

疫苗板块发力, 公司蓄势待发

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017年上半年共实现营业收入22.7亿元, 同比上升4.9%, 归属于上市公司股东的净利润为1.9亿元, 同比下降1.1%。
- **饲料业务收入利润下滑, 拖累公司业绩。** 2017年上半年公司饲料业务销售收入11亿元, 同比下降2.2%; 饲料业务毛利率为12.8%, 同比下降2.2%。受国家环保政策影响, 国内能繁母猪存栏和生猪存栏持续处于底部区间, 预计环保政策推行所带来的影响将持续到2018年年中左右。另外, 规模化养殖比例提升导致饲料企业的利润空间被压缩。大型养殖企业基本都配有饲料加工厂, 对全价料的需求大幅下降。而禽类养殖由于之前长期处于亏损状态, 刺激产能加速淘汰, 饲料消费随之下降。但我们认为, 随着目前生猪与禽类养殖逐渐探底, 未来公司饲料板块有望随着行业复苏恢复增长。
- **口蹄疫疫苗产能瓶颈解决, 公司业绩有望实现放量增长。** 公司口蹄疫疫苗三车间的改造今年一季度已经全部完成并投入使用, 制约公司口蹄疫疫苗业务的瓶颈问题得到解决, 去年虽然受产能影响市场苗销量较少, 但是公司市场苗的市场开拓工作并没有停滞。作为公司的优势品种, 随着口蹄疫疫苗产能问题的解决, 公司业绩有望实现放量增长。
- **兽药稳中有增, 新产品待投产放量增厚利润空间。** 报告期内, 兽药板块实现营业收入2.7亿元, 同比上升13.2%。公司为国内首家通过悬浮工艺生产禽流感疫苗的企业, 新研制的禽流感重组病毒H5亚型二价灭活疫苗已经投放市场, 该疫苗与目前市场中的普通禽流感疫苗相比具有成本低, 效果优的优势。同时, 公司此次研发的猪瘟病毒E2重组杆状病毒灭活疫苗具有检测生猪体内抗体的产生源的功效, 为目前市场上独家所有, 目前正在等待生产批号。另外, 2017年1月1日起猪瘟正式退出强免疫苗范围, 我们预计价格提升幅度较大, 且公司产品相较市场目前主流产品质量更高, 预计可为公司带来可观的业绩增厚。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.44元、0.49元、0.54元, 对应动态PE为19倍、17倍、16倍。公司目前估值较低, 给予公司2017年22倍估值, 对应目标价9.68元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 生猪价格波动风险; 疫情风险; 新产品市场推广不及预期风险; 饲料原料价格大幅波动的风险。

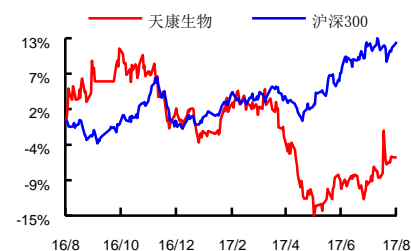
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4444.14	4706.75	5292.58	6129.62
增长率	6.64%	5.91%	12.45%	15.82%
归属母公司净利润(百万元)	392.54	424.19	467.41	516.34
增长率	59.70%	8.06%	10.19%	10.47%
每股收益EPS(元)	0.41	0.44	0.49	0.54
净资产收益率ROE	14.42%	14.42%	14.58%	14.75%
PE	20	19	17	16
PB	2.97	2.73	2.50	2.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 徐卿
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.63
流通A股(亿股)	7.09
52周内股价区间(元)	7.62-10.0
总市值(亿元)	80.44
总资产(亿元)	46.86
每股净资产(元)	2.83

相关研究

1. 天康生物(002100): 季报亮眼, 疫苗养殖为未来保驾护航 (2016-10-29)
2. 天康生物(002100): 饲料养殖双管齐下, 结合疫苗打造全产业链 (2016-10-17)
3. 天康生物(002100): 半年报业绩亮眼, 未来疫苗养殖齐放量 (2016-08-25)

关键假设：

1) 我们认为随着目前生猪与禽类养殖逐渐探底，未来公司饲料板块有望随着行业复苏恢复增长。因此我们预计公司 2017-2019 年饲料销量增速分别为-5%、5%、10%；

