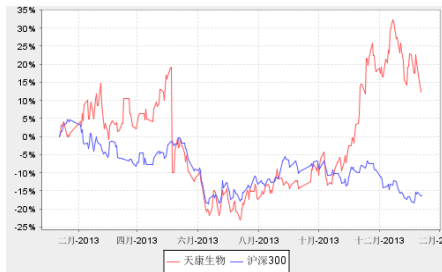


天康生物 (002100.SZ)
2013 年市场苗爆发奠定高增长, 2014 年业绩将继续呈现较快增长趋势

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价 (元): 18.9
 分析师: 张俊宇
 谢刚
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014 年 1 月 29 日

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 434.16 |
| 流通股本(百万股) | 383.19 |
| 市价(元) | 10.86 |
| 市值(百万元) | 4714.97 |
| 流通市值(百万元) | 4161.39 |

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

| 指标 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 2,983.98 | 3,327.31 | 3,729.78 | 4,460.06 | 5,325.30 |
| 营业收入增速 | 25.96% | 11.51% | 12.10% | 19.58% | 19.40% |
| 净利润增长率 | -28.43% | 40.48% | 58.93% | 36.98% | 42.27% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.26 | 0.37 | 0.40 | 0.54 | 0.77 |
| 前次预测每股收益 (元) | 0.26 | 0.37 | 0.36 | 0.52 | 0.76 |
| 市场预测每股收益 (元) | — | — | — | — | — |
| 偏差率 (本次-市场/市场) | — | — | — | — | — |
| 市盈率 (倍) | 39.64 | 25.13 | 28.10 | 20.51 | 14.42 |
| PEG | — | 0.62 | 0.48 | 0.55 | 0.34 |
| 每股净资产 (元) | 3.83 | 4.10 | 3.54 | 4.16 | 5.03 |
| 每股现金流量 | 1.18 | 0.96 | 0.22 | 0.50 | 0.68 |
| 净资产收益率 | 6.81% | 8.94% | 12.64% | 14.76% | 17.36% |
| 市净率 | 2.70 | 2.25 | 3.14 | 2.67 | 2.21 |
| 总股本 (百万股) | 294.76 | 294.76 | 434.16 | 434.16 | 434.16 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 天康生物公布 2013 年业绩上修预告, 将 2013 年净利润增速由此前预告的 30%-50%上修至 50%-70%, 预计净利润为 1.62 亿元-1.84 亿元, 折合 EPS0.37 元-0.42 元。
- 预计 2013Q4 公司单季业绩为 0.44 亿元-0.66 亿元, 同比增长 175%-312%, 业绩继续呈现 2013 年 Q3 以来增速同比加快的趋势。** 公司 2013 年业绩逐季环比提升的主要原因有: (1) 口蹄疫和猪蓝耳市场苗实现快速增长; (2) 2013 年下半年以来随着生猪养殖景气度回升, 公司饲料业务增速环比提升; (3) 棉粕加工业务收缩战线, 实现扭亏为盈。
- 2013 年市场苗实现翻倍增长, 奠定全年业绩高增长基础, 我们预计在行业高景气带动下 2014 年公司市场苗仍将实现翻倍的增长速度。** 我们预计公司 2013 年口蹄疫和猪蓝耳市场苗预收款将近 1 亿元, 确认接近 9000 万元, 实现同比翻倍以上增长。目前口蹄疫市场进入门槛高 (仅有 6 家定点生产企业, 新企业进入难度较大)、生产工艺改造时间长、养殖行业需求爆发, 行业仍将呈现良好的竞争格局。此外, 公司在猪蓝耳疫苗方面的产品技术优势仍将保证公司猪蓝耳市场苗的高速增长。预计 2014 年-2015 年公司口蹄疫和猪蓝耳市场苗销售收入分别为 1.8 亿元和 3.0 亿元, 同比增长 100%和 67%, 市场苗将继续驱动公司业绩较快增长。
- 多元化的疫苗产品储备将为公司后续业绩高增长奠定基石。** 目前公司在研品种包括: (1) 悬浮培养禽流感疫苗技术, 将成为业内第二家掌握此技术, 第一家实现大规模量产的兽药公司, 预计 2014 年下半年推向市场; (2) 独家品种猪瘟 E2 疫苗, 基因缺失, 区分野毒, 净化猪场, 定价 10 元/头份, 主攻种猪场等高端市场, 预计 2015 年推向市场; (3) 猪圆环疫苗、猪支原体肺炎疫苗和猪伪狂犬疫苗预计将于 2015 年后陆续推出。以上疫苗重磅产品的陆续推出将奠定 2014-2017 年天康生物业绩持续快速成长的基石。

- **强大的销售能力助力公司市场苗业务放量增长。**天康生物在口蹄疫政府采购苗领域已取得巨大成功，成功验证了公司强大的销售能力。目前公司在北京已经组建 40 余人的市场苗营销技术服务团队，营销总监来自国外兽药巨头，拥有先进的服务营销经验，公司已成为温氏、中粮等国内大型养殖企业的指定猪蓝耳市场苗供应商，未来将继续通过技术营销的模式，积极拓展种猪和中小型猪场。未来随着公司在猪用疫苗领域的产品不断完善，公司在口蹄疫和猪蓝耳市场苗直销领域建立起的渠道优势将使得公司兽药疫苗的市场化销售进入持续增长的快车道。
- **预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.40/0.54/0.77 元，较前次分别上调 0.04/0.02/0.01 元，公司 2013-2015 年业绩复合增速达到 46%，市场苗推广驱动公司业绩快速增长，按 35X2014PE，目标价 18.9 元，维持“买入”评级，公司口蹄疫和猪蓝耳市场苗继续保持快速增长，2014 年下半年公司悬浮培养禽流感疫苗推向市场，将成为潜在股价催化剂。**
- **公司 2013 年业绩超预期印证了我们此前对口蹄疫和猪蓝耳市场苗行业爆发性增长的判断，天康生物作为此前定点疫苗生产企业，抓住行业爆发机遇积极进行市场化销售转型已现成效，未来随着产品线扩张将进一步巩固公司业绩增长的确定性和稳定性，在此时点建议投资者积极“买入”天康生物，分享市场苗行业爆发增长和公司转型带来的业绩增长机遇。**

图表 1: 天康生物三张报表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业总收入 | 2,369 | 2,984 | 3,327 | 3,730 | 4,460 | 5,325 | 货币资金 | 158 | 379 | 395 | 544 | 427 | 509 |
| 增长率 | 14.19% | 26.0% | 11.5% | 12.1% | 19.6% | 19.4% | 应收账款 | 71 | 107 | 131 | 143 | 171 | 204 |
| 营业成本 | -1,964 | -2,534 | -2,801 | -3,094 | -3,679 | -4,357 | 存货 | 726 | 680 | 589 | 729 | 865 | 1,022 |
| % 销售收入 | 82.9% | 84.9% | 84.2% | 83.0% | 82.5% | 81.8% | 其他流动资产 | 150 | 86 | 176 | 186 | 221 | 261 |
| 毛利 | 405 | 450 | 526 | 636 | 781 | 969 | 流动资产 | 1,104 | 1,252 | 1,291 | 1,602 | 1,684 | 1,996 |
| % 销售收入 | 17.1% | 15.1% | 15.8% | 17.0% | 17.5% | 18.2% | % 总资产 | 58.0% | 54.4% | 51.1% | 56.2% | 52.9% | 56.4% |
| 营业税金及附加 | -3 | -3 | -3 | -4 | -4 | -5 | 长期投资 | 41 | 60 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| % 销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 固定资产 | 596 | 805 | 1,000 | 1,019 | 1,275 | 1,316 |
| 营业费用 | -125 | -176 | -208 | -246 | -277 | -320 | % 总资产 | 31.3% | 35.0% | 39.6% | 35.8% | 40.0% | 37.2% |
| % 销售收入 | 5.3% | 5.9% | 6.2% | 6.6% | 6.2% | 6.0% | 无形资产 | 163 | 174 | 185 | 185 | 189 | 192 |
| 管理费用 | -121 | -104 | -158 | -186 | -223 | -266 | 非流动资产 | 801 | 1,049 | 1,236 | 1,255 | 1,515 | 1,559 |
| % 销售收入 | 5.1% | 3.5% | 4.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | % 总资产 | 42.0% | 45.6% | 48.9% | 44.1% | 47.5% | 44.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 157 | 167 | 157 | 199 | 277 | 377 | 资产总计 | 1,906 | 2,301 | 2,527 | 2,848 | 3,186 | 3,537 |
| % 销售收入 | 6.6% | 5.6% | 4.7% | 5.3% | 6.2% | 7.1% | 短期借款 | 490 | 690 | 685 | 840 | 887 | 811 |
| 财务费用 | -38 | -57 | -42 | -25 | -25 | -21 | 应付款项 | 157 | 246 | 357 | 369 | 438 | 520 |
| % 销售收入 | 1.6% | 1.9% | 1.3% | 0.7% | 0.6% | 0.4% | 其他流动负债 | 7 | -35 | 37 | 47 | 30 | 35 |
| 资产减值损失 | 2 | -48 | -15 | -8 | -5 | -5 | 流动负债 | 655 | 900 | 1,079 | 1,256 | 1,355 | 1,366 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 178 | 198 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 投资收益 | -7 | 18 | 19 | 19 | 22 | 39 | 其他长期负债 | 27 | 72 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| % 税前利润 | — | 20.3% | 14.4% | 9.7% | 8.0% | 9.7% | 负债 | 860 | 1,170 | 1,288 | 1,466 | 1,565 | 1,576 |
| 营业利润 | 114 | 81 | 120 | 185 | 270 | 391 | 普通股股东权益 | 1,043 | 1,129 | 1,208 | 1,358 | 1,593 | 1,927 |
| 营业利润率 | 4.8% | 2.7% | 3.6% | 5.0% | 6.1% | 7.3% | 少数股东权益 | 3 | 1 | 31 | 25 | 28 | 34 |
| 营业外收支 | 11 | 10 | 14 | 10 | 10 | 10 | 负债股东权益合计 | 1,906 | 2,301 | 2,527 | 2,848 | 3,186 | 3,537 |
