

2013年08月28日

天康生物 (002100.SZ)

公司快报

证券研究报告

饲料

## 中期业绩平稳增长, 静待兽用疫苗放量—中报点评

■上半年净利增长17.4%, 略低于预期。上半年公司实现营业收入17.21亿元, 同比增长6.8%; 营业成本14.69亿元, 同比增长5.8%; 归属母公司所有者净利润0.71亿元, 同比增长17.4%, 每股收益0.18元。公司同时预计1-9月份净利润增速0%-30%。

■受发货节奏影响, 上半年兽药业务收入增速不高, 下半年有望显著回升。公司兽药业务包括以口蹄疫为主的强免疫苗、及市场化疫苗两部分。上半年强免疫苗中标量同比增长5%以上, 招采价格上涨5%-10%, 预计全年销售额增速在10%左右; 直销苗业务去年下半年启动, 今年上半年实现合同销售额5300万元, 全年销售额有望达到1亿元左右, 将较去年翻两番。受发货节奏影响, 上半年兽药业务确认收入2.02亿元, 同比微降1.3%; 毛利1.29亿元, 同比微增0.4%; 毛利率63.9%, 同比提升1.1个百分点。预计随着发货节奏加快, 下半年公司兽药业务增速将显著回升。

■饲料业务稳健增长, 植物蛋白业务实现扭亏为盈。上半年饲料业务实现收入11.91亿元, 同比增长17.0%; 毛利0.85亿元, 同比增长8.1%; 毛利率7.1%, 同比下降0.6个百分点。植物蛋白业务继续实施“以销定购、购销同步”的稳健经营策略, 上半年扭亏为盈, 实现收入2.51亿元, 同比减少25.9%; 毛利0.29亿元, 同比增长136.4%; 毛利率11.7%, 同比提升8.0个百分点。

■看好公司的逻辑: 1) 口蹄疫疫苗招采价格出现见底回升趋势。农业部公告自2013年9月起提高口蹄疫疫苗抗原含量和内毒素检测标准, 2015年进一步提高杂蛋白检测标准。2013年开始强免疫苗招采市场从“低价竞争”阶段进入“优质优价”阶段, 受政府采购标准提升驱动, 未来几年口蹄疫疫苗等强免品种价格有望进入持续上行通道; 2) 直销苗业务进入快速放量期。公司直销苗业务去年下半年启动。主力品种新型蓝耳弱毒苗被誉为“防控蓝耳新武器”, 产品优势突出; 口蹄疫纯化苗采用悬浮培养技术, 即将进入大规模推广期。直销苗2012年销售额1800万元, 预计2013-2014年销售额将分别达到1亿元和2亿元左右。此外, 储备产品猪瘟EII亚单位疫苗能够根除猪瘟, 2015年开始量产, 有望成为直销业务新的潜力产品。

■维持买入-A评级。预计公司2013-2015年增发摊薄后EPS分别为0.36、0.51和0.63元。看好公司发展前景, 维持买入-A评级, 12个月目标价11.60元。

■风险提示: 下游养殖行业波动风险、直销业务进展低于预期风险。

摘要(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	298,398.4	332,731.3	367,350.6	421,387.5	481,006.4
净利润	7,688.7	10,801.2	15,496.2	22,290.8	27,520.6
每股收益(元)	0.18	0.25	0.36	0.51	0.63
每股净资产(元)	2.60	2.78	4.46	4.82	5.26
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	47.1	33.6	23.4	16.3	13.2
市净率(倍)	3.2	3.0	1.9	1.7	1.6
净利润率	2.6%	3.2%	4.2%	5.3%	5.7%
净资产收益率	6.8%	8.4%	7.9%	10.5%	11.9%
股息收益率	0.8%	0.4%	1.3%	1.8%	2.3%
ROIC	7.5%	7.8%	10.5%	12.1%	16.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

11.60元

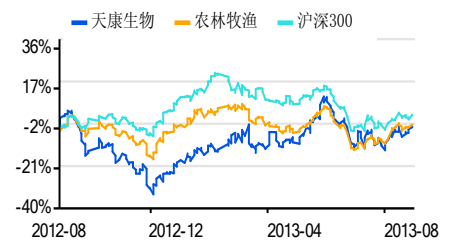
股价(2013-08-27)