2) 兽药生物制品板块受益于国内规模化养殖场比例提升所带动的需求上升，且公司本身产能限制得到解放，我们预计公司 2017-2019 年动物疫苗销量增速分别为 20%、20%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
饲料	收入	2,220.31	2,109.29	2,214.76	2,436.24
	增速	-6.5%	-5.00%	5.00%	10.00%
	毛利率	13.58%	12.00%	12.00%	12.00%
兽药生物制品	收入	751.74	902.09	1,082.51	1,299.01
	增速	-2.9%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	57.56%	60.00%	59.00%	58.00%
生猪养殖及肉制品屠宰加工	收入	711.37	782.51	899.88	1,079.86
	增速	38.8%	10.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	35.43%	33.00%	32.00%	31.00%
农产品及其他	收入	760.72	912.86	1,095.43	1,314.52
	增速	50.4%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	13.63%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	4,444.14	4,706.75	5,292.58	6,129.62
	增速	6.64%	5.91%	12.45%	15.82%
	毛利率	24.52%	25.27%	25.63%	25.74%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4444.14	4706.75	5292.58	6129.62	净利润	389.88	424.39	468.19	517.55
营业成本	3354.25	3517.23	3935.85	4551.92	折旧与摊销	182.24	120.67	122.49	123.12
营业税金及附加	11.55	8.43	10.21	12.23	财务费用	21.28	74.96	85.54	100.36
销售费用	282.58	343.59	396.94	490.37	资产减值损失	20.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	365.77	334.18	396.94	459.72	经营营运资本变动	-198.54	2.18	-136.15	-138.96
财务费用	21.28	74.96	85.54	100.36	其他	-99.72	-6.44	-10.94	-12.95
资产减值损失	20.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	316.05	615.76	529.13	589.12
投资收益	-0.51	8.21	10.05	13.10	资本支出	-196.13	-50.00	-26.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-141.06	8.21	10.05	13.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-337.19	-41.79	-15.95	13.10
营业利润	387.30	436.57	477.14	528.13	短期借款	220.68	-203.00	45.00	15.00
其他非经营损益	38.89	31.84	37.86	41.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	426.19	468.41	515.01	569.35	股权融资	0.11	0.00	0.00	0.00
所得税	36.31	44.02	46.82	51.80	支付股利	-115.61	-184.63	-199.51	-219.84
净利润	389.88	424.39	468.19	517.55	其他	-12.17	-75.99	-85.54	-100.36
少数股东损益	-2.66	0.20	0.78	1.21	筹资活动现金流净额	93.02	-463.61	-240.05	-305.20
归属母公司股东净利润	392.54	424.19	467.41	516.34	现金流量净额	71.88	110.36	273.13	297.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	848.09	958.45	1231.58	1528.59	成长能力				
应收和预付款项	626.64	586.06	689.76	783.72	销售收入增长率	6.64%	5.91%	12.45%	15.82%
存货	893.38	935.04	1047.49	1211.52	营业利润增长率	61.10%	12.72%	9.29%	10.69%
其他流动资产	172.94	183.15	205.95	238.52	净利润增长率	59.26%	8.85%	10.32%	10.54%
长期股权投资	52.21	52.21	52.21	52.21	EBITDA 增长率	32.54%	7.00%	8.38%	9.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1625.26	1577.30	1503.52	1403.11	毛利率	24.52%	25.27%	25.63%	25.74%
无形资产和开发支出	173.67	153.22	132.77	112.31	三费率	15.07%	15.99%	16.62%	17.14%
其他非流动资产	98.63	96.37	94.11	91.86	净利率	8.77%	9.02%	8.85%	8.44%
资产总计	4490.82	4541.81	4957.39	5421.85	ROE	14.42%	14.42%	14.58%	14.75%
短期借款	840.00	637.00	682.00	697.00	ROA	8.68%	9.34%	9.44%	9.55%
应付和预收款项	546.45	548.57	616.75	718.86	ROIC	12.43%	14.40%	15.66%	16.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.29%	13.43%	12.95%	12.26%
其他负债	400.12	413.25	446.98	496.62	营运能力				
负债合计	1786.57	1598.82	1745.73	1912.48	总资产周转率	1.07	1.04	1.11	1.18
股本	963.38	963.38	963.38	963.38	固定资产周转率	3.45	3.68	4.34	5.42
资本公积	565.13	565.13	565.13	565.13	应收账款周转率	29.86	30.07	31.59	31.65
留存收益	1099.46	1339.02	1606.92	1903.42	存货周转率	4.03	3.84	3.96	4.02
归属母公司股东权益	2629.00	2867.53	3135.43	3431.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.81%	—	—	—
少数股东权益	75.25	75.45	76.23	77.44	资本结构				
股东权益合计	2704.25	2942.98	3211.66	3509.37	资产负债率	39.78%	35.20%	35.21%	35.27%
负债和股东权益合计	4490.82	4541.81	4957.39	5421.85	带息债务/总负债	47.02%	39.84%	39.07%	36.44%
					流动比率	1.53	1.81	1.96	2.11
					速动比率	0.99	1.18	1.32	1.43
					股利支付率	29.45%	43.52%	42.69%	42.58%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.44	0.49	0.54
					每股净资产	2.81	3.05	3.33	3.64
					每股经营现金	0.33	0.64	0.55	0.61
					每股股利	0.12	0.19	0.21	0.23
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	590.82	632.20	685.17	751.61					
PE	20.49	18.96	17.21	15.58					
PB	2.97	2.73	2.50	2.29					
PS	1.81	1.71	1.52	1.31					
EV/EBITDA	13.47	12.10	10.83	9.50					
股息率	1.44%	2.30%	2.48%	2.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn