

推荐

前次评级: 推荐

2006年12月4日

医药行业分析师

黄君杰

010 66276932

huangjunjie@cjis.cn

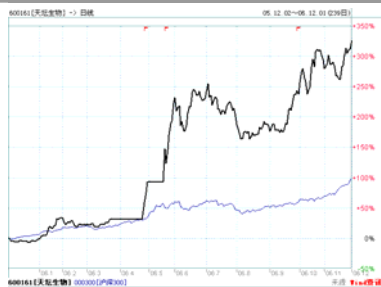
调研内容

调研时间: 2006-12-30

调研地点: 天坛生物办公楼

调研对象: 张翼董秘

52周股价表现



黑色: 天坛生物 600161

公司基本数据

收盘价(元)	18.53
市盈率(倍)	53.4
市净率(倍)	8.20
每股净资产(元)	1.97
资产负债率(%)	24.5
流通A股市值(亿元)	26.4

相关研究报告

《天坛生物季报点评: 业绩良好, 将受益于资产整合》11月1日 当前价 16.53元 目标 19.00元 推荐

《重大信息点评: 中生集团借壳动机已渐明朗》12月1日 当前价 18.53元 目标价 24元 推荐

天坛生物(600161)

医药行业

合理价格: 24元

当前价格: 18.53元

整合集团资产预期带来诱人前景

投资要点:

12月1日公告的向国资委申请北京生研所向中生集团无偿划转所持有56.27%天坛生物股份, 天坛生物在集团中即将从“孙”公司向“子”公司身份转变, 其地位也悄然发生变化; 中生集团期望通过这个上市公司的壳资源来整合集团各研究所经营性资产的想法逐渐明朗。

生物医药行业景气带动生物制药企业快速成长; 中生集团及旗下天坛生物, 是行业中实验室技术与产业化结合的较好的企业, 预防制品计免与有价疫苗产品相结合满足广泛的免疫需求, 持续的研发能力将良性的推动企业快速稳健成长, 我们预期未来5年仍有望保持20%左右的主营收入增长。

天坛生物自身资产成长性良好, 新疫苗品种投入市场、血制品原料充足供应及原有产品因需求自然增长带来的惯性成长推动公司主营业务发展; 我们预期未来三年公司主营业务仍将保持20%左右高速增长, 同时将持续维持较高的毛利率水平。当前销售模式引致的应收帐款变为坏账概率后验概率均值为5%; 公司以8%的比率计提坏账准备较为稳健, 报表利润合理反映真实经营情况。

风险提示:

在国资委推动的央企重组的背景下, 中生集团经营和研究资产逐步注入将逐步实现, 将给公司带来可观的溢价; 但资产整合的仍无具体时间表, 收益兑现仍存在风险。

整合的资产购买价格将决定溢价的大小, 资产整合购买价值可能有别于历史交易的定价思路, 而提高购买市盈率倍数。

盈利预测与主要财务指标:

	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	343.4	401.7	478.1	575.6
(+/-%)	18.4	17.0	19.0	20.4
净利润(百万元)	69.0	112.9	133.0	162.9
(+/-%)	45.2	63.6	17.9	22.4
净资产收益率(%)	10.3%	15.4%	16.4%	17.9%
资产负债率(%)	21.2%	24.5%	24.3%	24.3%
每股收益(元)	0.212	0.347	0.502	0.603
市盈率	87.41	53.43	36.89	30.71
市净率	9.01	8.20	7.41	6.63

资料来源: 公司年报 中投证券研究所

目 录

1. 天坛生物在集团体系内地位悄然发生变化.....	3
2. 公司处于医药行业中最朝阳的生物医药子行业.....	5
3. 天坛生物自身资产运营情况.....	6
4. 盈 利 预 测 :	8
5. 风 险 因 素 分 析 :	9
6. 估 值 和 投 资 建 议 :	9

