

天康生物(002100.SZ)

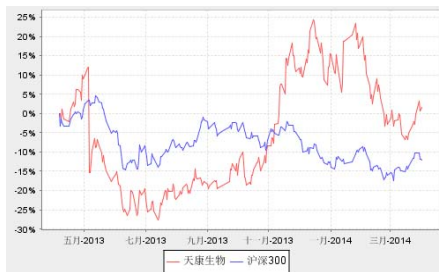
市场苗继续高速增长，业绩成长无忧

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 16.2
分析师: 谢刚 **分析师:** 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014年4月20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)	10.45
市值(百万元)	4536.96
流通市值(百万元)	4004.29

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,983.98	3,327.31	3,724.76	4,460.06	5,325.30
营业收入增速	25.96%	11.51%	11.94%	19.74%	19.40%
净利润增长率	-28.43%	40.48%	57.20%	28.57%	42.27%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.37	0.42	0.54	0.77
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
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	24.88	19.35	13.57
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 年年报，公司 2013 年实现营业收入 37.25 亿元，同比增长 11.94%，实现归属上市公司股东净利润 1.70 亿元，同比增长 57.2%，折合 EPS 约 0.42 元，符合之前我们预期。此外，公司公布分红预案，每 10 股派发现金 1.2 元（含税）。
- 公司各项业务保持稳健增长，尤其市场苗业务表现突出，收入同比增长 320%。**公司 2013 年饲料业务实现销量 81.24 万吨，同比增长 5.93%，实现收入 26.27 亿元，同比增长 16.56%，毛利率 9.02%，同比提升 1.49 个百分点；疫苗业务实现收入 5.42 亿元，同比增长 15.34%，毛利率 63.5%，同比下滑 1.77 个百分点，其中市场苗业务收入 7332 万元，同比增长 320%，政府苗收入 4.69 亿元，同比增长 3.58%。
- 2013 年公司业绩实现快速增长主要来自于三大主业同步发力。**(1) 饲料业务新疆、河南和东北地区在产品结构优化的带动下量价利齐升，尤其是毛利率同比提升 1.49pct，带来净利润增厚约 3900 万元；(2) 市场苗业务销售额增加 5586 万元，按 30% 净利润率测算增厚业绩 1676 万元；(3) 棉籽加工业务两大子公司实现净利润 430 万元，而 2012 年亏损 24 万元，2013 年实现扭亏为盈。
- 展望 2014 年，我们认为公司在饲料和市场苗业务带动下，业绩将继续保持 30% 左右的稳健增长。**(1) 三大区域饲料业务正在稳步向年销量 100 万吨推进，尽管 2014 年 1 季度下游养殖景气度不佳，但新疆地区饲料业务继续保持增长，河南宏展基本持平，预计 2014 年公司饲料业务销量将达到 90 万吨；(2) 口蹄疫和猪蓝耳市场苗业务继续放量快速增长。我们预计 1 季度公司上述产品销售额将达到 2000 万元，同比增长接近翻倍，预计 2014 年全年销售额至少在 1.5 亿元左右，而且随着公司年中牛羊以及猪用口蹄疫悬浮产能达产，公司生物制品业务毛利率将有望大幅提升至 70%，为公司生物制品业务业绩贡献较大的向上弹性。

- **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。**(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。
- 根据齐鲁农业团队最新观点, 我们判断 5 月份起猪价会出现趋势性反弹, 2 季度公司饲料业务和参股的生猪养殖业务将实现显著的环比改善, 而且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。
- 我们预计 2014-2015 年公司 EPS 分别为 0.54、0.77 元, 市场苗推广驱动公司业绩快速增长, 按 30X2014PE, 目标价 16.2 元, 维持“买入”评级。

风险因素: (1) 2014 年 1 季度公司棉籽加工业务表现不佳, 可能拖累全年公司业绩表现;(2) 生猪养殖景气度回升幅度低于预期, 可能导致公司养殖相关业务业绩不达预期。

图表 1: 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

图表 2: 天康生物三张报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2,369	2,984	3,327	3,730	4,460	5,325
增长率	14.19%	26.0%	11.5%	12.1%	19.6%	19.4%
营业成本	-1,964	-2,534	-2,801	-3,094	-3,679	-4,357
%销售收入	82.9%	84.9%	84.2%	83.0%	82.5%	81.8%
毛利	405	450	526	636	781	969
%销售收入	17.1%	15.1%	15.8%	17.0%	17.5%	18.2%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-4	-5
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-125	-176	-208	-246	-277	-320
%销售收入	5.3%	5.9%	6.2%	6.6%	6.2%	6.0%
管理费用	-121	-104	-158	-186	-223	-266
%销售收入	5.1%	3.5%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	157	167	157	199	277	377
%销售收入	6.6%	5.6%	4.7%	5.3%	6.2%	7.1%
财务费用	-38	-57	-42	-25	-25	-21
%销售收入	1.6%	1.9%	1.3%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	2	-48	-15	-8	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-7	18	19	19	22	39
%税前利润	—	20.3%	14.4%	9.7%	8.0%	9.7%
营业利润	114	81	120	185	270	391
营业利润率	4.8%	2.7%	3.6%	5.0%	6.1%	7.3%
营业外收支	11	10	14	10	10	10
税前利润	126	91	134	195	280	401
利润率	5.3%	3.0%	4.0%	5.2%	6.3%	7.5%
所得税	-18	-14	-30	-29	-42	-60
所得税率	14.4%	15.6%	22.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	108	77	104	166	238	341
少数股东损益	0	0	-4	-6	3	6
归属于母公司的净利润	107	77	108	172	235	335
净利率	4.5%	2.6%	3.2%	4.6%	5.3%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	108	77	104	166	238	341
少数股东损益	0	0	0	-6	3	6
非现金支出	46	110	83	86	100	118
非经营收益	43	31	32	6	2	-19
营运资金变动	-4	131	64	-161	-125	-144
经营活动现金净流	193	349	283	91	218	302
资本开支	127	286	140	87	345	147
投资	-22	11	-1	0	0	0
其他	0	-3	51	19	22	39
投资活动现金净流	-149	-278	-89	-68	-322	-108
股权募资	227	1	0	0	0	0
债权募资	-130	220	-130	155	47	-76
其他	-61	-69	-48	-35	-57	-30
筹资活动现金净流	36	152	-178	120	-10	-106
现金净流量	79	223	16	143	-114	88

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	158	379	395	544	427	509
应收款项	71	107	131	143	171	204
存货	726	680	589	729	865	1,022
其他流动资产	150	86	176	186	221	261
流动资产	1,104	1,252	1,291	1,602	1,684	1,996
%总资产	58.0%	54.4%	51.1%	56.2%	52.9%	56.4%
长期投资	41	60	50	50	50	50
固定资产	596	805	1,000	1,019	1,275	1,316
%总资产	31.3%	35.0%	39.6%	35.6%	40.0%	37.2%
无形资产	163	174	185	185	189	192
非流动资产	801	1,049	1,236	1,255	1,515	1,559
%总资产	42.0%	45.6%	48.9%	44.1%	47.5%	44.1%
资产总计	1,906	2,301	2,527	2,848	3,186	3,537
短期借款	490	690	685	840	887	811
应付款项	157	246	357	369	438	520
其他流动负债	7	-35	37	47	30	35
流动负债	655	900	1,079	1,256	1,355	1,366
长期贷款	178	198	98	98	98	98
其他长期负债	27	72	112	112	112	112
负债	860	1,170	1,288	1,466	1,565	1,576
普通股股东权益	1,043	1,129	1,208	1,358	1,593	1,927
少数股东权益	3	1	31	25	28	34
负债股东权益合计	1,906	2,301	2,527	2,848	3,186	3,537

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	0.474	0.261	0.366	0.395	0.542	0.771
每股净资产(元)	4.602	3.831	4.098	3.543	4.157	5.030
每股经营现金净流(元)	0.850	1.183	0.959	0.223	0.496	0.682
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.30%	6.81%	8.94%	12.64%	14.76%	17.36%
总资产收益率	5.64%	3.34%	4.27%	6.03%	7.38%	9.46%
投入资本收益率	8.88%	8.92%	7.75%	9.81%	11.08%	13.88%
增长率						
营业总收入增长率	14.19%	25.96%	11.51%	12.10%	19.58%	19.40%
EBIT增长率	18.68%	6.13%	-5.74%	26.66%	39.27%	36.05%
净利润增长率	9.12%	-28.43%	40.48%	58.93%	36.98%	42.27%
总资产增长率	10.59%	20.72%	9.84%	13.03%	11.99%	11.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	8.0	11.6	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	136.4	101.3	82.7	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	13.7	15.4	19.5	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	75.6	67.7	74.1	74.5	69.9	65.5
偿债能力						
净负债/股东权益	48.74%	45.07%	31.34%	28.48%	34.39%	20.39%
EBIT利息保障倍数	4.2	2.9	3.7	7.9	11.1	18.3
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

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。