| 税前利润 | 126 | 91 | 134 | 195 | 280 | 401 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 5.3% | 3.0% | 4.0% | 5.2% | 6.3% | 7.5% | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 所得税 | -18 | -14 | -30 | -29 | -42 | -60 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.4% | 15.6% | 22.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股收益 (元) | 0.474 | 0.261 | 0.366 | 0.395 | 0.542 | 0.771 |
| 净利润 | 108 | 77 | 104 | 166 | 238 | 341 | 每股净资产 (元) | 4.602 | 3.831 | 4.098 | 3.543 | 4.157 | 5.030 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | -4 | -6 | 3 | 6 | 每股经营现金流 (元) | 0.850 | 1.183 | 0.959 | 0.223 | 0.496 | 0.682 |
| 归属于母公司的净利润 | 107 | 77 | 108 | 172 | 235 | 335 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.050 | 0.050 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 4.5% | 2.6% | 3.2% | 4.6% | 5.3% | 6.3% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 10.30% | 6.81% | 8.94% | 12.64% | 14.76% | 17.36% |
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 总资产收益率 | 5.64% | 3.34% | 4.27% | 6.03% | 7.38% | 9.46% |
| 净利润 | 108 | 77 | 104 | 166 | 238 | 341 | 投入资本收益率 | 8.88% | 8.92% | 7.75% | 9.81% | 11.08% | 13.88% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | -6 | 3 | 6 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 46 | 110 | 83 | 86 | 100 | 118 | 营业总收入增长率 | 14.19% | 25.96% | 11.51% | 12.10% | 19.58% | 19.40% |
| 非经营收益 | 43 | 31 | 32 | 6 | 2 | -19 | EBIT增长率 | 18.68% | 6.13% | -5.74% | 26.66% | 39.27% | 36.05% |
| 营运资金变动 | -4 | 131 | 64 | -161 | -125 | -144 | 净利润增长率 | 9.12% | -28.43% | 40.48% | 58.93% | 36.98% | 42.27% |
| 经营活动现金流 | 193 | 349 | 283 | 91 | 218 | 302 | 总资产增长率 | 10.59% | 20.72% | 9.84% | 13.03% | 11.99% | 11.13% |
| 资本开支 | 127 | 286 | 140 | 87 | 345 | 147 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -22 | 11 | -1 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 10.4 | 8.0 | 11.6 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 其他 | 0 | -3 | 51 | 19 | 22 | 39 | 存货周转天数 | 136.4 | 101.3 | 82.7 | 85.0 | 85.0 | 85.0 |
| 投资活动现金流 | -149 | -278 | -89 | -68 | -322 | -108 | 应付账款周转天数 | 13.7 | 15.4 | 19.5 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 股权募资 | 227 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 75.6 | 67.7 | 74.1 | 74.5 | 69.9 | 65.5 |
| 债权募资 | -130 | 220 | -130 | 155 | 47 | -76 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -61 | -69 | -48 | -35 | -57 | -30 | 净负债/股东权益 | 48.74% | 45.07% | 31.34% | 28.48% | 34.39% | 20.39% |
| 筹资活动现金流 | 36 | 152 | -178 | 120 | -10 | -106 | EBIT利息保障倍数 | 4.2 | 2.9 | 3.7 | 7.9 | 11.1 | 18.3 |
| 现金净流量 | 79 | 223 | 16 | 143 | -114 | 88 | 资产负债率 | 45.10% | 50.88% | 50.99% | 51.46% | 49.13% | 44.55% |

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2: 天康生物各项业务收入预测表

单位: 人民币百万元

| 项 目 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 饲料板块 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 814.62 | 1,625.03 | 1,684.15 | 1,961.25 | 2,253.35 | 2,646.00 | 3,196.80 | 3,857.10 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 99.48% | 3.64% | 16.45% | 14.89% | 17.43% | 20.82% | 20.66% |
| 毛利率 | 8.91% | 10.21% | 8.88% | 7.88% | 7.53% | 7.48% | 7.43% | 7.69% |
| 销售成本 | 742.07 | 1,459.12 | 1,534.56 | 1,806.65 | 2,083.75 | 2,448.00 | 2,959.20 | 3,560.40 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 96.63% | 5.17% | 17.73% | 15.34% | 17.48% | 20.88% | 20.32% |
| 毛利 | 72.55 | 165.91 | 149.59 | 154.60 | 169.61 | 198.00 | 237.60 | 296.70 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 128.68% | -9.84% | 3.35% | 9.71% | 16.74% | 20.00% | 24.87% |
| 占总销售额比重 | 76.25% | 78.33% | 71.09% | 65.73% | 67.81% | 70.94% | 71.68% | 72.43% |
| 占主营业务利润比重 | 31.28% | 47.37% | 36.94% | 34.34% | 32.43% | 31.15% | 30.41% | 30.63% |
| 饲料添加剂 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 4.74 | 33.21 | 55.48 | 87.01 | 83.34 | 85.00 | 95.00 | 105.00 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 600.63% | 67.06% | 56.83% | -4.22% | 1.99% | 11.76% | 10.53% |
| 毛利率 | 43.67% | 2.80% | 4.16% | 5.44% | 6.12% | 6.47% | 6.32% | 6.19% |
| 销售成本 | 2.67 | 32.28 | 53.17 | 82.28 | 78.24 | 79.50 | 89.00 | 98.50 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 1108.99% | 64.71% | 54.75% | -4.91% | 1.61% | 11.95% | 10.67% |
| 毛利 | 2.07 | 0.93 | 2.31 | 4.73 | 5.10 | 5.50 | 6.00 | 6.50 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -55.07% | 148.39% | 104.76% | 7.81% | 7.85% | 9.09% | 8.33% |
| 占总销售额比重 | 0.44% | 1.60% | 2.34% | 2.92% | 2.51% | 2.28% | 2.13% | 1.97% |
| 占主营业务利润比重 | 0.89% | 0.27% | 0.57% | 1.05% | 0.98% | 0.87% | 0.77% | 0.67% |
| 棉籽加工业务 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 1.09 | 174.90 | 233.95 | 483.14 | 506.82 | 408.50 | 418.00 | 418.00 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 15945.87% | 33.76% | 106.51% | 4.90% | -19.40% | 2.33% | 0.00% |
| 毛利率 | 5.50% | 18.76% | 5.93% | 3.58% | 8.04% | 12.56% | 12.27% | 11.82% |
| 销售成本 | 1.03 | 142.09 | 220.08 | 465.85 | 466.05 | 357.20 | 366.70 | 368.60 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 13695.15% | 54.89% | 111.67% | 0.04% | -23.36% | 2.66% | 0.52% |
| 毛利 | 0.06 | 32.81 | 13.87 | 17.29 | 40.77 | 51.30 | 51.30 | 49.40 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 54583.33% | -57.73% | 24.66% | 135.80% | 25.83% | 0.00% | -3.70% |
| 占总销售额比重 | 0.10% | 8.43% | 9.88% | 16.19% | 15.25% | 10.95% | 9.37% | 7.85% |
| 占主营业务利润比重 | 0.03% | 9.37% | 3.43% | 3.84% | 7.80% | 8.07% | 6.56% | 5.10% |
| 兽用生物制品 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 230.64 | 228.54 | 379.98 | 436.93 | 469.44 | 579.78 | 738.76 | 932.70 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -0.91% | 66.26% | 14.99% | 7.44% | 23.51% | 27.42% | 26.25% |
| 毛利率 | 66.32% | 64.58% | 62.22% | 61.46% | 65.29% | 65.49% | 65.69% | 65.89% |
| 销售成本 | 77.68 | 80.96 | 143.55 | 168.41 | 162.96 | 200.11 | 253.50 | 318.19 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 4.22% | 77.31% | 17.32% | -3.23% | 22.79% | 26.68% | 25.52% |
| 毛利 | 152.96 | 147.58 | 236.43 | 268.52 | 306.47 | 379.67 | 485.26 | 614.51 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -3.52% | 60.20% | 13.57% | 14.13% | 23.88% | 27.81% | 26.64% |
| 占总销售额比重 | 21.59% | 11.02% | 16.04% | 14.64% | 14.13% | 15.54% | 16.56% | 17.51% |
| 占主营业务利润比重 | 65.95% | 42.13% | 58.38% | 59.64% | 58.61% | 59.74% | 62.10% | 63.44% |
| 销售收入小计 | 1068.39 | 2074.69 | 2369.05 | 2983.98 | 3323.19 | 3729.78 | 4460.06 | 5325.30 |
| 销售成本小计 | 836.46 | 1724.42 | 1964.09 | 2533.77 | 2800.25 | 3094.19 | 3678.63 | 4356.72 |
| 毛利 | 231.94 | 350.27 | 404.96 | 450.21 | 522.94 | 635.59 | 781.43 | 968.58 |
| 平均毛利率 | 21.71% | 16.88% | 17.09% | 15.09% | 15.74% | 17.04% | 17.52% | 18.19% |

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。