图 表 目 录

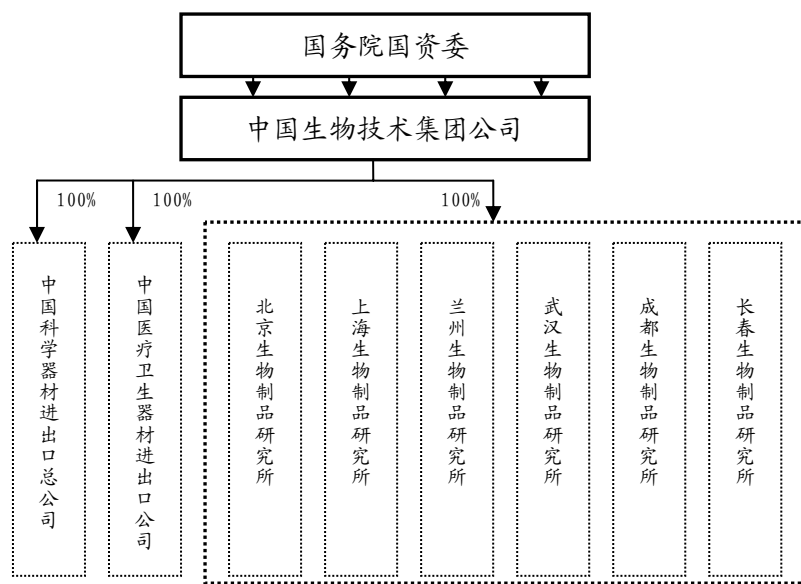
图一：中生集团的控股结构图.....	3
图二：各生研所区域性布局及经营性资产收入规模.....	3
图三：中生集团的控股结构的转变及预期中的天坛生物地位变化.....	5
图四：生物医药子行业现状与A股表现.....	5
图五：公司主营业务现状.....	6
图六：公司主要类别产品收入占比及成长性.....	7
图七：公司应收帐款后验转移概率.....	8
表一：各生研所经营性资产经营品种.....	4
表二：主要财务假设.....	8
表三：损益表预测.....	8
表四：相对估值表.....	9
表五：绝对估值表.....	10
表六：天坛生物历史发行、转让市盈率与二级市场市盈率对比.....	10
表七：天坛生物与其他5个生研所经营性资产财务简要对比.....	4

1. 天坛生物在集团体系内地位悄然发生变化

天坛生物地位发生变化，集团借壳整合资产动机已渐明朗。

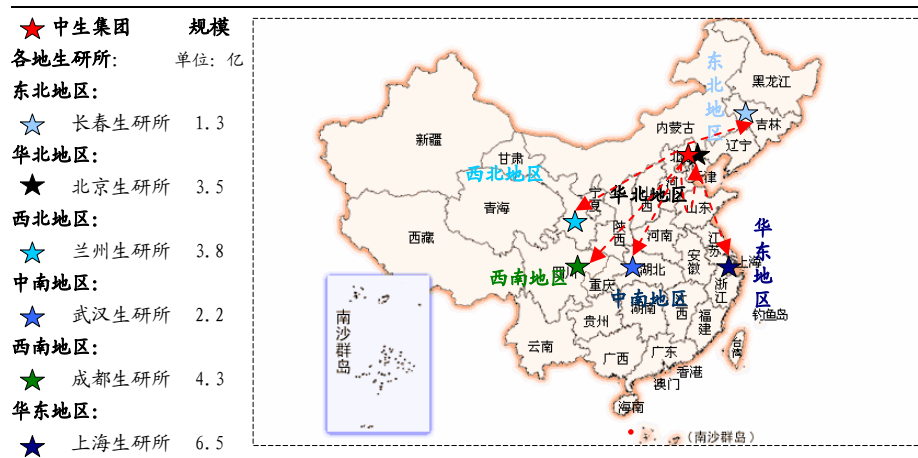
中国生物技术集团公司（下称中生集团）为国务院国有资产监督管理委员会管理的国有重要骨干企业，现下辖中国科学器材进出口总公司、中国医疗卫生器材进出口公司及北京、长春、成都、兰州、上海、武汉六个生物制品研究所。在近万名职工中，科技人员达到 4000 多名；是集科研开发、生产、经营为一体的全国最大的生物技术企业集团。中生集团计划疫苗和有价疫苗分别占国内 90%、60% 市场份额，血液制品占据 40% 市场份额，基本处于市场寡头垄断地位。

