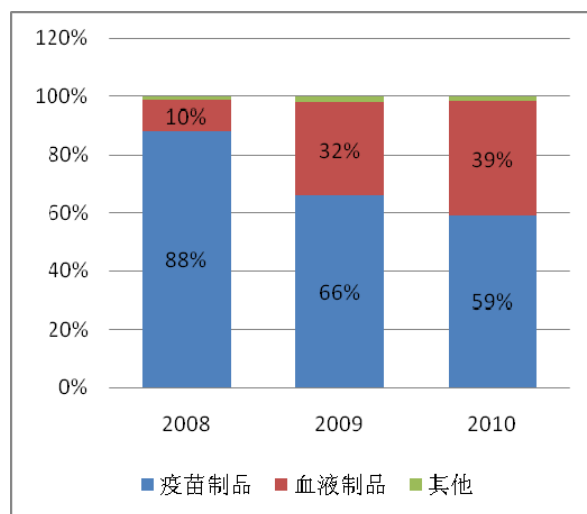
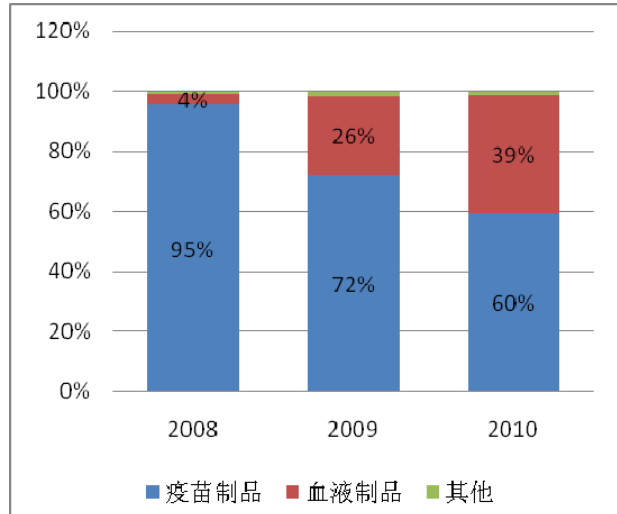
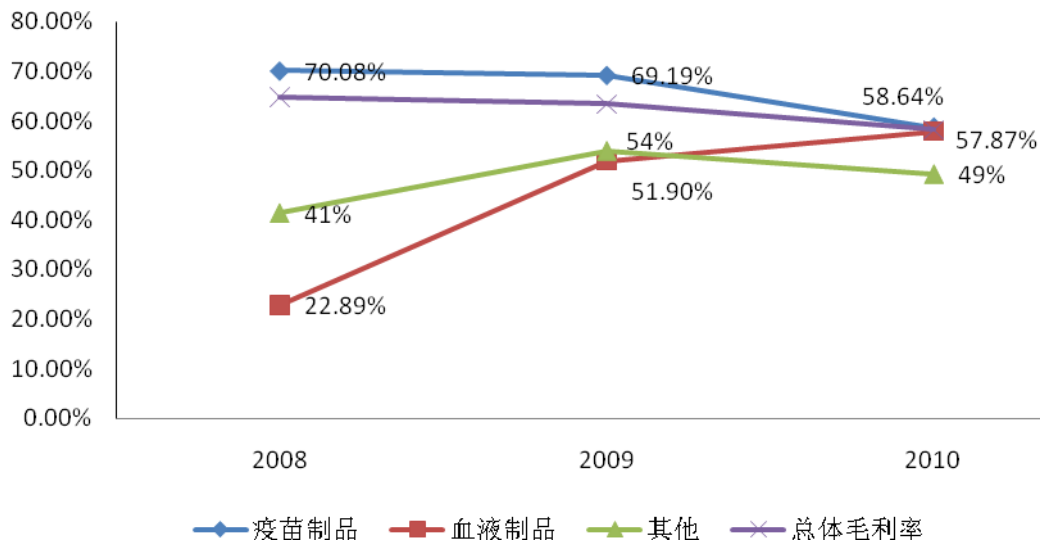


图3：2008-2010年公司毛利构成比例



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：天坛生物主要产品毛利率变化情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

疫苗类产品增速较缓

公司疫苗类产品包括由长春祈健生产的水痘疫苗，麻疹疫苗，以及在天坛本部生产的麻腮风三联，乙肝，百白破，乙脑，脊灰等传统类疫苗。公司传统一类疫苗受国家发改委最高出厂价限制以及药品招标等原因，近年来毛利率下降，疫苗类产品总体营收增速较缓，我们预测疫苗类产品销售格局及销售收入跟去年差别不大。预计麻类疫苗仍将达到2-3亿，乙肝疫苗将接近1亿，其余如百白破，乙脑，脊灰等收入分别在3000-5000万左右。

二类疫苗中主要营收来源水痘类疫苗竞争激烈，2010年祈健公司毛利率下降10%，营收同比下降22%，今年上半年水痘疫苗批签发量同比下降19%，预计今年水痘类疫苗收入将在1.6亿左右。

血液制品供不应求，增长确定

公司拥有成都蓉生90%的股权，公司重大资产重组项目完成后，子公司成都蓉生实现对公司血液制品的业务整合，采浆、投浆量有所提高，2010年业绩有较大提升。天坛生物目前拥有16家单采血浆站。主要分布于山东，山西及四川三省，总采浆量为370-380吨左右。公司血制品供不应求，收入增长确定，但血制品受国家限价和采浆成本逐年攀升的双重挤压，总体毛利水平处于下降趋势。

公司今年上半年血制品批签发量同比均有显著上升，静丙批签发量为35万人份，同比增长20%，人血白蛋白同比增长7%，乙肝人免疫球蛋白同比增长51%。不考虑静丙提价因素，预计2011年血液制品营收增速在20%左右。

盈利预测与投资评级

根据对公司主要业务分析，我们预测公司2011-2013年营业收入同比增长8%，10%，13%，实现EPS为0.40，0.46，0.52元，对应动态PE为50.5倍,43.9倍,38.85倍，给予持有评