8.35元

交易数据

总市值(百万元)	3,625.23
流通市值(百万元)	3,199.60
总股本(百万股)	434.16
流通股本(百万股)	383.19
12个月价格区间	7.41/11.83元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.89	-3.34	-28.45
绝对收益	9.15	-13.29	-23.39

吴莉

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020019  
wuli@essence.com.cn  
010-66581623

李江

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080007  
lijiang@essence.com.cn  
010-66581600

相关报告

天康生物: 兽用疫苗新贵, 2013-05-21

藏在深闺待识: 深度分析

报告

### 财务报表预测和估值数据汇总(2013年08月27日)

利润表						财务指标					
(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>298,398.4</b>	<b>332,731.3</b>	<b>367,350.6</b>	<b>421,387.5</b>	<b>481,006.4</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	253,377.1	280,132.8	306,471.9	347,604.3	394,048.5	营业收入增长率	26.0%	11.5%	10.4%	14.7%	14.1%
营业税费	331.0	345.9	381.9	438.1	500.1	营业利润增长率	-29.4%	48.3%	53.8%	44.8%	24.5%
销售费用	17,614.5	20,751.9	22,911.0	26,281.2	29,999.5	净利润增长率	-28.4%	40.5%	43.5%	43.8%	23.5%
管理费用	10,389.9	15,772.4	17,413.4	19,974.9	22,801.0	EBITDA 增长率	-1.3%	15.7%	25.9%	31.7%	17.7%
财务费用	5,664.6	4,232.4	3,056.9	2,425.5	2,556.6	EBIT 增长率	-9.6%	18.0%	32.5%	35.5%	22.9%
资产减值损失	4,788.8	1,452.3	600.0	-	-	NOPLAT 增长率	-10.8%	8.5%	34.8%	37.2%	22.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.9%	-0.1%	18.8%	-6.5%	6.6%
投资和汇兑收益	1,841.7	1,930.4	1,900.0	2,000.0	2,100.0	净资产增长率	8.0%	9.6%	58.8%	7.9%	9.1%
<b>营业利润</b>	<b>8,074.2</b>	<b>11,974.0</b>	<b>18,415.4</b>	<b>26,663.5</b>	<b>33,200.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1,019.9	1,437.3	1,200.0	1,200.0	1,200.0	毛利率	15.1%	15.8%	16.6%	17.5%	18.1%
<b>利润总额</b>	<b>9,094.2</b>	<b>13,411.2</b>	<b>19,615.4</b>	<b>27,863.5</b>	<b>34,400.7</b>	营业利润率	2.7%	3.6%	5.0%	6.3%	6.9%
减:所得税	1,414.5	2,997.1	4,119.2	5,572.7	6,880.1	净利润率	2.6%	3.2%	4.2%	5.3%	5.7%
<b>净利润</b>	<b>7,688.7</b>	<b>10,801.2</b>	<b>15,496.2</b>	<b>22,290.8</b>	<b>27,520.6</b>	EBITDA/营业收入	6.6%	6.8%	7.8%	8.9%	9.2%
						EBIT/营业收入	4.6%	4.9%	5.8%	6.9%	7.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	67	73	81	78	68
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	流动营业资本周转天数	87	63	61	62	61
货币资金	37,866.0	39,485.4	58,734.0	83,693.9	101,447.6	流动资产周转天数	142	138	143	155	163
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	11	13	13	13	13
应收帐款	10,744.7	13,110.5	13,226.8	16,984.7	17,501.2	存货周转天数	85	69	68	67	67
应收票据	-	-	51.1	9.8	20.0	总资产周转天数	254	261	266	259	248
预付帐款	8,559.8	17,556.5	11,015.4	21,391.2	15,345.3	投资资本周转天数	191	175	173	158	139
存货	68,033.7	58,945.2	79,972.7	77,589.7	101,024.9	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	-	-	-	-	-	ROE	6.8%	8.4%	7.9%	10.5%	11.9%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	4.1%	5.4%	7.0%	8.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	7.5%	7.8%	10.5%	12.1%	16.0%
长期股权投资	5,899.3	4,931.0	4,931.0	4,931.0	4,931.0	<b>费用率</b>					
投资性房地产	69.8	65.9	65.9	65.9	65.9	销售费用率	5.9%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
固定资产	57,846.0	77,242.6	87,051.7	95,409.7	87,384.1	管理费用率	3.5%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
在建工程	22,699.9	22,767.1	16,383.6	-	-	财务费用率	1.9%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%
无形资产	10,183.2	11,289.0	10,715.1	10,141.2	9,567.3	三费/营业收入	11.3%	12.2%	11.8%	11.6%	11.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	<b>230,061.8</b>	<b>252,706.7</b>	<b>289,459.3</b>	<b>317,367.2</b>	<b>344,025.0</b>	资产负债率	50.9%	51.0%	32.1%	33.1%	32.7%
短期债务	62,000.0	60,500.0	40,000.0	35,000.0	45,000.0	负债权益比	103.6%	104.0%	47.2%	49.5%	48.6%
应付帐款	20,981.1	27,070.5	25,499.0	34,126.0	33,465.7	流动比率	1.39	1.20	2.15	2.30	2.51
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	0.63	0.65	1.09	1.41	1.44
其他流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	2.43	3.83	7.02	11.99	13.99
长期借款	19,800.0	9,780.0	9,780.0	10,000.0	10,000.0	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.07	0.03	0.11	0.15	0.19
<b>负债总额</b>	<b>117,048.5</b>	<b>128,844.6</b>	<b>92,809.9</b>	<b>105,114.2</b>	<b>112,507.6</b>	分红比率	38.3%	13.6%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东权益	84.9	3,080.1	3,080.1	3,080.1	3,080.1	股息收益率	0.8%	0.4%	1.3%	1.8%	2.3%
股本	29,475.8	29,475.8	43,415.8	43,415.8	43,415.8						
留存收益	83,452.6	91,306.2	150,153.5	165,757.1	185,021.4						
<b>股东权益</b>	<b>113,013.2</b>	<b>123,862.1</b>	<b>196,649.4</b>	<b>212,252.9</b>	<b>231,517.3</b>						

### 现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	7,679.7	10,414.2	15,496.2	22,290.8	27,520.6
加:折旧和摊销	6,164.8	6,816.7	7,148.4	8,599.5	8,599.5
资产减值准备	4,788.8	1,452.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	5,820.5	4,442.6	3,056.9	2,425.5	2,556.6
投资损失	-1,841.7	-1,930.4	-1,900.0	-2,000.0	-2,100.0
少数股东损益	-9.1	-387.0	-	-	-
营运资金的变动	8,142.6	18,403.3	-27,559.9	4,125.4	-20,044.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>34,861.4</b>	<b>28,280.5</b>	<b>-3,758.5</b>	<b>35,441.2</b>	<b>16,531.7</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-27,790.0</b>	<b>-8,883.8</b>	<b>-8,100.0</b>	<b>2,000.0</b>	<b>2,100.0</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>15,182.1</b>	<b>-17,777.2</b>	<b>31,107.0</b>	<b>-12,481.2</b>	<b>-878.0</b>

### 业绩和估值指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS(元)	0.18	0.25	0.36	0.51	0.63
BVPS(元)	2.60	2.78	4.46	4.82	5.26
PE(X)	47.1	33.6	23.4	16.3	13.2
PB(X)	3.2	3.0	1.9	1.7	1.6
P/FCF	15.4	734.0	-9.5	11.5	14.2
P/S	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.0	13.7	12.6	8.8	7.3
CAGR(%)	42.6%	38.3%	12.9%	42.6%	38.3%
PEG	1.1	0.9	1.8	0.4	0.3
ROIC/WACC	0.6	0.6	0.9	1.0	1.3
REP	3.5	3.0	2.1	1.8	1.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

吴莉、李江分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ **销售联系人**

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