图一：中生集团的控股结构图



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图二：各生研所区域性布局及经营性资产收入规模



资料来源：公司网站、公司调研、中投证券研究所

旗下各研究所均有着较深厚的历史沉淀。在建国初，为适应各地区工农业发展及人民免疫需求，国家开始筹建、建设各地生研所，隶属于国家卫生部，后又由省卫生厅代管，各生研所担任起全国计划免疫指导中心角色；90年代后，各生研所划归中国生物制品总公司管理（2003年8月6日经国家工商行政管理总局核准更名为中国生物技术集团公司），隶属关系维系至今。旗下六大生研所几经隶属变迁，积累了丰富的文化及运营经验，规模也不断壮大。

表一：天坛生物与其他5个生研所经营性资产财务简要对比

	其他生研所经营性资产（估算）	天坛生物（2005年报）	倍率
主营业务收入	18 亿	3.43 亿	5.2
净利润	2 亿	0.69 亿	2.9
ROE	11%	20%	0.55

资料来源：公司网站、公司调研、中投证券研究所

1990年代中期，集团出现一个宝贵的上市机会，在种种优势支持下，北京生研所获得了上市入场券，旗下优质经营性资产北京天坛生物制品股份有限公司于1998年上市（股票代码600161），是当前集团体系内唯一一家上市公司。主要经营预防制品（疫苗）、血制品。从当前主营业务规模上看，上海生研所居于首位，长春生研所经营规模较小，而上市公司天坛生物规模仅是居中的位置。

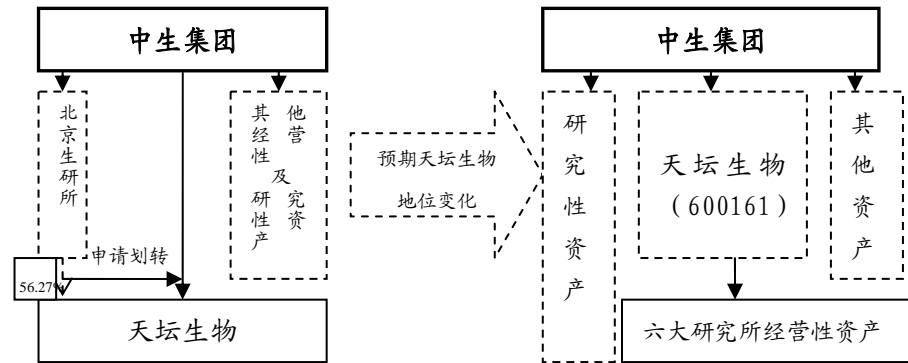
表二：各生研所经营性资产经营品种

长春生研所	主导产品包括预防制品（冻干水痘减毒活疫苗、流行性感胃裂解疫苗、人用狂犬病纯化疫苗（Vero 细胞）等）、血液制品（冻干人血白蛋白、抗狂犬病血清等）及重组细胞因子（注射用重组人白细胞介素-2（长生安）、重组人干扰素α1b滴眼液（长生扶明）、注射用重组人干扰素α2b（长生扶康）等）。
北京生研所	主导产品包括重组（酵母）乙肝疫苗、冻干风疹活疫苗、口服脊髓灰质炎减毒活疫苗、冻干乙型脑炎灭活疫苗（Vero 细胞）、吸附无细胞百日咳、白喉、破伤风联合疫苗、气管炎溶菌疫苗、人血白蛋白、各种诊断试剂等30多个品种。
兰州生研所	疫苗、治疗性制品及诊断性试剂。
武汉生研所	预防制品（冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）、重组乙型肝炎疫苗（CHO 细胞）等）、血液制品、新型治疗制品及诊断试剂4大系列，生产30多种约一百多个规格产品。
成都生研所	主要产品为“蓉生”牌系列产品，涵盖五大类：一是血液制品类，如人血白蛋白、蓉生静丙、蓉生逸普等；二是菌疫苗和类毒素类，如卡介苗、百白破三联制剂、乙脑活疫苗等；三是免疫调节类，如卡舒宁等；四是诊断用品类，如沙门氏菌属诊断血清、梅毒诊断制剂等；五是基因工程产品，如粒细胞集落刺激因子、基因工程乙肝疫苗等。
上海生研所	产品种类包括血液制品（冻干人凝血酶原复合物、冻干人纤维蛋白原、冻干静脉注射用人免疫球蛋白（pH4）等）、预防制品（乙型脑炎灭活疫苗、麻疹、腮腺炎二联活疫苗、流行性感胃病毒裂解疫苗等）、基因工程产品（重组干扰素，基因乙肝疫苗等）以及各类诊断试剂。

PS: 各大生研所产品有部分重叠，但由于销售区域的侧重有所差异，并未形成实质性的同业竞争。

资料来源：公司网站、中投证券研究所

图三：中生集团的控股结构的转变及我们预期中的天坛生物地位变化



资料来源：中投证券研究所

今年，天坛生物上市公司收购长春生研所有限公司 51% 的经营性资产，之后 12 月 1 日公告的向国资委申请北京生研所向中生集团无偿划转所持有 56.27% 天坛生物股份，天坛生物在集团中即将从“孙”公司向“子”公司身份转变，其地位也悄然发生变化；在我们看来，中生集团期望通过这个上市公司的壳来整合集团各研究所经营性资产的想法逐渐明朗，实质性的动作也现端倪。我们预期，这次股权划转申请有望在明年年初完成，届时中生集团将完成战略性调整的第一步。

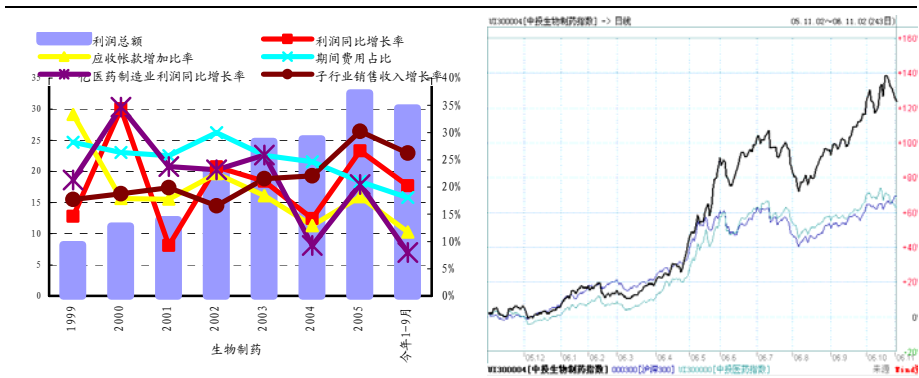
虽然整个资产整合过程道路依然漫长，时间表也未确立，但我们认为在中生集团整合思路逐渐明朗的背景下，这一过程将有序展开，天坛生物也将因预期的逐步兑现而前景更为宽广。

2. 公司处于医药行业中最朝阳的生物医药子行业

2006 年，生物制药子行业表现出较好的行业景气度，今年前三个月销售收入增长率、总利润增长率分别为 26.2%、20.2%，增长较快，盈利能力依然较好。

生物医药行业景气
带动生物制药企业
快速成长。

图四：生物医药子行业现状与 A 股表现



资料来源：中经网，WIND 资讯，中投证券研究所

一方面，生物医药行业正受行业政策大力扶持。2006 年 2 月国务院出台的《国家中长期科学和技术发展纲要（2006~2020 年）》中明确指出未来

15 年，中国要在生物技术领域部署一批前沿技术，包括靶标发现、动植物品种与药物分子设计、基因操作和蛋白质工程、基于干细胞的人体组织工程和新一代工业生物技术（包括生物催化和生物转化）等。这一部署无疑为我国生物制药领域注入了一针强心剂。随后，在 9 月初发改委《指导意见》中明确把现代医药生物技术列为“十一五”医药行业发展的六大主要任务之一。这些利好将持续刺激行业景气。

另一方面行业优质公司基本未受众多行业政策负面影响，而 2005 年下半年开始的血制品原料市场规范治理，恰恰给优质的血制品企业给与了提高盈利的机会，天坛生物也因相关产品毛利率上升而收益。

有学者指出，与发达国家相比，我国生物实验室技术差距不大，但在产业化方面与世界的差距正在逐渐加大。国内生物技术企业研发、创新能力依然薄弱，产业化能力较弱。对于中生集团及旗下天坛生物，我们认为恰恰是行业中实验室技术与产业化结合的较好的企业，预防制品计免与有价疫苗产品相结合满足广泛的免疫需求，持续的研发能力将良性的推动企业快速健康成长，我们预期未来 5 年仍有望保持 20% 左右的主营收入增长。

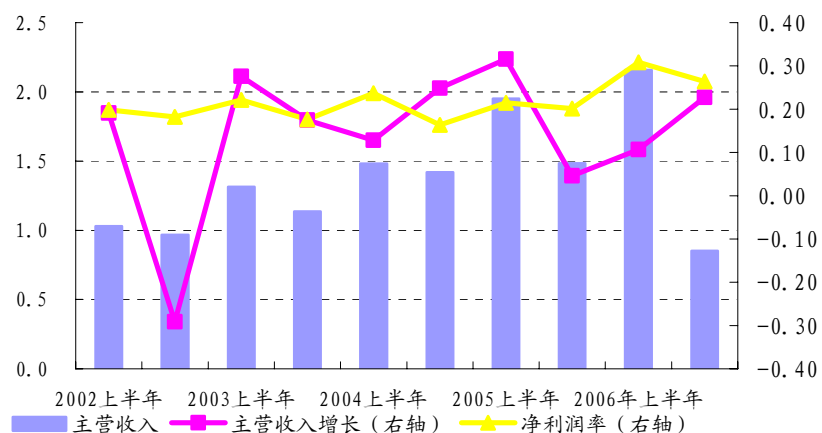
3. 天坛生物自身资产运营情况

天坛生物自身资产成长性良好，收入质量较好，有望持续维持较高的毛利率水平。

➤ 主营业务分析

在生物医药行业持续景气的背景下，公司今年取得了较好的业绩。三季度季报显示，公司今年 1-9 月累计实现主营业务收入 30099.80 万元，比上年同期 26441.99 万元增加 3657.81 万元，增长 13.83%；实现净利润 8908.75 万元，比上年同期 6085.72 万元增加了 2823.03 万元，增长 46.39%。公司期间费用占主营业务利润率依然比较平稳，与往年相当；全年预期维持在 27%-28% 水平。四季度是疫苗接种的高峰期，将拉升主营增长速度，我们预期今年全年主营业务增长 17%，净利润同比增长 63%。

图五：公司主营业务现状

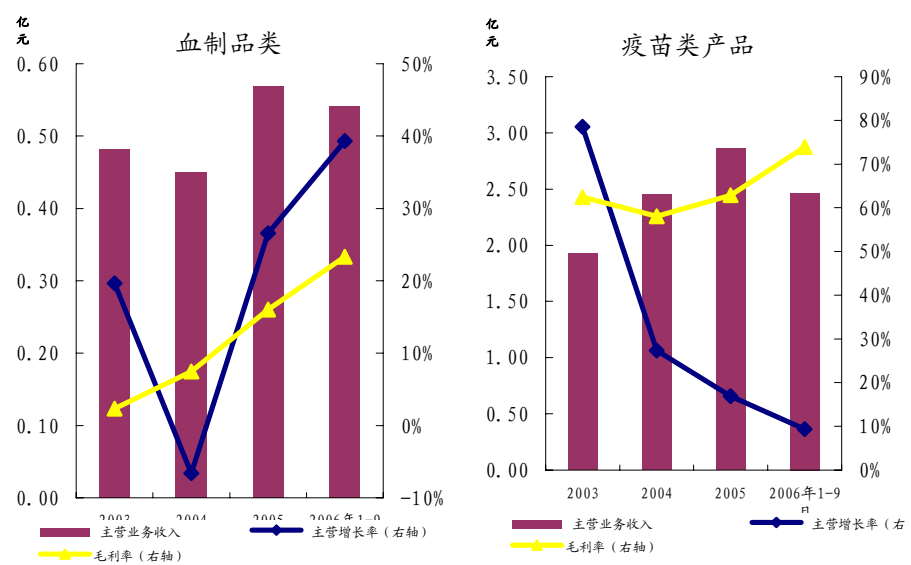


资料来源：公司报表，中投证券研究所

➤ 主营业务盈利性及成长性预期

公司业绩增长主要来源于预防制品与血制品产品销售，分别约占主营业务收入的八成和两成，对公司业绩增长贡献较大的产品包括重组（酵母）乙型肝炎疫苗、vero 细胞乙脑疫苗、麻疹、风疹二联减毒活疫苗、麻腮风三联疫苗及人血白蛋白等血液制品。公司主导产品在国内市场占有 50%—70%的市场份额，具有强势的市场议价能力，有望持续维持较高销售毛利率。预期在未来两年，新产品水痘疫苗、流行性感裂解疫苗、vero 狂犬病疫苗将引入生产，将通过收购并改制山东莘县和山西忻州等 5 家单采血浆站充分满足公司血制品原料的需求，另外原有主营业务也将随着市场需求的自然扩展保持惯性增长，我们预期未来三年公司主营业务仍将保持 20%左右的增速增长。

图六：公司主要类别产品收入占比及成长性



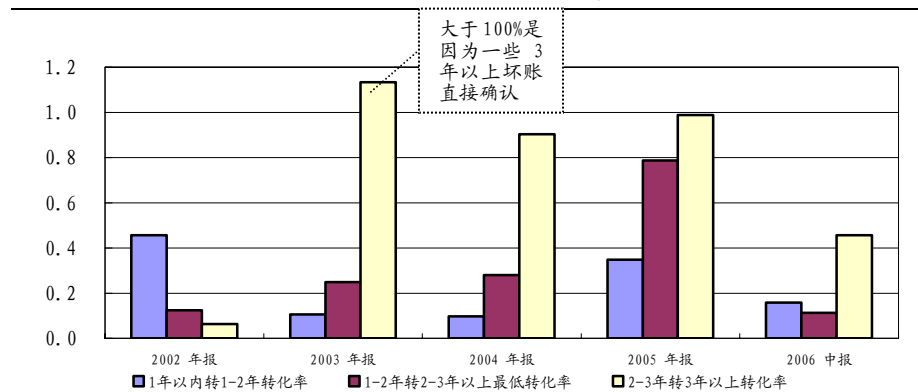
资料来源：公司报表，中投证券研究所

➤ 公司会计制度较为稳健，主营质量较好

公司报表公布的会计规则显示，公司对应收款项（包括应收账款和其他应收款）采用备抵法核算坏账损失，期末按余额百分比法和个别认定法计提坏账准备，应收款项的计提比例为 8%，单项应收款项逾期 3 年以上，且有确凿证据证明不能收回的应收款项全额计提坏账准备。

我们对应收帐款的后验概率进行分析，1 年以内转 1-2 年、1-2 年转 2-3 年、2-3 年转 3 年以上的后验转移概率均值为 23.3%、31.1%、70.91%，可以得到当前销售模式引致的应收帐款变为坏账概率后验概率均值为 5%，公司以 8%的比率计提坏账准备较为稳健，报表利润合理反映真实经营情况。

图七：公司应收帐款后验转移概率



资料来源：公司报表, 中投证券研究所

➤ 收购长春生研所有限公司 51%股权有望增厚 2007 年业绩

公司以1.1628亿元收购长春生物制品研究所持有的长春生物制品研究所有限公司(下称: 长春有限)51%股权事项的已成定局。长春有限主要生产水痘减毒活疫苗、麻疹减毒活疫苗等疫苗类产品, 预期今年净利润4000多万; 天坛生物入主后会有积极的销售措施, 将有效推动业绩增长, 我们预期 2007 年实现净利润6000万、6600万元, 进入合并报表后2007、2008年每股收益为0.094元、0.103元, 将持续增厚2007年之后报表业绩。

4. 盈利预测:

为了便于研究, 我们把天坛生物 2006 年-2008 年的财务信息作了如下假定:

表三: 主要财务假设

	2006E	2007E	2008E
主营业务收入增长	0.170	0.190	0.204
毛利润率	0.372	0.374	0.369
期间费用	0.273	0.274	0.273
所得税率	0.147	0.147	0.147

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

可以预测出天坛生物未来 3 年的损益表如下:

表四: 损益表预测

单位: 千元	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	343358.6	401729.6	478058.2	575582.1
减: 主营业务成本	152027.8	149443.4	178793.8	212562.5
主营业务税金及附加	2230.9	2610.2	3106.1	3739.7
主营业务利润	189100.0	249676.0	296158.4	359279.9
加: 其他业务利润	0.0	-5.9	-7.1	-8.5
减: 营业费用	29795.0	27161.8	32322.6	38916.4

管理费用(不包括备抵)	68445.3	85764.4	102059.6	122879.7
坏账损失	2020.5	775.1	1440.8	1840.9
利息费用	-2349.8	-5554.4	-7415.8	-9377.5
其他财务费用	62.9	62.9	62.9	62.9
营业利润	94801.3	140139.5	165254.3	202156.7
加: 投资收益	-8904.8	-6620.0	-7877.8	-9484.8
营业外收入	424.0	1047.7	1246.7	1501.1
利润总额	83550.5	132339.0	155971.7	190980.5
减: 所得税	14545.7	19453.8	22927.8	28074.1
少数股东损益	5.2	5.2	5.2	5.2
净利润	68999.5	112879.9	133038.6	162901.1

尚未将长春生物制品研究所有限公司收益及其它整合收益计入报表。

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

5. 风险因素分析:

主要风险在于资产整合的时间表尚未确立, 购买资产的价格风险。

长期来看, 在国资委推动的央企重组的背景下, 中生集团经营和研究性资产逐步注入将有望实现, 将给公司带来可观的溢价; 但资产整合的仍无具体时间表, 收益兑现仍存在风险。

资产整合的购买价格将决定溢价的大小, 资产整合购买价值可能有别于历史交易的定价思路, 而提高购买市盈率倍数。

6. 估值和投资建议:

天坛生物当前的价值主要在于作为壳公司整合中生集团资产。维持推荐评级。

6.1 相对估值

由于天坛生物的业绩主要由预防制品和血制品构成, 所以我们选择了生物医药子行业内的相对可比的上市公司进行了比较, 以期对天坛生物进行客观的定价。从下表可以看出天坛生物业绩增长预期相比于华兰生物(主营血制品)、科华生物(诊断试剂)生物制药企业增长相当; 当前生物子行业的2007年动态市盈率范围为25-40倍, 国外生物制药行业市盈率为18-35倍, 鉴于天坛生物研发能力及成长性, 我们给与天坛生物**现有资产** 32倍2007年动态市盈率, **不考虑整合集团资产** 6个月估值为16.1元。

表五: 相对估值表

证券简称	证券代码	收盘价		2005	2006E	2007E	2008E
002007	华兰生物	19.87	PE	38.0	37.5	30.6	27.6
			EPS	0.523	0.530	0.650	0.720
600161	天坛生物	19.41	PE	91.6	55.9	38.6	32.1
			EPS	0.212	0.347	0.503	0.604
002022	科华生物	16.09	PE	29.2	39.6	33.8	29.1
			EPS	0.680	0.502	0.588	0.683

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

6.2 绝对估值

表六：绝对估值表

无风险利润率	0.0221
市场风险溢价	0.1364
股票市值(亿)	60.32
债务总额	2.38
债务利息贴现率	0.0527
公司税率 T	0.1470
股票 Beta	0.9400
普通股票贴现率 k_e	0.1295
$E/(D+E)$	0.9620
$D/(D+E)$	0.0380
WACC	0.1263
每股价值	17.17

资料来源：公司报表、中投证券研究所

6.3 投资建议：

天坛生物价值不仅仅是其现有优质资产的价值，更为重要的是以天坛生物为壳逐步整合中生集团六大研究所资产的价值，通过申请股权无偿划转事件，我们可以清晰看到集团的资产整合思路。如果仅考虑天坛生物自身业绩，当前估价已经“合理”，但考虑中生集团资产注入预期，天坛生物价值仍有较大低估；我们更为看重公司整合前景，综合考虑资产整合溢价，我们给予天坛生物六个月估价为 24 元，维持推荐评级。

表七：天坛生物历史发行、转让市盈率与二级市场市盈率对比

历史发行、转让的市盈率倍数	国内 2007PE	国外 2007PE
1998 年，天坛生物上市，发行市盈率 15 倍		
2006 年，1.16 亿购买长春生研所有限公司 51% 股权，对应净利润 2000 多万，购买市盈率至多 6 倍	25-40 倍	18-35 倍

资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

中投证券评级标准

股票评级

强烈推荐: 预期未来6个月内股价升幅30%以上
推 荐: 预期未来6个月内股价升幅15%以上
观 望: 预期未来6个月内股价随大盘波动
减 持: 当前股价已被高估

行业评级

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

免责声明

本报告旨为发给中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)的特定客户及其他专业人士,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。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料,但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任,除非法律法规有明确规定,客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

本报告仅作提供资料之用,其所包含或表达的一切资料或意见,如有任何变更恕不预先通知。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处,中投证券不承担任何法律责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

地址：深圳福田区福华三路国际商会中心49楼

主页：<http://www.cjis.cn>

传真：（0755）82026711

北京

地址：北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心2号楼7层

传真：（010）66276939